

证券研究报告

化学原料药



分析师 王晔
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn
SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

海正药业 (600267)

联系人: 项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

国内制剂和产业转移两翼齐飞

2011年2月19日

投资要点

- 我们近期参加了海正药业的投资者见面会, 并且参观了公司的富阳制剂基地。在 2007 年 12 月的深度报告《三年不飞, 一飞冲天》中, 我们已经指出, 海正药业作为国内最具国际化特色的研发驱动型企业, 已经处于从原料药出口向制剂出口的产业转型期前夜, 参照海外同类型公司转型期间估值情况, 我们认为可以给予较高估值水平。
- 公司在最近几年的发展, 证实了我们的判断, 海正药业已经实现了制剂产品向规范市场的出口。尽管出口制剂的路径还有一些波折 (认证以及商务合作的周期较长), 但公司已经迈出坚实的步骤, 未来国内制剂业务的持续增长、不断承接国际大公司的产业转移以及自主创新药物 (化学药和生物仿制药) 的陆续上市, 使海正成为国际化的中型制药企业。我们维持“推荐”评级。

调研要点:

- **国内制剂快速增长。**我们预计, 公司 2010 年海正药品的销售收入在 22 亿元左右, 同比增长 12%, 其中制剂占比为 37%左右, 同比增长 27%; 分产品方面, 抗肿瘤药由于罗红霉素产能瓶颈问题, 同比增长 20%左右; 心血管类药物由于他汀类原料药价格下降, 销售收入有所下滑; 内分泌和抗感染药都保持了 40%以上的快速增长 (扣除 2009 年达菲中间体的一次性贡献)。国内制剂的快速增长, 弥补了部分原料药出口的下滑, 而且在盈利的贡献上已超过了原料药。
- **定向增发获得批准。**公司近日收到证监会《关于核准浙江海正药业股份有限公司非公开发行股票的批复》(证监许可[2011]187号), 核准公司非公开发行不超过 6,100 万股新股。该批复自核准发行之日起 6 个月内有效。公司此次拟非公开发行股票不超过 6,100 万股, 募集资金不超过 136,575 万元, 发行价格不低于 22.53 元/股。募集资金将全部用于富阳制剂出口基地项目, 主要建设项目为: 年产细胞毒抗肿瘤药: 水针剂 2,500 万瓶、冻干粉针 2,500 万瓶、固体制剂 1.6 亿片粒; 培南类注射剂: 无菌分装粉针 200 万瓶、冻干粉针 200 万瓶; 非细胞毒注射剂 (抗结核病类药等): 冻干粉针 1,000 万瓶等。
- **制剂出口稳步推进。**富阳基地是公司未来立足于大规模制剂出口的基石。规划 4 条原料药生产线, 3 条注射剂生产线, 一个 70 亿片的固体制剂车间。其中奥利司他原料药发酵生产线去年已正式投产, 预计贡献销售收入 2 亿元左右, 基本能维持富阳基地的正常运转; 产能 70 亿片的口服固体制剂车间已通过国内 GMP 认证, 今年将正式投产; 注射剂车间已完成部分设备的安装和调试工作。从 2011 年开始, 公司计划每年向美国 FDA 申报 10 个 ANDA, 争取到 2015 年拥有 50 个 ANDA 文号和 10 个欧盟制剂文号,

其中包括高端的挑战专利品种。不过，由于富阳基地的标准很高，建设周期较长，预计公司 2012 年之后才能正式踏上美国 FDA 的认证之路，正式开启大规模制剂国际化的进程。

