

化学制药

海正药业 (600267. SH) / 37.96 元
单抗即将进入收获期，看好公司长期发展

事项

公司发布业绩预增公告：预计2011年1-6月份净利润同比增长50%以上。

主要观点

（一）、营销改善渐显效果，国外销售、国内制剂双轨推进。海正药业是中国原料药领先企业，受益国际产业化转移良机，海正药业凭借强大的研发、EHS以及质量保证等优势，成为国外企业寻求合作的理想合作对象。此外公司积极实现产业升级，成功将公司原料药的优势延伸至制剂，逐渐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、创新药等新兴业务的业务发展结构。

今年上半年由于公司优势产品国内外市场拓展力度的加大，获得更多订单带动业绩的大幅增长。我们分析认为一方面公司经过多年的准备，生产定制业务渐入收获佳期。另外是由于营销方面2010年公司实施了国际制剂以全资子公司药业（美国）有限公司为桥梁，建设多层次的营销体系，开发较多新客户带动兽药、内分泌药物以及肿瘤原料药的国内业务发展；而国内制剂由于营销重心下移，覆盖医院增多等原因也带动国内肿瘤制剂的稳定发展。

（二）、新模式带来新发展。纵观公司发展历史，我们发现每一次产业模式的革新都迎来一次快速发展的新机遇。2003年获得辛伐他汀仿制药企的订单，销售大幅上涨；2006年开始公司聚焦高毛利的肿瘤原料药、国内制剂销售增长较快、以及向雅来提供万古霉素等多个因素导致业绩的二度上涨；截止2010年底公司共有24个API品种获FDA注册，17个API品种获COS证书，以及15个制剂在40个国家注册完成，公司开始朝着制剂打入国际市场的宏远目标不断迈进。公司即将和辉瑞合作研发专利到期药物并利用辉瑞的销售平台实现相关药物的销售，成为全球制药龙头的仿制药合作伙伴，公司制剂全球化进程加快，有望迎来发展的新起点。

（三）、十年磨一剑——单抗药物即将进入收获期。白总独具慧眼，投资生物制药的研发十年，海正药业每年研发投入较大，公司技术中心有20多位来自美国、德国、意大利等海外高级研究人员，和国内外的研究机构有着广泛的合作，公司生物制药也得到了长足的发展。目前公司已经具备了单抗从载体构建一大规模发酵一下游纯化的关键技术，抗体表达水平较高。并且创新生物新药肿瘤坏死因子受体抗体融合蛋白已经完成II期临床试验，III期临床和生产批件申请同时进行中，我们分析认为有望于今年年底或者明年年初获批。今年肿瘤坏

证券分析师：廖万国
 执业编号：S0360210100002
 Tel：0755-82027735
 Email：liaowanguo@hczq.com
 联系人：胡朝凤
 Tel：010-59370816
 Email：huchaofeng@hczq.com

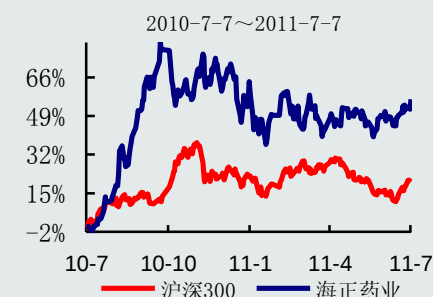
投资评级

投资评级：推荐
 评级变动：首次评级

公司基本数据

总股本(万股)	52482
流通A股/B股(万股)	48378/0
资产负债率(%)	45.41
每股净资产(元)	7.88
市盈率(倍)	196.18
市净率(倍)	4.82
12个月内最高/最低价	45.3/23.5

市场表现对比图(近12个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

死因子受体抗体融合蛋白新进多个省医保，未来公司产品上市后快速放量值得期待，单抗产品将成为公司业绩增长的新亮点。2009年肿瘤坏死因子单抗全球销售额达到220亿美元，并且多个该类药物将于2012-2016年间专利过期，不排除未来和辉瑞合作进入规范市场，分享国际单抗快速成长的盛宴。

