

化学原料药

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 45.00元

当前股价: 35.89元

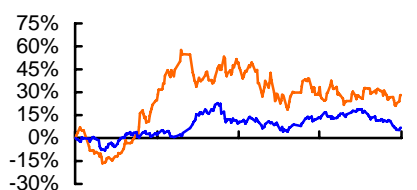
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2705.18
总股本(百万)	525
流通股本(百万)	484
流通市值(亿)	174
EPS (TTM)	0.76
每股净资产(元)	5.23
资产负债率	53.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海正药业	0.00	-3.51	-12.00
上证综合指数	0.00	-7.16	-4.87



2010/6 2010/9 2010/12 2011/3

— 海正药业 — 上证综合指数

相关报告

《海正药业-厚积薄发, 丰富产品梯队效力渐显》2011-3-29

《海正药业-厚积薄发, 丰富产品梯队效力渐显》2011-3-28

《海正药业-业绩符合预期, 制剂出口有望逐步贡献利润》2010-10-25

海正药业

600267

强烈推荐

与辉瑞投资设立公司, 合作模式更上新台阶

投资要点:

海正公告拟与辉瑞共同投资设立合资公司, 投资总额约为 2.95 亿美元。合作生产以提供高质量的药物、通过全球的销售和营销平台实现有关药物更广泛的商业化、以及研究和开发专利到期药物。

- **海正与辉瑞的合作是为双赢, 主要针对的是国内制剂市场而非国际市场, 未来产品将采用合资公司的品牌而非 OEM。**本次合作中, 辉瑞看中海正丰富的国内制剂批文、产品梯队以及国内销售队伍; 而海正看中的是辉瑞强大的国际品牌优势、专利产品以及营销能力。
- **海正正在经历从特色原料药企业向品牌仿制药企业转型之路, 与跨国公司合作将超越印度模式。**近年来, 海正跟跨国公司的合作日益增长。从协议内容来看, 与礼来和辉瑞的合作从此前的兽药、中间体等少数产品扩展到越来越多的领域; 从合作方式来看, 从早期的转移生产逐步转变成合资建厂共同开发。与印度相比, 中国巨大内需也吸引越来越多的跨国公司选择跟海正合作, 海正在国际合作方面有望超越印度模式, 实现更多共赢。
- **厚积薄发, 丰富的产品梯队效应渐显。**海正多年累积的产品梯队正在逐步发挥作用, 在国内制剂、海外制剂、跨国合作等多个方面发挥作用, 公司未来持续快速增长态势已经形成。
- **看好战略性投资品种, 维持强烈推荐评级。**海正是医药行业不可多得战略性品种, 我们预测海正 2011-2013 年 EPS 为 1.00、1.47 和 1.75 元, 维持强烈推荐评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4545	5516	6674	8062
同比(%)	14%	21%	21%	21%
归属母公司净利润(百万元)	374	523	767	918
同比(%)	34%	43%	47%	20%
毛利率(%)	29.3%	30.5%	30.8%	30.8%
ROE(%)	13.6%	11.7%	14.9%	15.6%
每股收益(元)	0.70	1.00	1.46	1.75
/E	51.50	36.04	24.56	20.52
P/B	6.98	4.20	3.66	3.19
EV/EBITDA	27	21	16	13

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 海正对外投资公告整理:

时间	合作方	内容	详情
2011.6.2	辉瑞公司	签订合资意向书, 预计投资额2.95亿美元	合作生产以提供高质量的药物、通过全球的销售和营销平台实现有关药物更广泛的商业化、以及研究和开发专利到期药物。
2011.3.29	辉瑞亚太生产有限公司	CA兽用药供货协议	于2011年开始向辉瑞亚太公司销售CA兽用药, 预计年销售收入约1500到2500万美元, 协议期限为5年。
2011.3.8	礼来动物保健品部	动物保健药原料药	礼来相关制剂产品已于2011年美国上市, 海正作为其合作伙伴和该原料药全球供应商, 已经开始产业化生产和稳定持续的商业化供货。
	辉瑞兽药保健品部	兽用药原料药	该产品已递交美国EPA注册, 将于2011年开始实现商业化供货
	某制药企业	新抗肿瘤药物中间体	随着产品质量的提升, 该产品将于2011年开始实现商业化供货。
			三项业务预计使海正新增销售收入约3,000万美元/年
2010.8.26	西班牙CINFA公司	他克莫司胶囊	海正与CINFA共同研发的他克莫司胶囊获得欧盟上市批准, 成为欧盟市场唯一一个获得审批的他克莫司仿制药。
2010.2.12	赛金控股有限公司	投资参股	海正拟投资980万美元购买赛金控股700万B类优先股。此前, 赛金控股在美国设有全资子公司, 拥有十余种制剂产品在美国市场上市销售, 同时有超过200种产品的生产、研发计划, 2008年有43个产品提交美国FDA注册申请, 2009年将提交40余个产品注册申请, 具备强劲的发展潜力。
2009.11.5	英特威/先灵葆雅动物保健品股份公司	签订《总包生产协议》	获英特威授权生产一个兽用预混剂产品, 英特威负责全球市场的独家销售。有效期5年, 预计每年销售收入将超过2000万美元。除非任何一方提前提出终止要求, 该协议在期满后自动延长一年。
2009.10.26	国家工业和信息化部	磷酸奥司他韦关键中间体环氧化物生产	甲型H1N1流感防控工作需要, 由海正负责在2009年12月31日前生产增储磷酸奥司他韦关键中间体环氧化物20吨。
2009.5.8	雅赛利香港有限公司	签订《合资经营合同》	拟设立合资企业雅赛利(台州)制药有限公司, 从事万古霉素等原料药的生产与销售, 期限为30年。新的合资公司成立后, 与雅来(台州)过去签订的协议将被替代。
2008.6.11	雅赛利香港有限公司	签订《合资意向书》	拟共同投资设立合资公司。合资公司计划总投资5000万美元, 注册资本2430万美元, 建成后海正占注册资本的49%, 雅赛利香港占51%
2008.1.25	浙江弘盛药业	海正收购弘盛	海正收购浙江弘盛股权并增资。收购完成后海正将持有浙江弘盛60%股权, 为控股股东
2007.11.29	西班牙菲玛公司、	签定合资协	海正与菲玛公司、兴海公司共同投资设立菲玛海正

