

海正药业（600267）：富阳项目进展顺利，制剂药比重将继续加大 增持（维持）

医药/原料药 2009年03月11日

周浩 021-58824282-889 zhouh@txsec.com

事件描述：

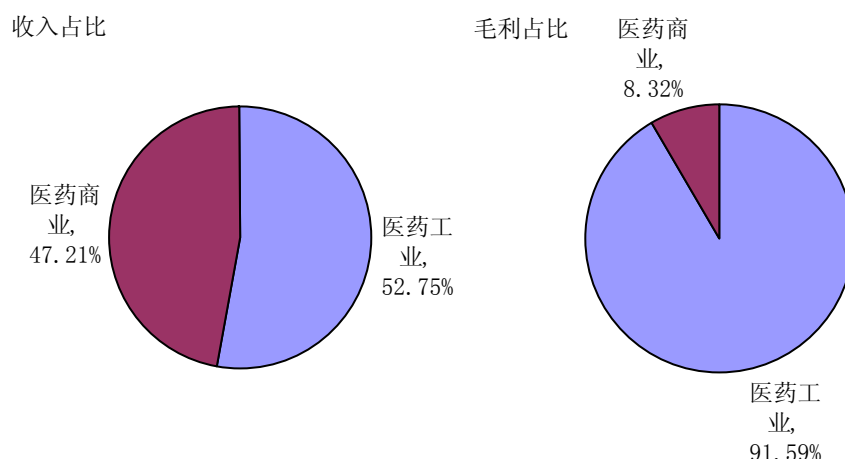
近日，我们对海正药业进行了走访，与公司高管就公司目前的经营情况以及公司未来的发展进行了交流。

评论：

- 1、公司基本情况：**海正药业是国内特色原料药的龙头企业，是我国医药行业中有望实现产业升级（成为欧美规范市场制剂供应商）的种子选手。08年，医药商业贡献了公司销售收入的47%，医药工业贡献了收入的53%，其中医药工业贡献公司毛利润的92%。公司医药工业分为原料药与制剂药两部分，其中制剂药贡献的收入低于原料药但是贡献的毛利已经超越原料药。08年，原料药与制剂分别贡献了公司医药工业部分的收入和毛利的比重为66%、34%和42%、58%。从治疗类别的角度来看，抗肿瘤药和抗感染药对公司医药工业收入和毛利的贡献最大两个类别。08年，抗肿瘤药和抗感染药物分别贡献了医药工业部分销售收入的35%、24%和64%、16%。在这两个类别上，公司也都是原料药和制剂药并重。公司目前处于从特色原料药生产企业向原料药与制剂药并重的战略转型阶段。公司未来的看点是由国际原料药供应商向规范市场制剂供应商转型的产业升级。公司在国内的制剂生产已经具备一定的规模；一条公司固体制剂生产线先后通过欧盟官方和澳大利亚TGA验收，为制剂产品走出国门创造了先决条件；08年11月份，90万粒氟伐他汀胶囊正式出口欧洲，实现仿制药制剂出口的突破；符合欧美cGMP标准的制剂生产基地也已经在建设之中。我们认为公司有希望实现向规范市场出口制剂的产业升级。
- 2、制剂业务推广稳步推进。**07年公司开始加大制剂药的销售力度，考核机制也转向制剂销售。07年公司制剂业务开始取得明显增长。08年公司的制剂推广进展的比较顺利，制剂业务收入增长52%，毛利增长68%。制剂药品对公司毛利润的贡献比重进一步加大，08年全年，制剂药贡献公司毛利润的53.24%，其中下半年制剂药的毛利润贡献比重为55.53%较08年上半年的51.09%又进一步提升了4.44个百分点。从此次调研中，我们了解到公司计划2010年后公司的制剂药收入将和原料药持平，我们估算届时制剂药对公司的毛利润的贡献将达到67%，我们认为这是有可能实现的。
- 3、原料药整体表现较差，但是出现新增长点。**与制剂业务的风光相比，08年公司原料药业务收入同比下降了8%，毛利润下降了16%。各治疗类别中，心血管原料药的毛利率水平继续下降，这是特色原料药的宿命，也是符合我们的预期的。公司的抗肿瘤原料药和抗感染原料药受到经济危机的影响也表现平平。内分泌和抗寄生虫原料药成为新的增长点。内分泌药物在新产品奥利司他与阿卡波糖的带动下，收入增长60%，毛利率提升了19个百分点。抗寄生虫类原料药在多拉克汀等新产品的带动下收入增长71%，毛利率提升了12个百分点。由于这两类产品的销售规模还较小，08年对公司的毛利润贡献10%。调研中，我们了解到，公司目前原料药产品海外销售采用代理的形式。但是，公司计划在美国注册成立子公司，老产品继续由代理商运作，而新产品主要由新注册的子公司自己公司运作，或者由国际市场关系比较好的机构去做。这也是符合特色原料药企业产业升级的历史规律的，即在初入国际市场的时候主要通过代理商开拓市场，随着对国际市场的融入，这些公司也将摆脱对代理商的依赖，自立门户。

