

公司业绩将快速发展，制剂出口前景广阔

—海正药业调研报告



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

投资要点:

1. 近期我们调研了海正药业，和管理层就公司的经营及出口制剂基地建设及新药研发等问题进行了沟通。制剂出口基地建设进展顺利，建设项目主要是注射制剂，注射制剂进入门槛比较高，目前国际上还是比较紧缺的，注射制剂基地建设主要面向国际，以美国FDA的GMP认证要求来建设。

2. 制剂出口基地面向的主要品种是抗肿瘤药以及高端抗感染药培南类。目前厂房土建已基本完成，预计2012年能全部完工，2013-2014年通过美国和欧盟的GMP认证，从而实现制剂产品的出口。

3. 对于国外生产批件的取得，公司计划每年取得8—10个，将从多方面着手，以取得仿制药的批件为主，公司还争取以专利药模式每年申请1—2个生产批件。

4. 公司的营业收入快速增长，从2001年的5.76亿元增长到2010年的45.45亿元，毛利率从2006年的22.84%上升到2010年的29.25%。抗肿瘤药物市场占有率高，毛利率保持高水平，2007-2010年一直在80%以上。抗感染药物往高端发展，毛利率从2004年的-15.27%上升到2010年的53.17%。

5. 公司注重新产品研发，创新生物新药肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白，目前已经完成II期临床试验，将进行III期临床试验，批量生产贡献业绩需待时日。抗核辐射药物技术创新研究项目，目前处于研发阶段。

6. 新版GMP的实施对公司来说是利好，公司富阳基地是按照国际标准建设的，符合国家新版GMP标准，这样公司就赢得了先机，特别是注射剂的产能。

7. 公司十二五规划是到2015年实现销售收入150亿，其中医药工业100亿元、医药商业50亿元，年复合增长率达30%。

8. 预计公司2011年、2012年营业收入分别为53.17亿元和70.19亿元，净利润分别为4.89亿元、7.66亿元，每股收益为0.91元、1.43元。给以推荐评级。

风险提示:

公司制剂出口进度慢于预期，国内制剂销售低于预期。

海正药业 600267

2011-5-17

评级

推荐（首次）

目标价格

42.00

当前价格

36.69

基础数据

总市值(百万)

