

# 海正药业 (600267)/7.65 元

## 还未看到复苏迹象

孙怀宇, CFA  
 86-755-82943260  
[sunhy@ccs.com.cn](mailto:sunhy@ccs.com.cn)

非周期性消费品 · 化学原料药

中性 A (维持)

海正药业公布了其 2005 年中期报告。根据最新数据,我们调整了经营预测。

- **毛利率显著回落。**2005 年上半年,海正药业共实现主营业务收入 9.7 亿元,同比增长 7.96%; 净利润 6765 万元,同比下降 40.8%; 每股收益 0.15 元。同期公司主营毛利率较去年同期减少 9.22 个百分点。
- **心血管药颓势未改。**自去年逐季下滑以来,海正的他汀类产品至今仍没有反弹的迹象; 目前的季度销售额与 2003 年爆发增长之前处于同一水平,毛利率还降低了 10%。由于他汀类产品的价格继续滑落,而且公司大幅减少了美伐他汀的产销量,除非普伐他汀带来惊喜,今年他汀类的大幅下滑难以避免。但 2006 年,辛伐他汀和普伐他汀的机会仍然存在。
- **抗肿瘤药表现亮丽。**抗肿瘤药今年上半年的销售额和毛利率同比分别增长 42% 和 4.8 个百分点。公司对抗肿瘤药近两年的增长前景非常看好,美国市场有较大的发掘空间。
- **新产品推动抗寄生虫药收入激增,但老产品的价格下跌使毛利率下跌。**抗感染药扭亏,但仍存在波动风险,且短期内难以产生显著新增利润。
- **资金压力加重。**资产负债表中,应收账款比期初上升 41.9%,比 8% 的同期收入增长明显偏高,提请关注下半年的消化情况。存货增加了 33%。短期借款继续增多,达到 5.4 亿元; 资产负债率升至 52.4%。
- 我们前期已初步下调了公司 2005 年盈利预测,同时将投资评级降为“中性”。我们对于公司 2006 年的经营反弹仍抱有希望。不过,由于目前还没有看到具体的复苏迹象,并且上半年应收帐款上升较快,我们短期内仍给予“中性”的评级。长期评级仍为“A”。

上证指数:

### 股本数据

A 股总股本(万)	44928
流通 A 股(万)	11520
流通市值(亿)	8.8

### 股价表现

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-22.5	-20.5
6 个月(%)	-30.4	-12.7
1 年(%)	-31.7	-10.6
52 周波动(元)	7.15 - 21.81	

### 股价走势



资料来源: 招商证券

### 相关研究

今年将稳中求升

3/22/2005

人民币升值对化学原料药行业的影响

7/22/2005

### 主要财务指标

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	177984	200184	223837	257455
同比增长率(%)	14.8%	12.5%	11.8%	15.0%
营业利润(万元)	30522	26348	36323	45181
同比增长率(%)	21.2%	-13.7%	37.9%	24.4%
净利润(万元)	21725	17499	24182	30117
同比增长率(%)	26.2%	-19.5%	38.2%	24.5%
主营利润率(%)	37.4%	31.5%	37.0%	38.5%
营业利润率(%)	17.1%	13.2%	16.2%	17.5%
净利润率(%)	12.2%	8.7%	10.8%	11.7%

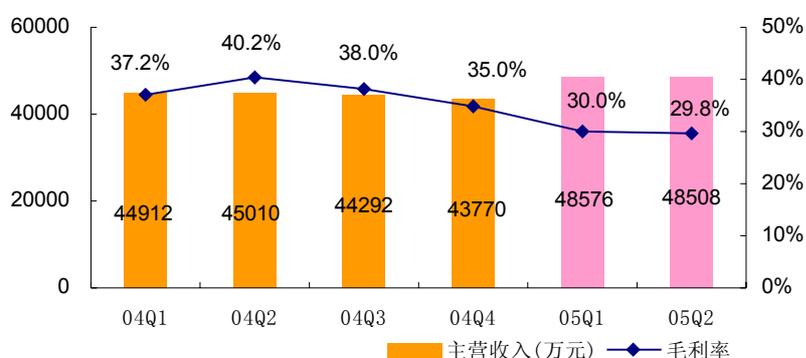
会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.48	0.39	0.54	0.67
每股净资产(元)	2.61	2.92	3.31	3.83
净资产收益率(%)	18.5%	13.3%	16.3%	17.5%
每股股息(元)	0.08	0.15	0.15	0.15
股息收益率(%)	1.1%	2.0%	2.0%	2.0%
负债率(%)	44.9%	37.8%	29.5%	26.1%
P/E(倍)	15.8	19.6	14.2	11.4
P/B(倍)	2.93	2.62	2.31	2.00
EV/EBITDA(倍)	9.2	10.0	8.0	6.8

