



太平洋证券
PACIFIC SECURITIES

2019-09-04

公司点评报告

买入/维持

海正药业 (600267)

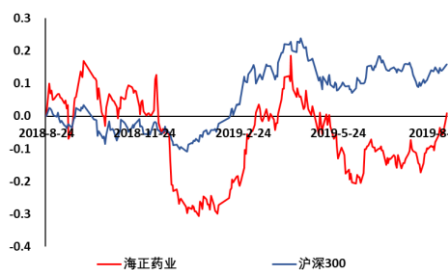
目标价: 17.60

昨收盘: 11.32

医疗保健 制药、生物科技与生命科学

海正药业 (600267): 海正博锐战投引入初步落地, 开启公司发展新局面

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	966/966
总市值/流通(百万元)	10900/10900
12个月最高/最低(元)	13.30/7.79

相关研究报告:

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-33329945

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190517110001

证券分析师: 王斌

电话: 010-88695263

E-MAIL: wangbin@tpyzq.com

执业资格证书编码: S1190118050039

事件: 公司公告, 截至9月3日海正博锐老股转让/增资扩股挂牌期已结束, 征集到一名符合条件的意向受让人, 即PAG Highlander (HK) Limited。

PAG: 亚洲最大的独立另类投资管理集团之一

PAG(太盟投资集团)成立于2002年, 是亚洲最大的独立另类投资管理集团之一, 旗下管理的资产近300亿美元。集团投资策略较为多元化, 主要针对私募股权投资、房地产和绝对回报等领域。在私募股权方面, 公司重点投资行业包括消费品和零售、TMT、医疗保健、金融服务和商业产品和服务等。该公司曾参与过康宁杰瑞、荣昌制药、国药租赁、吉林英联等医药企业的投资, 在医药领域有着较为丰富的投资经验。

战投引入落地, 利好海正博锐长期发展

海正博锐是海正药业整合了台州和富阳单抗类资产、上海百盈销售团队后形成的研发、生产和销售于一体的**单抗类生物药平台公司**。公司聚焦自身免疫性疾病和肿瘤领域, 目前在研生物药产品达20多项。**本投前估值不低于56亿元, 随着产品陆续上市放量和在研项目不断推进, 未来海正博锐估值仍会逐步提高。**我们认为引入战投利好海正博锐长期发展: 1) 公司仍有多个在研项目, 特别是英夫利昔单抗、曲妥珠单抗和利妥昔单抗等3个品种目前处于临床III期, 费用投入较大, 在研厂家间竞争激烈, 获得增资可提高研发投入的持续性, 确保临床试验和研发快速推进, 有助于在研品种尽早上市; 2) 海正博锐由单一国资控股转变为战略投资者控股、国资参股, 有利于加快内部员工激励计划进度, 确保人才队伍稳定; 3) 增资和转让完成后, 预计海正博锐会启动在港交所、科创板上市工作, 可以通过资本市场融资来支持后续研发。

公司资产负债率有望下降, 逐步释放利润

海正博锐股权转让后, 公司可回收大量现金, 偿还债务后可有效降低资产负债率, 降低利息支出, 释放利润。目前公司综合融资成本保持在5%左右, 假设老股转让部分收到的现金全部用于偿还有息负债, 每年可节约财务费用1.4亿元, 增加净利润约1.2亿元, 预计将在2020年业绩中开始体现。由于公司对海正博锐持股比例由100%降

低至 42%，预计海正博锐未来将不在纳入公司报表合并范围（仅确认投资收益）。由于海正博锐目前仍有亏损（研发投入大），公司不再合并该公司报表后，相应确认的亏损也会减少，**总体上增加海正净利润超过 1.2 亿元**。战投引入后，上市公司仍保留海正博锐 42% 股权，实现盈利后仍可持续增厚上市公司利润，未来海正博锐完成上市后，也能够尽快实现生物药资产的价值重估。