18793.7

总股本/流通股本（百万）

524.82/483.78

流通市值（百万）

17324.16

每股净资产

7.88

净资产收益率

13.56

交易数据

52 周内股价区间

45.30/22.55

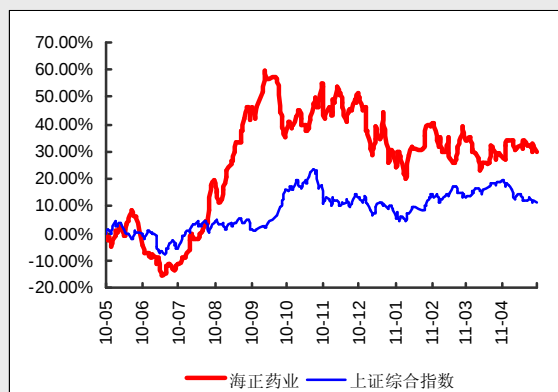
10 年市盈率

52.65

市净率

4.56

一年期走势图



行业研究员：张欣

联系人：林兴秋

证书编号

S0820208030013

电话

021-32229888-3510

E-mail

linxingqiu@ajzq.com

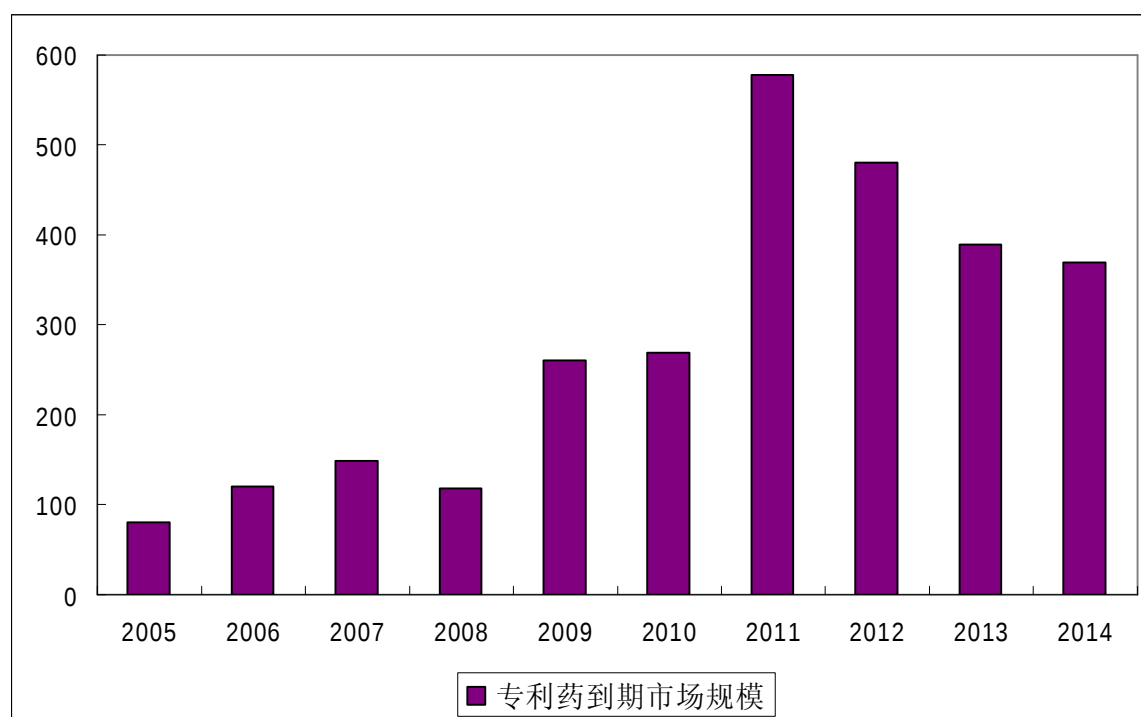
相关报告

一、公司战略目标清晰，出口基地建设进展顺利

公司的主要收入来源是原料药和国内化学制剂。公司形成了原料药外销和原料药合同生产两大成熟业务，国内制剂和国际制剂两大成长业务，基因药、创新药等新兴业务。制剂业务是公司产品与产业结构调整的重要举措，其中国内制剂业务已然成为公司重要的板块。国际制剂业务方面也探索新的合作模式，通过与国外客户合作进入欧盟市场，创立了“自主品牌制剂商业新模式”。“十二五”期间，公司在全面释放“十一五”产品和产能储备并延伸到市场经营的基础上，将完成从“国际原料药工厂”转型为“品牌仿制药公司”。目前累计已有15个制剂品种在近40个国家注册。其中：制剂他克莫司胶囊在欧盟27个国家、美罗培南粉针在吉尔斯坦和土库曼获得上市批准。

制剂出口基地建设进展顺利，建设项目主要是注射制剂，注射制剂进入门槛比较高，目前国际上还是比较紧缺的，注射制剂基地建设主要面向国际，以美国FDA的GMP认证要求来建设，注射制剂的生产设备都是进口的，投资预算也从原来的3亿多元增加到现在的13多亿元，公司投资的加大，表明公司对出口制剂的决心和信心。制剂出口基地面向的主要品种是抗肿瘤药以及高端抗感染药培南类。目前厂房土建已基本完成，预计2012年能全部完工，2013—2014年通过美国和欧盟的GMP认证，从而实现制剂产品的出口。随着国际专利药到期数量的迅速增加，仿制药出口市场面临着巨大的机会，公司在近几年和国际客户合作中积累了丰富的国际业务经验，预期公司可以分享其中的机遇，加速公司的发展。