### 上半年收入小幅增加，毛利率同比显著滑落

2005 年上半年，海正药业共实现主营业务收入 9.7 亿元，同比增长 7.96%；净利润 6765 万元，同比下降 40.8%；每股收益 0.15 元。同期，公司主营毛利率为 29.8%，较去年同期减少 9.22 个百分点。

分解各季度，第二季的收入稳定；虽然毛利率同比明显下滑，但环比有止跌企稳的迹象。

#### 2004-2005 年各季度之主营收入和毛利率



分解各产品，心血管药的收入和毛利率均表现惨淡，而抗肿瘤药与抗感染药的这两个指标则同步走高，为上半年业绩增添了一些血色。

#### 海正药业 2005 年上半年分类主营收入及毛利率

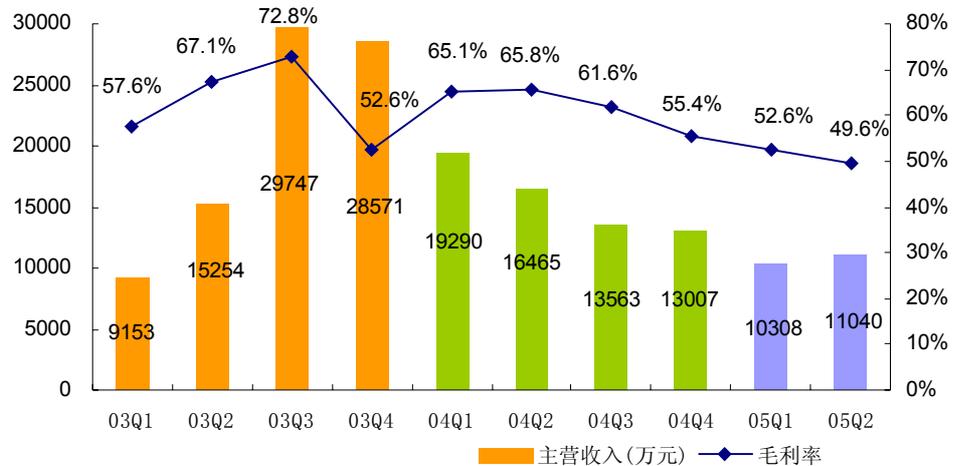
	主营业务收入	收入同比增长 (%)	毛利率 (%)	毛利率百分点增减
心血管药	21349	-40.3	51.1	-14.4
抗肿瘤药	22933	41.8	65.5	4.8
抗感染药	11614	73.7	1.5	25.6
抗寄生虫	11250	89.2	14.8	-25.0
其他	41394	38.2	2.8	-0.2
抵消	11457	149.2	-	-
合计	97084	7.96	29.8	-9.22

数据来源：公司 2005 年中报。收入单位：万元。

## 心血管药颓势未改

自去年逐季下滑以来，进入 2005 年，海正的他汀类产品至今仍未有反弹的迹象；目前的季度销售额与 2003 年爆发增长之前处于同一水平，毛利率还降低了 10%。

心血管药 2003-2005 年各季度之收入和毛利率



数据来源：公司财务报告，招商证券。

### ■ 出口量的潮起潮落

2003 年他汀类的爆发主要靠的是辛伐他汀放量，但短期暴涨之后，由于中间商 Synthron 消化存货，去年出口量马上又急剧萎缩，至今仍未回暖。今年，同样的退潮将发生在美伐他汀身上，只是原因来自公司自身的经营策略转变。美伐他汀是合成普法他汀的前体，去年，出于保持利润稳定增长等因素的考虑，海正在辛伐他汀毛利大幅“跳水”的严峻形势下，出口了大量的美伐他汀。如今，公司意识到，在美伐他汀上的急功近利，实际上支持了普法他汀的国外竞争对手。因此，海正下定决心，不再向竞争对手提供价格低廉的美伐他汀，以在更为长期的发展中有利于公司他汀类产品的经营发展。同样的理由，可作为辛伐他汀前体的洛伐他汀，一季度海正的出口量也出现锐减。