估值与投资建议——昔日王者，历史拐点！

我们预计海正博锐股权转让可为公司带来约 20 亿元投资收益，考虑到 19 年仍将计提资产减值、暂停研发项目等一次性费用，会减少 19 年利润，但历史遗留问题的解决有利于公司长期发展和利润释放。

公司今年以来加快非核心资产出让工作，包括房产转让、非核心研发子公司引入战投（导明医药）和减资（海正宣泰）、仿制药文号出让（海正宣泰）等工作，聚焦生物药、原料药和制剂 3 大主业。公司新任管理层上任以来着重加强内部管理体系，目前已初见成效，**19H1 扣非后实现盈利，标志着公司业务和管理均有望迎来历史性拐点：**

1) 高瓴资本进入瀚晖后优化管理，采用已成熟的 CSO 模式通过引进品种持续增长，预计后续瀚晖制药利润将稳健增长；2) 生物药板块价值严重低估。安佰诺扩产后开始快速增长，阿达木单抗已经报生产，有望于 19 年 Q4 获批，多个生物药进入临床 III 期，临近收获期；3) 化学创新药海泽麦布 III 期临床数据良好，已经申报生产并被纳入优先审评；4) 仿制药批文数量多，且没有存量，产能大，若能抓住国家集采政策，可充分发挥自身原料药制剂一体化的优势，有望充分利用固定资产，覆盖折旧支出；5) 未来公司将继续减少不必要的建设项目和提高研发效率，处置闲置资产/非核心项目和引入战投回收现金，突出生物药、制剂和原料药等主业，加强内部管控体系建设，生产/管理成本将不断降低，公司负债率&财务费用预计会逐步下降，利润将逐步释放。

海正药业 19 年合理估值 170 亿元（瀚晖 70 亿+生物药 75 亿+化学药-10 亿+原料药 30 亿+商业 5 亿）。其中：

1) 瀚晖制药 70 亿：预计 19/20 年净利润 6.61/8.07 亿元，增长 25%/22%，海正药业持有 51% 股权，权益净利润 3.37/4.12 亿元，按 19 年 20 倍 PE 计算，对应估值 70 亿元。

2) 生物药 75 亿：海正博锐估值 56 亿元+海晟药业估值 19 亿元，均按照一级市场价格给予估值。

3) 化学药-10 亿：化学药资产保守估值 50 亿（产品线估值+以固

定资产为主的资产估值), 扣除负债 60 亿(固定资产投入导致), -10 亿估值: 现有品种仍有较大增长潜力 18 年 2 亿净利润, 仿制药品种多报生产超过 50 个, 覆盖大品种, 受益国家集采, 创新药在研发 15 个, 其中海泽麦布 III 期临床数据良好, 多年研发投入成果开始显现, 在研产品梯队(仿制药、创新药)不错, 加上固定资产投入 50 亿, 合计保守给予 50 亿元估值; 化学药负债估计 60 亿, 扣除后, -10 亿估值。正在做减法: 卖批文、卖固定资产。

4) 原料药 30 亿: 2017 年净利润 2000-3000 万元。FDA 和欧盟禁止前正常净利润 3 亿元以上, 美国市场已经于 17 年 6 月解禁, 销售逐步恢复, 公司目前正在开拓积极开拓日本市场, 高毛利规范药政市场收入增加将带动盈利能力提升。公司同时正加大开拓国内市场开发和承接 CMO 业务, 将成为新的增长点。按 10 倍 PE 计算, 估值 30 亿元。

5) 医药商业 5 亿: 2018 年净利润 3100 万元, 有望继续保持稳定增长, 合理估值 5 亿元。

由于公司 19 年仍可能计提资产减值、暂停研发项目等一次性费用, 会减少 19 年利润, 但解决历史遗留问题有利于公司长期发展和利润释放。预计 20 年真实业绩将开始充分体现, 拐点确立。假设海正博锐老股转让/增资于年内完成并确认投资收益, 预计公司 19/20/21 年分别实现归母净利润 10.22 亿元、3.09 亿元和 5.25 亿元, EPS 分别为 1.06 元、0.32 元和 0.54 元。公司迎来管理&经营双重历史拐点, 目前市值 109 亿元, 明显低估, 19 年合理估值 170 亿元, 维持“买入”评级。