图 1：专利药到期的市场规模（亿美元）



资料来源：IMS，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

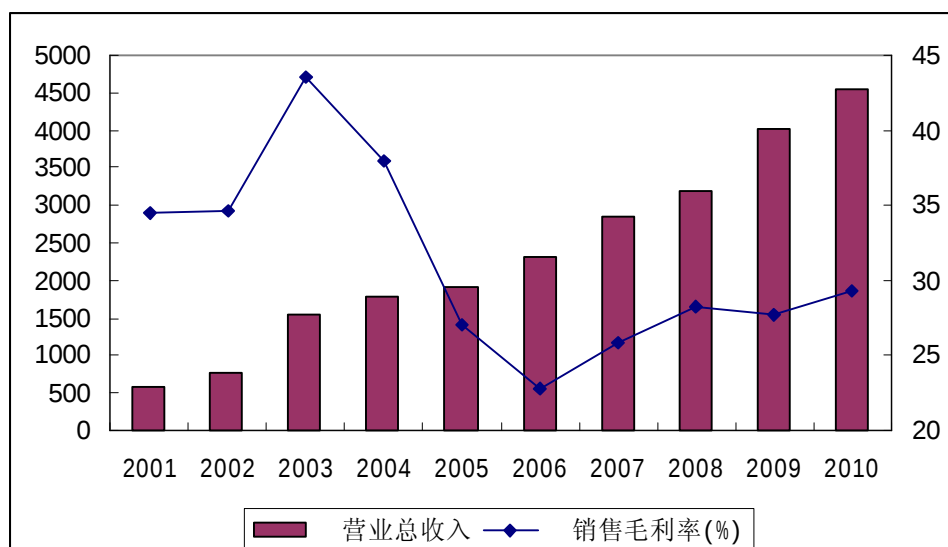
公司研究

对于国外生产批件的取得，公司计划每年取得8—10个，将从多方面着手，以取得仿制药的批件为主，包括购买方式和自主申请取得，公司于2010年成立了美国分公司，目前主要是从事原料药、制剂产品的FDA 注册，公司还争取以专利药模式每年申请1—2个生产批件。

二、营业收入快速增长，毛利率逐步上升

公司的营业收入从2001年的5.76亿元增长到2010年的45.45亿元，毛利率在2005年、2006年有所回落，分别为27.03%、22.84%，达到低谷，之后公司通过不断改变产品结构，化学制剂产品比重不断上升，毛利率从2006年的22.84%上升到2010年的29.25%。预计2011年实现主营业务收入52.18亿元，实现利润总额5.84亿元，较去年同期分别增长17%和30%。