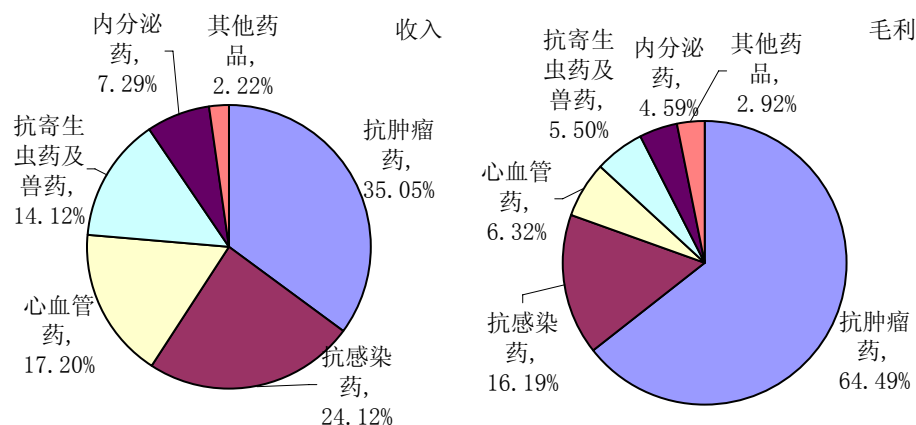
- 4、**与西班牙菲玛合作停止，富阳项目进展顺利。**公司与西班牙菲玛公司成立合资企业的事项由于种种原因已经停止。但是公司在富阳的符合欧美cGMP标准的制剂生产基地建设项目进展顺利。富阳项目由三个子项目构成，分别是肿瘤制剂项目、固体制剂项目和大明山原料药项目。三个项目中的固体制剂项目09年年底将验收，氟伐他汀制剂将由该固体制剂基地生产。08年11月公司已经有90万粒氟伐他汀胶囊出口欧洲，固体制剂项目的完成将为公司氟伐他汀制剂的出口规范市场提供保障。这一方面为公司提供新的盈利增长点，另一方面也是公司产业升级向前迈步的标志。同时，大明山原料药项目年底也将投产，该项目为发酵生产线项目，公司的多种产品，如抗生素类抗肿瘤药和他汀类心血管药，均由发酵法生产。由于发酵生产线有很强的通用性，可以很容易的在各个品种之间实现转换。我们认为大明山原料药项目的投产将扩大公司多种产品的产能。
- 6、**09年前两个月同比增长不明显。**公司表示09年前两个月，国内制剂销售和国外原料药销售都同比增长都不明显。我们认为由于全球经济危机的影响，09年全年公司的原料药出口难以取得较大的增长。同时，我们认为09年全年公司国内制剂的销售仍将保持较快的增长。
- 7、**盈利预测与投资评级。**考虑到经济危机对公司原料药业务的影响超出预期。我们小幅下调对公司的盈利预测至2009年-2010年每股收益分别为0.52元和0.64元（调整前为0.54元和0.65元），以目前股价16.35元计算，对应动态PE分别为32倍和26倍，鉴于公司战略转型顺利，成长性明确且存在较强的产业升级成功的预期，我们维持对公司的“增持”评级。
- 10、**风险提示。**1) 人民币汇率风险；2) 新产品和工艺研发的风险；3) 国内制剂推广风险。

图表 1：2008 年海正药业医药工业与医药商业的收入占比与毛利占比



资料来源：天相投顾整理

图表 2：2008 年海正药业各治疗类别药物在公司医药工业中的收入占比与毛利占比



资料来源：天相投顾整理

图表 3：07 年和 08 年公司医药工业中原料药与制剂药收入占比和毛利占比的变化

	08 年全年		08 年下半年		08 年上半年		07 年全年	
	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比	收入占比	毛利占比
制剂药	33.90%	58.13%	34.85%	60.35%	32.95%	56.02%	23.81%	41.01%
原料药	66.10%	41.87%	65.15%	39.65%	67.05%	43.98%	76.19%	58.99%

资料来源：天相投顾整理

图表 4：08 年海正药业母公司主要品种的销售结构（亿元）

	制剂	原料药
抗肿瘤药	2.5	1.72
抗感染药	0.7	2.95
心血管药	0.1	2.7
抗寄生虫药	0.06	2.2

资料来源：公司数据

图表 5：海正药业盈利预测

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E
一. 营业收入(万元)	231,151	283,877	318,198	356,659	411,519
增长率 (%)	21.3%	22.8%	12.1%	12.1%	15.4%
减：营业成本	178,352	210,564	228,416	256,632	294,346
减：销售费用	8,297	11,390	18,850	21,400	24,691
管理费用	24,424	32,131	35,058	37,449	43,209
财务费用	5,531	6,468	8,207	9,270	10,699
期间费用率 (%)	16.55%	17.61%	19.52%	19.10%	19.10%
二. 营业利润	10,999	20,210	23,885	28,308	34,773
营业利润率 (%)	4.76%	7.12%	7.51%	7.94%	8.45%
三. 利润总额	10,641	19,394	23,900	28,308	34,773
利润率 (%)	4.6%	6.8%	7.5%	7.9%	8.4%
减：所得税	2,285	5,111	3,990	4,246	5,216
实际税负比率 (%)	21.5%	26.4%	16.7%	15.0%	15.0%
四. 归属于母公司的净利润	8,246	13,967	19,374	23,573	28,683
增长率 (%)	-23.8%	69.4%	38.7%	21.7%	21.7%
净利润率 (%)	3.57%	4.92%	6.09%	6.61%	6.97%
每股收益 (元)	0.18	0.31	0.43	0.52	0.64

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014