风险提示: 国家集采快速且全面推广的风险; 管理未理顺; 固定资产折旧&财务费用过多影响业绩等; 海正博锐增资/股权转让失败。

图: 海正药业盈利预测

盈利拆分及预测 (百万元)	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E
1、瀚晖制药											
收入	4319	4951	2821	3529	3978	3819	4583	5271	6009	6790	7604
yoy		15%	-43%	25%	13%	-4%	20%	15%	14%	13%	12%
(1) 辉瑞产品	2950	3568	1733	1932	2318	2202	2532	2786	3036	3279	3509
其中: 特治星	723	1009	20	47	300	441	500	600	700	800	900
(2) 海正产品	1369	1383	1088	1597	1660	1597	1551	1585	1672	1810	1996
(3) 代理销售						20	500	900	1300	1700	2100
净利润	445	511	252	351	489	529	661	794	937	1086	1239
yoy		15%	-51%	39%	39%	8%	25%	20%	18%	16%	14%
归母净利润	227	260	128	179	249	270	337	405	478	554	632
2、海正博瑞 (单抗资产)											
收入	19	75	8	30	35	150	300	550	920	1400	1900
安佰诺						150	300	500	750	1000	1200
阿达木单抗								50	150	300	500
其他品种									20	100	200
净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	100	250	350
归母净利润	-89	-83	-112	-115	-138	-200	-100	0	42	105	147
3、海正化学药											
收入	142	254	379	425	510	611	734	880	1057	1268	1521
归母净利润	-156	-185	-163	-149	-162	-200	-180	-100	-50	0	50
4、海正原料药											
收入	1716	1768	1525	1288	1520	1508	1608	1708	1808	1908	2008
归母净利润	300	325	125	-100	25	-100	-120	-30	20	70	120
5、医药商业											
收入	3188	3788	4180	4772	4772	4098	4303	4518	4744	4981	5230
yoy		19%	10%	14%	0%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
归母净利润	29	34	50	65	29	31	32	34	36	37	39
yoy		20%	45%	31%	12%	-14%	5%	5%	5%	5%	5%
6、其他 (内部抵消、减值等)											
收入	-779	-740	-145	-310	-243	0	0	0	0	0	0
资产转让贡献利润	0	0	43	34	7	15	2052	0	0	0	0
利润 (减值+暂停研发项目等一次性费用)	-9	-45	-58	-9	2	-308	-1000	0	0	0	0
归母净利润	-9	-45	-15	25	9	-293	1052	0	0	0	0
合计											
收入	8604	10097	8767	9733	10572	10187	11528	12378	13618	14947	16365
yoy		17%	-13%	11%	9%	-4%	13%	7%	10%	10%	9%
归母净利润	302	308	14	-94	14	-492	1022	309	525	766	988
yoy		2%	-96%	-796%	-114%	-3730%	-307%	-70%	70%	46%	29%
EPS	0.31	0.32	0.01	-0.10	0.01	-0.51	1.06	0.32	0.54	0.79	1.02

资料来源: 公司公告, 公司调研, 太平洋证券研究院 (1. 海正博瑞的持股比例自 2020 年起变为 42%; 2. 财务费用减少体现在原料药、化学药板块)

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
华北销售总监	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华北销售	韦珂嘉	13701050353	weikj@tpyzq.com
华东销售副总监	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyangyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	杨晶	18616086730	yangjinga@tpyzq.com
华东销售	秦娟娟	18717767929	qinjj@tpyzq.com
华南销售总监	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf1@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com
华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	张文婷	18820150251	zhangwt@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告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。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。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询价。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。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。