图2：公司营业收入和毛利率（单位：百万元）

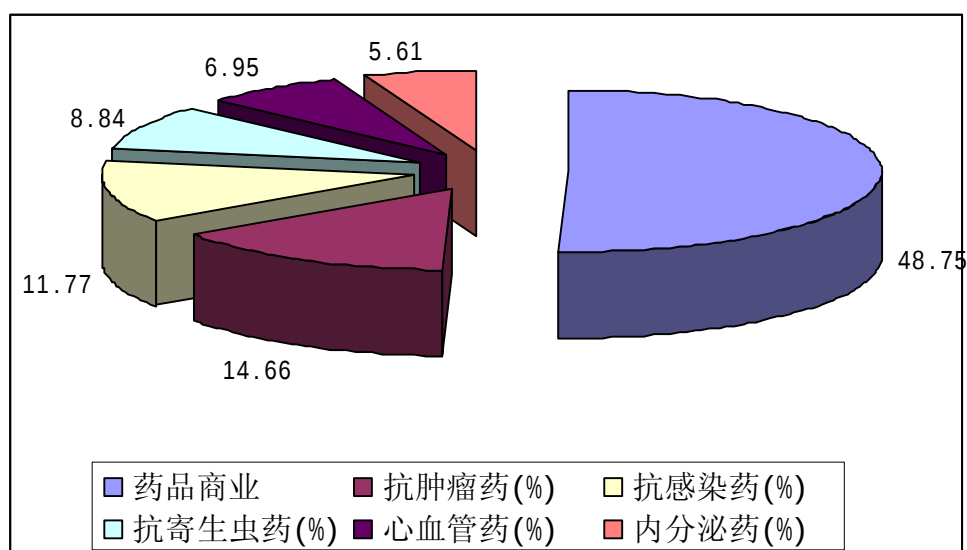


资料来源：公司公告，爱建证券

三、产品结构合理，盈利能力稳步提升

公司收入主要是医药工业和医药商业，医药工业占收入的比重为49.50%，医药商业占收入的比重为48.75%。医药工业毛利率较高，是公司利润的主要来源。医药工业的各类产品中，抗肿瘤药占收入比重为14.66%，抗感染药占比为11.77%，抗寄生虫药占比为8.84%，心血管药占比为6.95%，内分泌药占比为5.61%。

图3：公司产品占营业收入的比重（%）

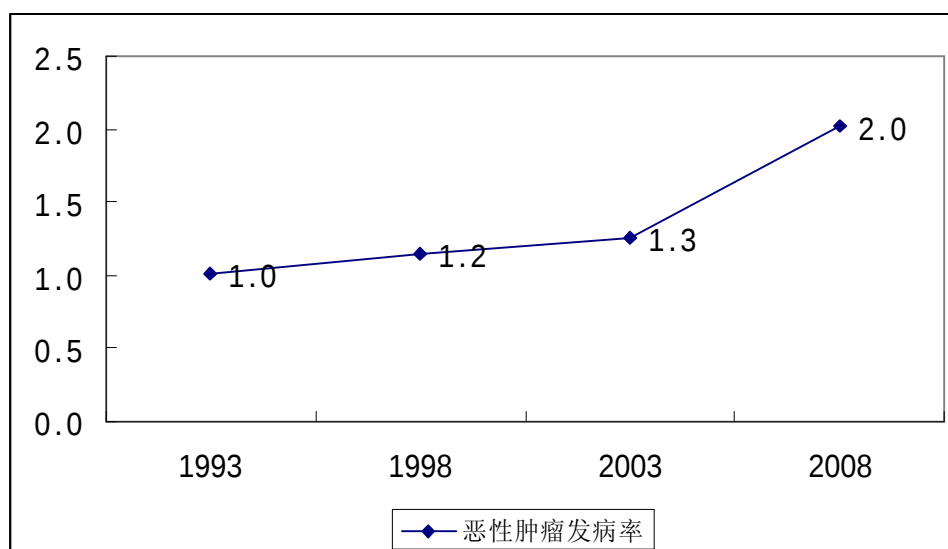


资料来源：公司公告，爱建证券

1. 抗肿瘤药物市场占有率高，向高端产品发展

公司是国内抗肿瘤药物重要生产基地，生产抗肿瘤药的原料药和制剂，毛利率保持高水平，2007—2010年一直在80%以上。随着老龄化的进展、生活压力加大、生活环境污染的趋重，恶性肿瘤的发病率有快速上升的趋势，从2003年的1.3%猛增至2008年2.0%，我国人口基数大，肿瘤药物的药物治疗费用高，预计抗肿瘤药物行业将保持较快的增长。