- **转型过渡期承接国际间产业转移。**近年来，跨国制药企业在成本压力的推动下，纷纷采取业务外包的模式，从原来的静态供应链转为动态供应链，这样就为海正这样具备国际对接能力的企业带来了产业转移的机遇。由于通向国际规范市场的制剂认证之路较为漫长，公司将在目前这两年的转型过渡期内承接国际大型制药公司的产业转移项目，一方面可以提高产能利用率，增强盈利能力，另一方面能提升 cGMP 理念、EHS 体系和国际化项目管理等综合能力。公司目前合作的跨国制药企业已增加到 4 家，除了之前的恩拉霉素和万古霉素项目，还增加了几个新的品种。此外，由于高标准的新版 GMP 推出，部分外资企业的车间也需要改造，产能瓶颈严重，公司的口服固体制剂车间也考虑承接一部分外企在国内制剂代工项目，虽然利润率不高，但也能带来一部分收入和利润，而且为将来制剂出口积累经验。
- **国内制剂还看营销改善。**公司国内制剂的产品众多，过去由于营销上的短板，增长一直不快。最近几年，公司加强对省医药工业公司的管理，加快了国内制剂业务的增长。2010 年是海正的“营销年”，新增覆盖了 2,000 多家医院，制剂销售加速增长。公司今年将继续“营销年”的规划，通过进一步的营销改善来充分发挥研发突出的优势。在制剂出口尚需时日的过渡期，短期内国内制剂业务将是海正增长的重要动力。
- **十二五规划目标远大。**公司在过去的十一五期间，为从原料药向制剂转型付出了艰苦的努力，也收获了国内制剂稳步增长的丰硕成果。在新的十二五规划中，公司计划到 2015 年将医药工业做到 100 亿元的销售收入，医药商业做到 50 亿元的规模。公司 2010 年医药工业的销售收入才 20 亿元出头，要实现这个目标，销售收入需要五年复合增长 35%！公司制订的宏伟规划，彰显了对未来发展的信心，将来公司在制剂出口取得突破之后，有望带来爆发式的增长，实现 2015 年 100 亿的销售收入并非不可能。
- **盈利预测。**由于制剂出口路径曲折，进度低于我们此前预期，我们小幅下调了 2010 年的销售收入和盈利，不考虑增发后股本摊薄的影响，预估 2010-2012 年 EPS 分别为：0.71、1.06 和 1.40 元，国内制剂的加速增长和承接跨国制药企业的订单使得公司将重新步入快速增长轨道。公司处于制剂出口取得突破前的转型期内，我们认为可以适当给予较高估值，维持长期“推荐”评级。
- **风险因素。**大量固定资产投入带来的折旧压力；国际间产业转移的订单可预测性较低。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2012	2423	2847
货币资金	641	448	547	648
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	606	681	831	984
其他应收款	4	4	5	6
存货	580	636	748	866
非流动资产	3148	4067	4460	4813
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	2741	3383	3855
在建工程	933	766	533	417
油气资产	0	0	0	0
无形资产	361	351	341	330
资产总计	5199	6079	6883	7659
流动负债	1485	1874	2154	2236
短期借款	671	791	1197	1172
应付票据	60	81	110	109
应付账款	421	422	505	596
其他	333	580	341	358
非流动负债	1283	1480	1480	1480
长期借款	1226	1399	1399	1399
其他	57	81	81	81
负债合计	2768	3353	3633	3715
股本	484	484	484	484
资本公积	882	882	882	882
未分配利润	814	1066	1528	2139
少数股东权益	40	48	59	74
股东权益合计	2431	2725	3250	3944
负债及权益合计	5199	6079	6883	7659

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	272	345	513	679
折旧和摊销	211	229	295	350
资产减值准备	5	18	20	19
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	117	136	146
投资损失	1	-14	0	0
少数股东损益	6	8	11	15
营运资金的变动	143	86	254	230
经营活动产生现金流量	479	628	732	977
投资活动产生现金流量	-663	-1134	-705	-705
融资活动产生现金流量	621	313	72	-171
现金净变动	437	-193	99	101
现金的期初余额	404	641	448	547
现金的期末余额	841	448	547	648

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4477	5466	6476
营业成本	2892	3174	3731	4323
营业税金及附加	27	31	37	44
销售费用	232	260	328	401
管理费用	411	475	590	712
财务费用	78	117	136	146
资产减值损失	20	15	16	18
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	14	0	0
营业利润	343	420	627	831
营业外收入	22	10	10	10
营业外支出	15	5	5	5
利润总额	351	425	632	836
所得税	72	72	107	142
净利润	279	353	524	694
少数股东损益	6	8	11	15
归属母公司净利润	272	345	513	679
EPS (元)	0.56	0.71	1.06	1.40

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	11.8%	22.1%	18.5%
营业利润增长率	42.4%	22.5%	49.2%	32.6%
净利润增长率	39.4%	26.8%	48.7%	32.3%
盈利能力(%)				
毛利率	27.8%	29.1%	31.7%	33.2%
净利率	6.8%	7.7%	9.4%	10.5%
ROE	11.4%	12.9%	16.1%	17.5%

偿债能力(%)

资产负债率	53.2%	55.2%	52.8%	48.5%
流动比率	1.38	1.07	1.12	1.27
速动比率	0.97	0.72	0.76	0.87

营运能力(次)

资产周转率	0.86	0.79	0.84	0.89
应收帐款周转率	7.31	6.56	6.84	6.74

每股资料(元)

每股收益	0.56	0.71	1.06	1.40
每股经营现金	0.98	1.30	1.51	2.02
每股净资产	4.94	5.54	6.60	8.00

估值比率(倍)

PE	69.09	54.50	36.66	27.70
PB	7.87	7.02	5.89	4.86

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。