	富阳兴海投资有限公司	议	药业股份有限公司。海正占注册资本的55%；菲玛占25%；兴海占20%。合资公司将建设符合欧盟GMP标准的固体制剂车间，负责三方合作产品的研发、生产和销售。经营期限为10年。
2007.7.4	美国雅来公司	与雅来台州公司签订《采购与施工协议》、《运作服务协议》、《租赁协议》。	2008年3月前海正协助雅来台州公司购建年产30吨生产能力的万古霉素生产设施。生产设施交付前，海正将利用现有的生产能力向雅来公司销售万古霉素产品。同时，海正按《租赁协议》将部分厂房及辅助设施租赁给雅来台州公司。
2007.7.3	西班牙Farma projects S.A	签订《合资意向书》	海正与菲玛公司及海正员工共同投资设立海正-菲玛制药有限公司，合资公司将建设符合欧盟GMP标准的固体制剂车间，负责双方合作产品的研发、生产、国际注册和销售。
2006.6.9	美国雅来公司	万古霉素的生产合作初步协议	雅来提供1000万美元资金由海正帮助其购建年产30吨生产能力的万古霉素提取设备、冻干设备和药政文件。合约生效后，雅来公司将根据每年实际生产的万古霉素产量向海正支付服务费及特许费，其他费用按实际发生额支付。海正将保留万古霉素产品的国际和国内成品药市场。双方合作期限拟定为15年。
2005.8.23	礼来	无偿转让卷曲霉素生产技术	礼来向海正无偿转让卷曲霉素的生产技术,并向海正提供资金、管理、技术支持,并为海正管理和技术人员提供现行药品生产管理规范(cGMP)培训。
2003.6.17	礼来	礼来向海正无偿转让抗“多重耐药性结核病”药物专利生产技术	作为全球抗击“多重耐药性结核病”项目的一部分，礼来向海正无偿转让抗“多重耐药性结核病”药物专利技术，并为海正提供生产技术及设备改造资助；生产、管理人员的技术培训。海正是唯一入选该项目的中国企业。

资料来源：上市公司公告，中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1999	1911	3614	5272	营业收入	4545	5516	6674	8062
现金	494	100	1428	2632	营业成本	3215	3834	4618	5576
应收账款	627	761	921	1113	营业税金及附加	26	31	38	45
其它应收款	6	7	8	10	营业费用	282	331	400	484
预付账款	95	113	136	164	管理费用	536	634	685	827
存货	655	781	941	1136	财务费用	55	56	15	30
其他	123	149	180	217	资产减值损失	40	0	0	0
非流动资产	3923	3940	3742	3504	公允价值变动收益	-0	0	0	0
长期投资	157	157	157	157	投资净收益	42	0	0	0
固定资产	2069	2636	2769	2702	营业利润	433	630	918	1099
无形资产	383	371	360	348	营业外收入	27	0	0	0
其他	1314	776	457	297	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	5922	5850	7355	8776	利润总额	450	630	918	1099
流动负债	1579	1816	1663	1823	所得税	76	107	152	181
短期借款	451	584	300	300	净利润	374	523	767	918
应付账款	426	508	612	739	少数股东损益	9	0	0	0
其他	702	724	751	784	归属母公司净利润	366	523	767	918
非流动负债	1598	-494	506	1006	EBITDA	748	974	1290	1528
长期借款	1506	-494	506	1006	EPS (元)	0.70	1.00	1.46	1.75
其他	92	0	0	0					
负债合计	3177	1321	2169	2829	主要财务比率				
少数股东权益	46	46	46	46	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	484	525	525	525	成长能力				
资本公积	882	2175	2175	2175	营业收入	13.5%	21.4%	21.0%	20.8%
留存收益	1333	1783	2441	3201	营业利润	26.3%	45.4%	45.9%	19.7%
归属母公司股东权益	2698	4483	5141	5901	归属于母公司净利润	34.3%	42.9%	46.7%	19.7%
负债和股东权益	5922	5850	7355	8776	获利能力				
					毛利率	29.3%	30.5%	30.8%	30.8%
					净利率	8.0%	9.5%	11.5%	11.4%
					ROE	13.6%	11.7%	14.9%	15.6%
					ROIC	11.2%	15.0%	20.2%	24.1%
					偿债能力				
					资产负债率	53.7%	22.6%	29.5%	32.2%
					净负债比率				
					流动比率	1.27	1.05	2.17	2.89
					速动比率	0.83	0.60	1.58	2.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.94	1.01	1.00
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	7.59	8.21	8.25	8.26
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	1.00	1.46	1.75
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.97	1.10	1.71	2.00
					每股净资产(最新摊薄)	5.14	8.54	9.79	11.24
					估值比率				
					P/E	51.50	36.04	24.56	20.52
					P/B	6.98	4.20	3.66	3.19
					EV/EBITDA	27	21	16	13

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

- 周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;
余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434