图4：我国恶性肿瘤发病率（单位：%）

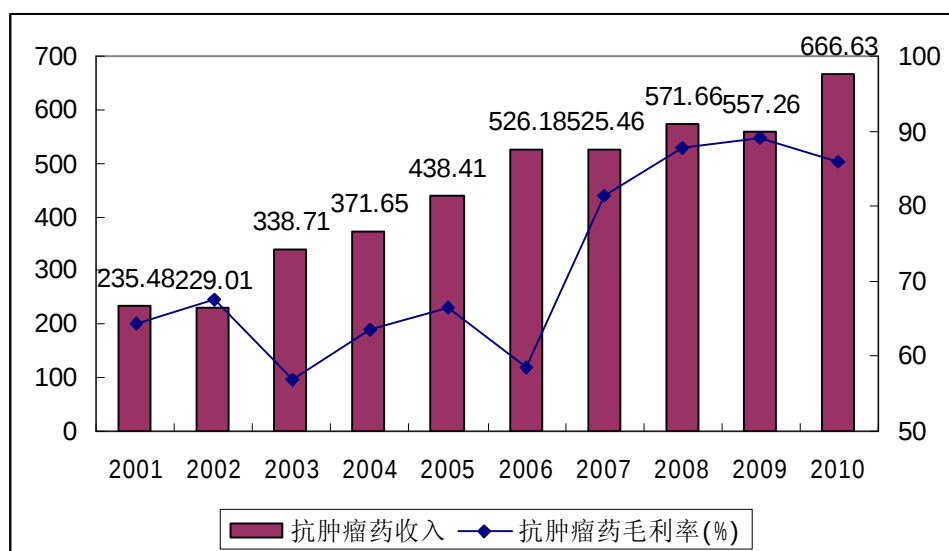


资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司抗肿瘤药物2010年的营业收入为6.67亿元，毛利率为85.87%，是公司盈利能力较高的产品，占公司自有产品毛利额的47%。作为公司的拳头产品系列，抗肿瘤药物有新品种不断上市，加上医院营销市场的不断开拓，覆盖医院数量的增加，抗肿瘤药物的收入和利润将不断增长。

