

化学原料药



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

海正药业 (600267)

制剂出口曙光在前

2010年8月25日

投资要点

事件:

公司发布公告: 接到欧洲药品管理局 (EMA) 的通知, 公司与西班牙 CINFA 共同研制开发的 he 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。该产品的上市将给公司成品药在欧洲市场的销售带来积极影响。另外, 公司还与军事医学科学院毒物药物所签订了《关于共建防化药品研发中心的协议》, 拟与军科院在防化药品的研究开发、新药和制剂的研发、重点人才培养等领域展开全方位的合作。

点评:

- **与军科院合作将进一步充实和完善研发平台。**公司目前拥有 API 原料药及避工艺专利研发、基因工程药物研发、创新药物研发和制剂研发等四大研发平台, 与军科院的合作将介入新的防化药物领域。我们认为海正在多年坚持自主研发的基础上, 与实力较强的科研院所强强联手, 有助于完善公司的产品线, 打造更为强大的研发平台。
- **制剂出口迈出重要一步。**制剂出口一直是海正多年来为之奋斗不懈的目标, 如今在经过巨大资本投入和漫长的时间积累之后, 公司终于取得了阶段性的成果, 迈出了制剂出口的重要一步: 继氟伐他汀之后, 他克莫司胶囊也顺利在欧盟上市。如果说氟伐他汀 (小品种) 只是海正敲开欧洲市场大门的探路石, 那么他克莫司就是进军国际通用名仿制药规范市场的急先锋!
- **他克莫司的出口将带来业绩超预期的可能性。**他克莫司是新一代免疫抑制剂器官移类药物, 原研产家是日本藤泽制药公司, 目前专利已过期。该药物 2007 年在美国、欧洲和日本市场销售额高达 13.5 亿美元, 中国市场为 5.7 亿元, 属于重磅炸弹级别的产品。之前因为 Teva、Sandoz 等公司生物等效性 (BE) 试验的失败, 海正的他克莫司作为唯一获批的仿制药在欧盟成功上市, 市场前景非常广阔。我们认为, 明年开始, 他克莫司胶囊的出口有望贡献较多盈利, 将带来业绩超预期的可能性。
- **制剂出口的“海正模式”曙光在前。**我们在之前的深度报告《海正药业: 产业升级, 从梦想到现实》中, 深入分析了海正制剂出口的模式: 依托强大的研发实力开发有壁垒的品种; 建设高标准的制剂车间提高产能; 以海外合作的方式打开国际市场。他克莫司的首仿成功, 彰显了公司出众的研发实力; 与西班牙 CINFA 公司的合作, 将跨越海外销售渠道不畅的主要障碍, 有望在较短时间内顺利实现大规模的制剂出口。公司的下一步将向美国 FDA 申报 ANDA (通用名仿制药), 未来两年将陆续有 30 个固体口服制剂和 10-15 个注射剂进行申报, 对应当前的市场价值是 400-500 亿美元, 制剂国际化的战略在稳步推进中,

我们认为成功的可能性较大。

- **海正的一小步，国内企业的一大步。**近年来虽然原料药企业向制剂转型的产业升级已经受到了资本市场的高度关注，但部分投资者对国内医药企业最终能否顺利实现制剂出口仍心存疑虑。作为国内立足于仿制药国际化的排头兵，海正首次在国际仿制药规范市场成功首仿制剂重磅品种，示范效应明显，将为后来者树立信心，意义重大。星星之火，可以燎原，我们相信今后将会有越来越多的国内医药企业在国际仿制药市场取得突破。
- **投资建议。**暂不考虑增发后股本变更的影响，我们预估 2010-2012 年 EPS 分别为：0.73、0.95 和 1.25 元，我们继续强烈看好海正的制剂国际化道路，维持“推荐”评级。
- **风险提示。**申报美国 FDA 制剂认证慢于预期；未来 2-3 年仍然是高投入期，财务费用压力较大。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2097	2562	3109
货币资金	641	467	578	703
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	606	710	878	1069
其他应收款	4	4	5	6
存货	580	662	791	956
非流动资产	3148	4256	4731	5064
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	15	159	159	159
投资性房地产	14	14	14	14
固定资产	1807	2980	3678	4118
在建工程	933	716	508	404
油气资产	0	0	0	0
无形资产	361	351	341	330
资产总计	5199	6353	7293	8173
流动负债	1485	2182	2652	2915
短期借款	671	1077	1658	1776
应付票据	60	85	117	121
应付账款	421	440	535	658
其他	333	580	342	360
非流动负债	1283	1436	1436	1436
长期借款	1226	1356	1356	1356
其他	57	81	81	81
负债合计	2768	3618	4088	4351
股本	484	484	484	484
资本公积	882	882	882	882
未分配利润	814	1075	1488	2031
少数股东权益	40	48	59	73
股东权益合计	2431	2736	3205	3822
负债及权益合计	5199	6353	7293	8173

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	272	355	459	603
折旧和摊销	211	237	313	370
资产减值准备	5	24	23	23
无形资产摊销	13	10	10	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	78	123	153	171
投资损失	1	0	0	0
少数股东损益	6	8	11	14
营运资金的变动	143	133	282	295
经营活动产生现金流量	479	625	687	884
投资活动产生现金流量	-663	-1349	-806	-705
融资活动产生现金流量	621	550	230	-54
现金净变动	437	-174	111	126
现金的期初余额	404	641	467	578
现金的期末余额	841	467	578	703

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4668	5775	7032
营业成本	2892	3307	3951	4770
营业税金及附加	27	32	39	48
销售费用	232	271	375	457
管理费用	411	476	664	809
财务费用	78	123	153	171
资产减值损失	20	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	343	449	582	766
营业外收入	22	10	10	10
营业外支出	15	5	5	5
利润总额	351	454	587	771
所得税	72	91	117	154
净利润	279	363	469	617
少数股东损益	6	8	11	14
归属母公司净利润	272	355	459	603
EPS（元）	0.56	0.73	0.95	1.25

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	16.6%	23.7%	21.8%
营业利润增长率	42.4%	30.9%	29.6%	31.8%
净利润增长率	39.4%	30.4%	29.3%	31.5%
盈利能力(%)				
毛利率	27.8%	29.2%	31.6%	32.2%
净利率	6.8%	7.6%	7.9%	8.6%
ROE	11.4%	13.2%	14.6%	16.1%

偿债能力(%)

资产负债率	53.2%	56.9%	56.1%	53.2%
流动比率	1.38	0.96	0.97	1.07
速动比率	0.97	0.64	0.65	0.72

营运能力(次)

资产周转率	0.86	0.81	0.85	0.91
应收帐款周转率	7.31	6.69	6.88	6.83

每股资料（元）

每股收益	0.56	0.73	0.95	1.25
每股经营现金	0.98	1.29	1.42	1.83
每股净资产	4.94	5.56	6.50	7.75

估值比率（倍）

PE	48.10	36.90	28.54	21.71
PB	5.48	4.87	4.16	3.49

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。