（四）、投资建议：维持“推荐”评级。维持 2011/2012/2013 年 EPS 0.99/1.41/1.89 元的盈利预测，对应 PE 为 38X/27X/20X。公司受益国际产业转移，未来有望逐步实现仿制药物出口规范市场，并且国内制剂销售不断改进中，未来单抗产品获批，市场前景看好，维持“推荐”评级。

（五）、风险提示：汇率风险、国外业务不确定性大、国家抗生素相关政策的不确定性。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1999	2842	3865	5005
现金	494	1462	2433	3567
应收账款	627	551	595	591
其它应收款	6	4	4	5
预付账款	95	110	104	103
存货	655	599	611	622
其他	123	115	117	118
非流动资产	3923	3646	3512	3375
长期投资	157	58	77	97
固定资产	2069	1829	1604	1380
无形资产	383	438	490	526
其他	1314	1321	1340	1371
资产总计	5922	6488	7376	8380
流动负债	1579	1133	1370	1326
短期借款	451	200	441	364
应付账款	426	380	409	405
其他	702	553	521	557
非流动负债	1598	858	873	1077
长期借款	1506	806	806	1006
其他	92	53	67	71
负债合计	3177	1991	2244	2402
少数股东权益	46	53	60	68
股本	484	525	525	525
资本公积金	882	2138	2138	2138
留存收益	1333	1781	2410	3247
归属母公司股东权益	2698	4444	5073	5910
负债和股东权益	5922	6488	7376	8380

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	509	853	956	1187
净利润	374	528	748	999
折旧摊销	260	241	243	245
财务费用	55	92	37	17
投资损失	-42	-14	-18	-25
营运资金变动	-140	18	-41	-14
其它	2	-12	-12	-34
投资活动现金流	-668	38	-66	-49
资本支出	823	0	0	0
长期投资	-47	-94	16	20
其他	108	-56	-50	-28
筹资活动现金流	161	78	81	-5
短期借款	-220	-251	241	-77
长期借款	280	-700	0	200
普通股增加	0	41	0	0
资本公积增加	0	1256	0	0
其他	101	-268	-160	-129
现金净增加额	-2	968	971	1133

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4545	5559	6866	8474
营业成本	3215	3852	4731	5797
营业税金及附加	26	24	26	25
营业费用	282	339	429	530
管理费用	536	656	810	1000
财务费用	55	92	37	17
资产减值损失	40	25	28	31
公允价值变动收益	-0	10	20	30
投资净收益	42	14	18	25
营业利润	433	595	843	1129
营业外收入	27	20	23	23
营业外支出	10	12	12	11
利润总额	450	603	854	1141
所得税	76	75	107	143
净利润	374	528	748	999
少数股东损益	9	7	7	8
归属母公司净利润	366	521	740	991
EBITDA	748	928	1123	1391
EPS（元）	0.76	0.99	1.41	1.89

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	13.5%	22.3%	23.5%	23.4%
营业利润	26.3%	37.4%	41.8%	33.9%
归属母公司净利润	34.3%	42.4%	42.1%	33.9%
获利能力				
毛利率	29.3%	30.7%	31.1%	31.6%
净利率	8.0%	9.4%	10.8%	11.7%
ROE	13.6%	11.7%	14.6%	16.8%
ROIC	9.3%	14.5%	19.1%	26.0%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	30.7%	30.4%	28.7%
净负债比率	70.23%	59.11%	62.67%	65.42%
流动比率	1.27	2.51	2.82	3.78
速动比率	0.85	1.97	2.36	3.30
营运能力				
总资产周转率	0.82	0.90	0.99	1.08
应收帐款周转率	7	9	12	14
应付帐款周转率	7.59	9.56	12.00	14.25
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.99	1.41	1.89
每股经营现金	0.97	1.62	1.82	2.26
每股净资产	5.14	8.47	9.67	11.26
估值比率				
P/E	50.21	38.24	26.91	20.10
P/B	6.81	4.48	3.93	3.37
EV/EBITDA	29	23	19	15

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801