图5：公司抗肿瘤药物的营业收入及毛利率（单位：百万元）

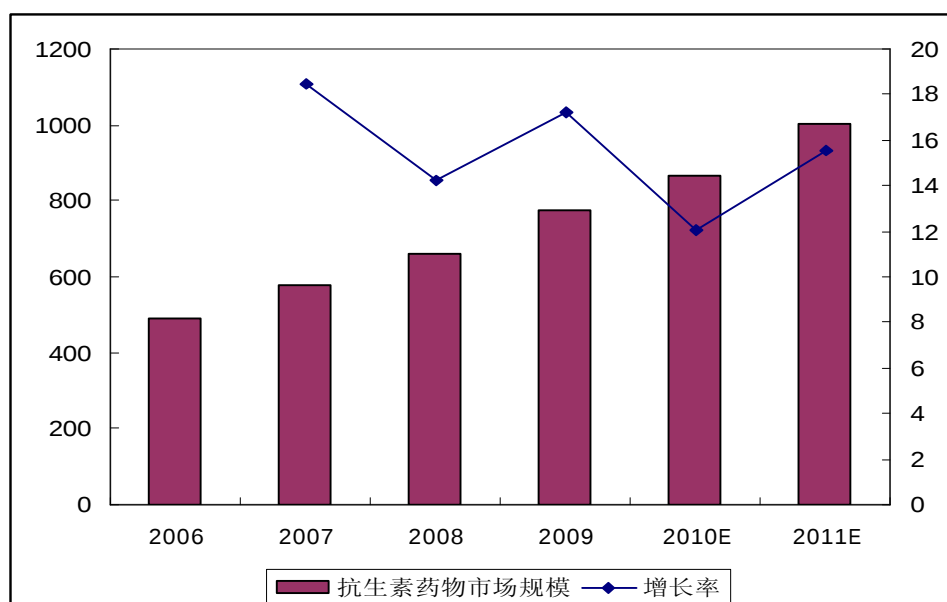


资料来源：公司公告，爱建证券

2. 抗感染药物往高端发展，毛利率快速提升

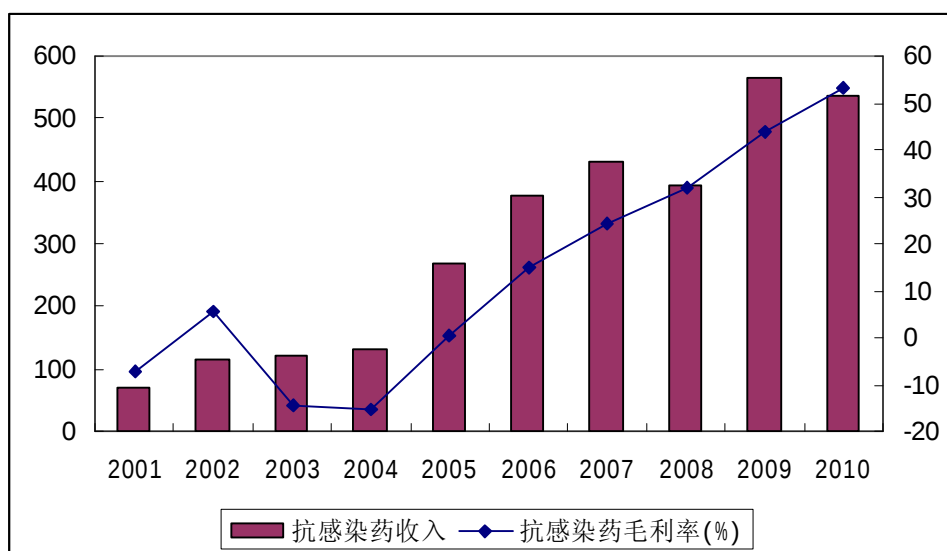
抗生素是医药品种中的基础性用药，市场规模比较大，2006年我国抗生素药物的市场规模为489亿元，到2009年上升到775亿元，我们预计未来抗生素市场将保持稳步增长。普通抗生素生产厂商很多，竞争激烈，公司走的是高端抗生素—培南类，培南类的放量带动销售收入的增长以及毛利率的上升。毛利率从2004年的-15.27%上升到2010年的53.17%，销售收入也从2004年的1.32亿元上升到2010年的5.35亿元。2010年的销售收入较2009年略有下降，主要是因为2009年达菲中间体的2亿元的一次性收入，扣除该因素，2010年保持较高的增长率。随着富阳基地的建成，抗感染药物将迎来较快的发展。

图6：我国抗生素药物市场规模及增长率（亿元，%）



资料来源：广州标点医药信息有限公司，《我国抗生素原料药及制剂市场研究报告》，爱建证券

图7：公司抗感染药销售收入及毛利率（单位：百万元）



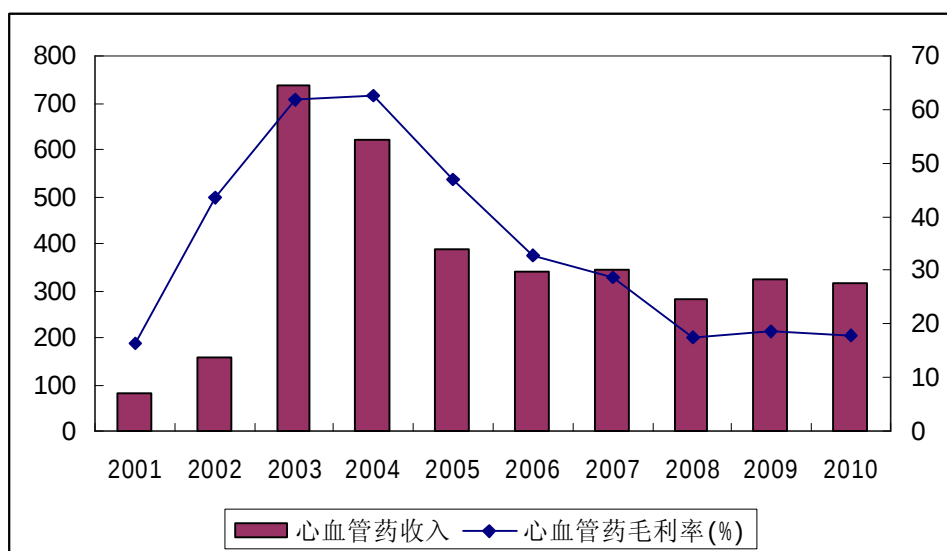
资料来源：公司公告，爱建证券

3. 心血管药将保持平稳发展

随着人们物质生活水平的提高，饮食结构的改变、运动量的减少，高脂血症的人数越来越多，公司在心血管药方面主要是他汀类药物，原料药的销售占比较大，制剂的销售占比较小，因此销售毛利率比较低，预计未来心血管药将保持平稳发展。