### ■ 价格的持续走低

2004 年，辛伐他汀和洛伐他汀的出口价格下降幅度非常大。进入 2005 年，跌势仍未停止。辛伐他汀 1 月份的市场参考价在 5500 元/公斤左右，而 7 月份的报价则集中在 4500 元附近；洛伐他汀一季度报价约 1500 - 1900 元/公斤，7 月则创出 1200 元/公斤新低。普法他汀的年内价格走势似乎较为平稳，但较去年也有下降。

他汀类原料药价格持续走低的产业背景是竞争的加剧。以洛伐他汀为例，三四年前国内只有一两家可规模化生产，目前则有十多家，且设计能力都不小（小的年产能 20 吨，大的一百多吨）。据健康网报道，在印度，除了原来的他汀龙头 Biocon，几乎所有的抗生素发酵厂家，如 Ranbaxy、Lupin、Aurobindo、Krebs、Concord Biotech 等，都在近两年相继进入洛伐他汀市场。辛伐他汀方面，今年上半年，浙江瑞邦和浙江康裕两家国内企业先后取得了美国 DMF 注册号，且已有下游厂商激活。他汀类原料药的竞争（包括规范市场的竞争）正日益白热化。

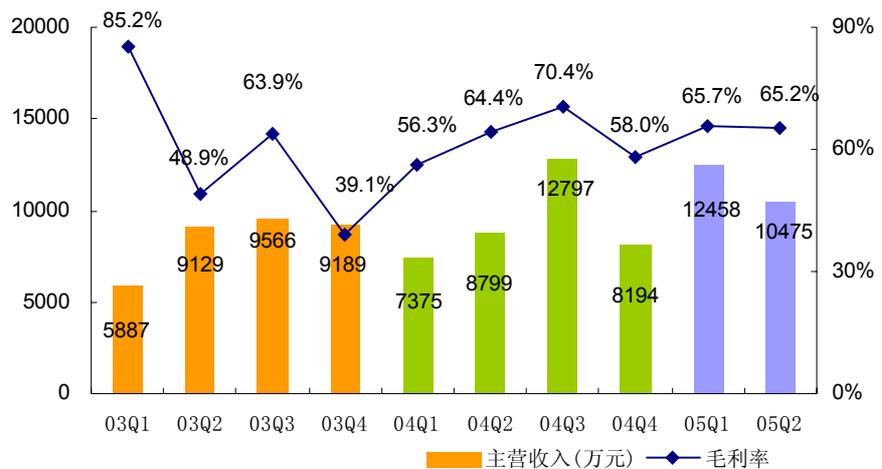
■ **反弹的机会**

调整思路后的海正，将收缩洛伐他汀、美伐他汀作为中间体的出口规模，重点发展辛伐他汀和普伐他汀。据说，这两个产品正分别和美国的 MERCK 和法国的赛诺菲合作，进行生物等效性试验。MERCK 是辛伐他汀的专利生产商，其美国专利将于 2006 年 6 月完全到期。今年一季度，受到美国同类产品的竞争影响，MERCK 的辛伐他汀产品 Zocor 销售收入下跌 4.8%。预期竞争在专利期满后会更加激烈的 MERCK，计划采取成本节约措施来应对不利环境，采购价格低廉的原料药应该是一种选择。如果海正真能在 2006 年向 MERCK 大量供应辛伐他汀，则他汀的反弹力度将会很大。

继西班牙、英国、德国等地区的专利期满后，普伐他汀 2006 年将在欧洲迎来法国和瑞典的专利到期，因此，和赛诺菲的合作也孕育着普伐他汀最终放量的机会。

**抗肿瘤药增长显著**

**抗肿瘤药 2003-2005 年各季度之收入和毛利率**



数据来源：公司财务报告，招商证券。

海正的抗肿瘤药今年上半年表现亮丽，销售额和毛利率相比去年均明显攀升，同比分别增长 42% 和 4.8 个百分点。不过，二季度销售环比并未继续扩张。公司对抗肿瘤药近两年的增长前景非常看好，预期增长速度 30% 以上。理由主要基于三个产品：阿霉素、表阿霉素和去甲氧基柔红霉素的美国专利即将与 06 年到期。此外，阿糖胞苷、长春瑞滨等新品种也将逐步带来新增利润。目前，海正的抗肿瘤药原料药在美国的市场份额不高（仅 30%），与在欧洲的 70% 相距甚远，可挖掘的空间还是非常大的。

