

证券研究报告

化学原料药



分析师 王晞
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

携手辉瑞, 国际合作深化

2011年6月2日

投资要点

事件:

公司发布公告, 与美国辉瑞公司签订《合资意向书》: 为进一步发挥公司在原料药、仿制药领先的研发、生产制造以及国内市场的品牌知名度优势, 和辉瑞公司在全球品牌认知度和全球制剂产品强大推广能力的优势, 双方拟共同投资设立合资公司, 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。合资公司投资总额约为 2.95 亿美元。

点评:

- **和辉瑞合作对短期和长期都构成利好。**众所周知, 辉瑞是全球排名前三的制药巨头, 2010 年实现营业收入 678 亿美元, 净利润 82.6 亿美元, 市值超过 1,600 亿美元。公司与辉瑞开展全面合作, 对目前的国际间转移生产 (短期贡献业绩) 以及未来制剂国际化 (长期利好) 都有着重大的意义: 1) 随着新药研发的日益艰难, 国际制药巨头为了提升效率, 降低成本, 纷纷将研发和生产等业务逐渐向以中国为代表的发展中国家转移, 造就了一批快速成长的新兴企业, 如国内研发外包 (CRO) 的翹楚药明康德等。海正拥有强大的研发能力、规范的生产标准以及国际接轨的 EHS 体系, 毫无疑问是国际药企转移生产 (CMO) 的首选合作对象。可以预计, 公司此次与辉瑞签订长期的合作协议, 很可能承接更多的转移生产订单 (中间体、原料药和制剂), 而且具有持续性, 将成为公司长期的利润增长点; 2) 长期而言, 公司的目标是实现仿制药国际化的宏伟蓝图, 而辉瑞拥有全球领先的研发体系和营销网络, 旗下也有一部分仿制药业务 (Greenstone), 与辉瑞合作有助于公司更快的和国际规范市场接轨, 加速仿制药国际化的进程。
- **国际合作的进一步深化。**在我们此前的报告中, 我们对海正的观点是今年主要看国际合作和国内制剂, 在医保药品降价的大背景下, 公司的部分制剂品种 (比如抗生素) 可能面临一定的降价压力, 国际合作将成为今年业绩增长的重要来源, 甚至有可能超预期。公司过去一直与美国礼来公司 (卷曲霉素等项目) 和先灵葆雅 (恩拉霉素等项目) 有着良好的合作, 今年年初又公布了与礼来公司动物保健品部 Elanco、辉瑞公司兽药保健品部及某制药企业的长期合作协议, 目前和辉瑞签订长期的全面合作协议, 意味着公司的国际合作进一步深化, 承接更多的国际间转移生产订单可期。我们认为, 海正之所以有能力与国际制药巨头在研发和生产等业务全面合作, 归功于公司多年来坚持国际化道路、注重研发和持续提升质量标准 (GMP、EHS 等), 长期的坚持和高投入使得公司在国际化方面走在了国内制药企业的前列。
- **盈利预测。**由于合作的细节不详, 我们暂时维持此前的盈利预测, 预估 2011-2013 年摊薄 EPS 分别为:

0.98、1.31 和 1.69 元，后面将视情况而定再作调整。随着公司国际合作的深化，承接国际间转移生产将有望使公司开始新一轮的高速增长，维持“推荐”评级。

- **股价表现催化剂**。国际合作带来业绩上的超预期；公布新的国际合作项目。
- **风险因素**。国际合作项目对业绩的影响可预测性较低；医保药品降价对公司国内制剂的销售可能产生负面影响。

附表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1999	2348	2759	3264
货币资金	494	551	653	777
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	627	764	904	1076
其他应收款	6	5	7	8
存货	655	768	890	1043
非流动资产	3923	4644	4982	5272
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	157	159	159	159
投资性房地产	12	12	12	12
固定资产	2069	3130	3807	4267
在建工程	1276	938	619	460
油气资产	0	0	0	0
无形资产	383	367	349	331
资产总计	5922	6992	7740	8536
流动负债	1579	1876	1923	1814
短期借款	451	670	829	595
应付票据	104	120	123	157
应付账款	426	510	602	692
其他	598	576	369	369
非流动负债	1598	586	585	585
长期借款	1506	506	506	506
其他	92	80	79	80
负债合计	3177	2461	2508	2399
股本	484	525	525	525
资本公积	882	2175	2175	2175
未分配利润	1090	1479	2097	2893
少数股东权益	46	57	73	92
股东权益合计	2744	4530	5232	6137
负债及权益合计	5922	6992	7740	8536

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	366	513	687	885
折旧和摊销	260	280	354	413
资产减值准备	13	23	22	23
无形资产摊销	22	16	17	18
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	55	96	75	70
投资损失	-42	-50	-50	-50
少数股东损益	9	11	15	20
营运资金的变动	40	177	240	275
经营活动产生现金流量	646	678	870	1083
投资活动产生现金流量	-742	-958	-655	-655
融资活动产生现金流量	190	337	-114	-304
现金净变动	94	57	102	124
现金的期初余额	641	494	551	653
现金的期末余额	735	551	653	777

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4545	5514	6529	7768
营业成本	3215	3770	4369	5121
营业税金及附加	26	31	37	44
销售费用	282	345	421	501
管理费用	536	662	797	948
财务费用	55	96	75	70
资产减值损失	40	45	50	60
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	42	50	50	50
营业利润	433	615	831	1074
营业外收入	27	20	20	20
营业外支出	10	5	5	5
利润总额	450	630	846	1089
所得税	76	106	144	185
净利润	374	524	702	904
少数股东损益	9	11	15	20
归属母公司净利润	366	513	687	885
EPS（元）	0.70	0.98	1.31	1.69

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.5%	21.3%	18.4%	19.0%
营业利润增长率	26.3%	42.0%	35.1%	29.3%
净利润增长率	34.3%	40.2%	33.9%	28.8%
盈利能力(%)				
毛利率	29.3%	31.6%	33.1%	34.1%
净利率	8.0%	9.3%	10.5%	11.4%
ROE	13.6%	11.5%	13.3%	14.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	53.7%	35.2%	32.4%	28.1%
流动比率	1.27	1.25	1.43	1.80
速动比率	0.83	0.82	0.95	1.20
营运能力(次)				
资产周转率	0.82	0.85	0.89	0.95
应收帐款周转率	6.94	7.48	7.40	7.41
每股资料(元)				
每股收益	0.70	0.98	1.31	1.69
每股经营现金	0.97	1.29	1.66	2.06
每股净资产	5.14	8.52	9.83	11.52
估值比率(倍)				
PE	51.50	36.73	27.42	21.29
PB	6.98	4.21	3.65	3.12

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 内幕交易防控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。