请务必阅读正文之后的重要声明

图8：心血管药销售收入及毛利率（单位：百万元）

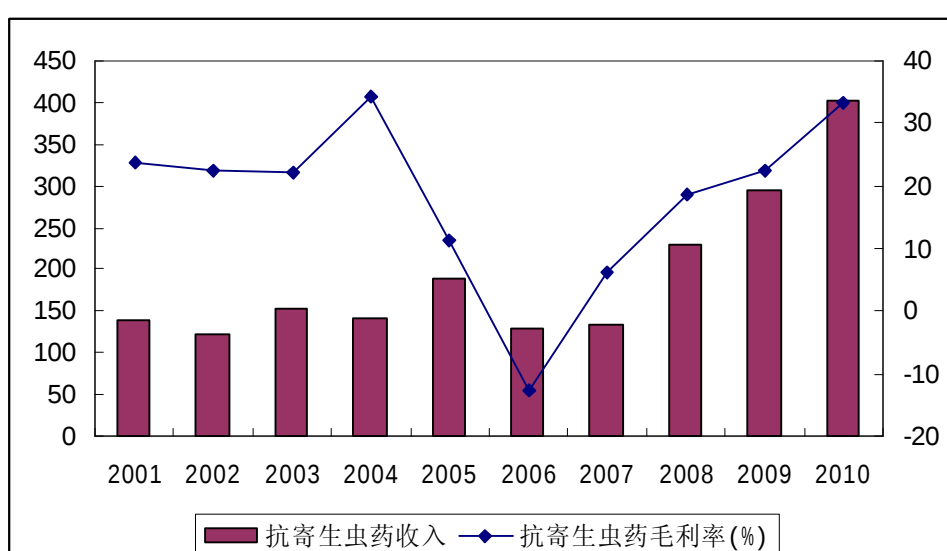


资料来源：公司公告，爱建证券

4. 抗寄生虫药进入快速成长期

抗寄生虫药从2007年开始进入快速成长期，2007年到2010年的销售收入分别为1.35亿元、2.30亿元、2.95亿元、4.02亿元。毛利率也从2006年开始快速上升，从2006年的-12.76%上升到2010年的33.35%。抗寄生虫药后续产品储备丰富，未来成长可以值得期待。

图9：抗寄生虫药销售收入及毛利率（单位：百万元）



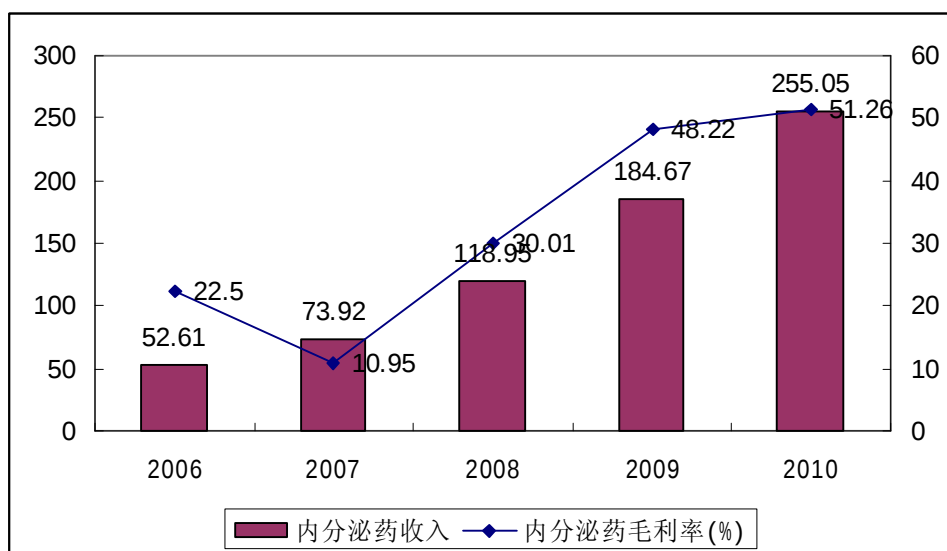
资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