### 抗寄生虫药和抗感染药：仍有波动的可能

上半年，海正的抗寄生虫药销售收入同比增长了近 90%，应该和新产品如：富表甲氨基的推出有关。不过，今年以来，阿维菌素、依维菌素突然一改去年的强劲走势，价格一路下行，因而拖累抗寄生虫药毛利率同比降低 25 个百分点。目前，国内的阿维菌素、依维菌素又跟进了几家新的生产企业，竞争仍在加剧。因此我们认为，在新产品未占主导地位并取得竞争优势前，海正的抗寄生虫药业务仍难免动荡。

连续两年亏损的抗感染药终于扭亏，令人欣喜。不过我们也注意到，此项业务过去曾有反复，毛利率波动较频；此外，虽然万古霉素、美罗培南等项目的前景值得期待，但预计短期内难以带来有影响力的利润贡献。

### 资金压力继续加重

资产负债表中，应收账款比期初上升 41.9%，比 8% 的同期收入增长明显偏高，提请关注下半年的消化情况。存货增加了 33%。短期借款继续增多，达到 5.4 亿元；资产负债率升至 52.4%，资金压力日趋加重。

在业绩和资金的双重逼压下，公司的管理费用率降到历史新低，中期中期仅 12.3%，压缩开支的意图明显。

### 盈利预测与投资建议

在前期的《人民币升值对化学原料药的影响》的简报中，我们已经初步下调了公司 2005 年盈利预测，同时将投资评级降为“中性”。根据半年报的最新数据，我们正式调整了海正药业的主营业务预测以及最终的盈利预测，预计今年每股收益 0.39 元。

我们对于公司 2006 年的经营反弹仍抱有希望，预计每股收益 0.54 元。不过，由于目前还没有看到具体的复苏迹象，并且上半年应收帐款上升较快，我们短期内仍给予“中性”的评级。长期评级仍为“A”。

### 海正药业主营业务预测表

产品大类	2004		2005E		2006E		2007E	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
心血管药	62325	62.5%	42800	56.9%	60800	57.5%	69720	57.6%
抗肿瘤药	37165	63.5%	52031	65.5%	62437	65.5%	74925	65.5%
抗寄生虫药	14129	34.4%	22607	15.0%	14500	15.0%	14500	15.0%
抗感染药	13180	-15.3%	21746	1.5%	15000	1.5%	16500	1.5%
其他	51184	4.0%	61000	3.0%	67100	4.0%	73810	4.0%
合计	177984	37.9%	200184	32.0%	223837	37.4%	257455	38.9%

数据来源：招商证券研发中心。收入单位：万元。

### 附：财务预测表（万元）

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	22253	10000	10000	29696
应收帐款	21672	24375	27255	31349
其他应收款	213	0	0	0
存货净额	25954	31979	32899	36917
流动资产合计	72478	68851	72740	100885
长期投资合计	473	473	473	473
固定资产合计	139499	141155	137446	131970
无形资产	5530	4983	4436	3889
资产总计	217980	215462	215094	237217
短期借款	35000	36082	15108	10000
应付帐款	15571	10216	10510	11793
预收帐款	643	723	808	930
流动负债合计	81035	64935	46970	45560
长期借款	16414	16414	16414	16414
长期应付款	0	0	0	0
负债合计	97776	81349	63384	61974
少数股东权益	2772	2927	3081	3235
股本	44928	44928	44928	44928
资本公积金	26292	26292	26292	26292
留存收益	46211	59966	77409	100787
股东权益合计	117432	131186	148629	172007
负债权益总计	217980	215462	215094	237217

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	177984	200184	223837	257455
减：主营业务成本	110549	136212	140127	157244
主营业务税金及附加	790	889	994	1143
主营业务利润	66644	63084	82717	99068
加：其他业务利润	91	0	0	0
营业费用	6273	9008	11192	12873
管理费用	27508	25023	33576	39906
财务费用	2432	2705	1626	1108
营业利润	30522	26348	36323	45181
加：投资收益	4	0	0	0
补贴收入	62	0	0	0
营业外收入	117	0	0	0
减：营业外支出	1178	0	0	0
利润总额	29527	26348	36323	45181
减：所得税	7648	8695	11987	14910
减：少数股东损益	154	154	154	154
净利润	21725	17499	24182	30117

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	16373	7064	36839	39152
投资活动现金流量净额	(11983)	(9500)	(7500)	(6500)
筹资活动现金流量净额	(3353)	(5033)	(4681)	(4581)
现金期末余额	12365	10000	10000	29696
现金期初余额	11344	22253	10000	10000
现金净增加额	1036	(12253)	0	19696

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归招商证券所有。