5. 内分泌药高速增长可以延续

随着人们生活节奏的变化，生活水平的提高以及生活规律的改变，饮食结构的改变、运动量的减少，糖尿病以及肥胖病的发病率快速上升。在糖尿病以及肥胖病的发病率上升的背景下，公司的内分泌药阿卡波糖以及奥利司他快速增长，销售收入从2007年的1.1亿元增长到2010年的2.6亿元，在收入增长的同时，毛利率也快速上升，从2007年的10.95%上升到2010年的51.26%。

图10：内分泌药销售收入及毛利率（单位：百万元）



资料来源：公司公告，爱建证券

四、研发投入增加，新药储备丰富

公司注重新产品的研发，公司抓住生物制药产业化的时机，升级研发体系和技术平台，着力推进小分子药物向大分子药物升级，重点开展脂质体、纳米制剂、靶向制剂、控缓释和速释、大分子给药系统等型制剂的研究。创新生物新药肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白是治疗关节炎的药物，目前已经完成II期临床试验，将着手III期临床试验，批量生产贡献业绩需待时日。

公司与第二军医大学、军事医学科学院毒物药物研究所、军事医学科学院放射与辐射医学研究所共同进行抗核辐射药物技术创新研究，目前处于研发阶段，暂时不能贡献业绩，不过公司从化学制药向大生物、大健康产业发展的战略是清晰的。

创新药方面：公司完成500个化合物的药效筛选和10个候选化合物的药理研究；申请国内国际化合物专利5项；有3个新药今年有望申报临床试验。截至2010年底公司已有24个API品种获FDA注册，17个API品种获COS证书。仿制药研发方面：公司依托特色微生物发酵及半合成、分子改良、手性催化、色谱分离、杂质鉴定与分离等关键技术，拥有100多个首仿产品，2010年完成了12个避工艺专利产品的开发，同时完成8个大品种的技术改造。富阳基地的建成，将为公司新药研发特别是生物创新新药研发打下结实的基础。

请务必阅读正文之后的重要声明

五、公司盈利预测

公司的主要收入来源是原料药和国内化学制剂以及医药商业，公司在抗肿瘤药、高端抗感染药物、抗寄生虫药等方面优势明显，公司近几年成功完成了从原料药企业转型为化学制剂企业。新版 GMP 的实施对公司来说是利好，公司富阳基地是按照国际标准建设的，符合国家新版 GMP 标准，这样公司就赢得了先机，特别是注射剂的产能。公司十二五规划是到 2015 年实现销售收入 150 亿元，其中医药工业 100 亿元、医药商业 50 亿元，年复合增长率达 30%。预计公司 2011 年、2012 年营业收入分别为 53.17 亿元和 70.19 亿元，净利润分别为 4.89 亿元、7.66 亿元，每股收益为 0.91 元、1.43 元。给以推荐评级。

表1：公司收入盈利预测（单位：百万元）

利润表	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4003.47	4544.51	5317.08	7018.54
减：营业成本	2892.14	3215.19	3668.78	4751.55
营业税金及附加	27.38	25.58	29.93	39.51
营业费用	232.28	281.94	329.87	435.43
管理费用	410.61	536.09	627.22	827.94
财务费用	77.50	54.71	86.21	62.89
资产减值损失	20.26	39.86	0.00	0.00
加：投资收益	-0.56	41.94	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.07	-0.07	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	342.81	433.01	575.06	901.22
加：其他非经营损益	7.86	16.95	0.00	0.00
利润总额	350.66	449.96	575.06	901.22
减：所得税	71.96	75.61	86.26	135.18
净利润	278.70	374.35	488.80	766.04
减：少数股东损益	6.45	8.59	11.22	17.58
归属母公司股东净利润	272.25	365.76	477.58	748.46
每股收益(EPS)	0.519	0.697	0.910	1.426

资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师,在此申明,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅15%以上

推 荐 : 预期未来6个月内,个股相对大盘涨幅5%~15%

中 性 : 预期未来6个月内,个股相对大盘变动在±5%以内

回 避 : 预期未来6个月内,个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅5%以上

中 性 : 预期未来6个月内,行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内,行业指数相对大盘跌幅5%以上

请务必阅读正文之后的重要声明

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。