

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



海正药业 (600267. SH)

定制生产将步入收获期

投资要点

● **三季度稳健增长。**公司2011年前三季度实现营业收入、净利润36.29亿元、3.56亿元，同比分别增长10.84%、44.22%，每股收益0.68元。7-9月份实现营业收入、净利润分别为11.4亿元、1.2亿元，同比增长0.4%、30.9%，单季每股收益0.23元。公司利润增长大于收入增长，源于各项费用率的下降，前三季度公司营业费用率、管理费用率同比分别下降0.99、1.91个百分点，财务费用率持平。

● **定制生产将步入收获期。**公司目前正处于从原料药出口向制剂国际化产业升级的转型期，2011年API国际合作逐步步入合同定制收获期。目前富阳原料药生产基地正在接受国际认证，认证后将大力缓解公司的产能不足。

● **拓展国内制剂和制剂国际化是长期战略。**公司非公开募投项目全部投向制剂出口项目，目前与国外企业制剂的合作开发已初见成效。国内制剂方面，产品线日益完善。十二五期间制剂的收入占比将提升到30-50%。

● **维持“增持”评级。**预计公司2011、2012、2013年实现净利润5.07亿元、6.42亿元、8.13亿元，同比增长39%、27%、27%，每股收益0.97元、1.22元、1.55元，按照2011年40倍PE估值，合理估值38.8元。

医药生物

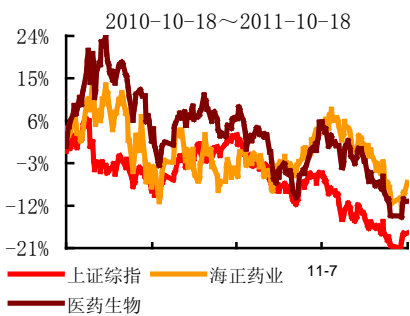
投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	维持
目标价格：	38.8

市场数据

市价(元)	34.59
上市的流通A股(亿股)	4.84
总股本(亿股)	5.25
52周股价最高最低(元)	31.71-45.3
上证指数/深证成指	2440.40/10513.49
2010年股息率	0.51%

52周相对市场表现



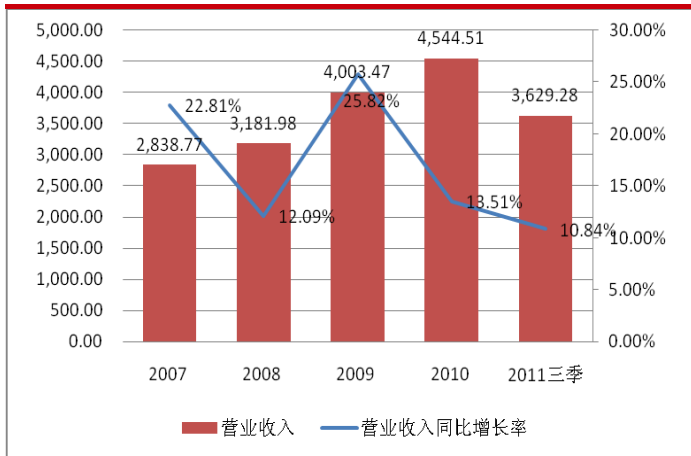
相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4544.51	5317	6163	7109
增长率(%)	13.51	17	16	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	365.76	507.11	641.54	813.42
增长率(%)	34.34	39	27	27
毛利率(%)	29.25	31	32	33
净资产收益率(%)	13.56	16	17	17
EPS(元)	0.76	0.97	1.22	1.55
P/E(倍)	49.63	37.95	30.00	23.66
P/B(倍)	6.37	6.00	5.00	4.13

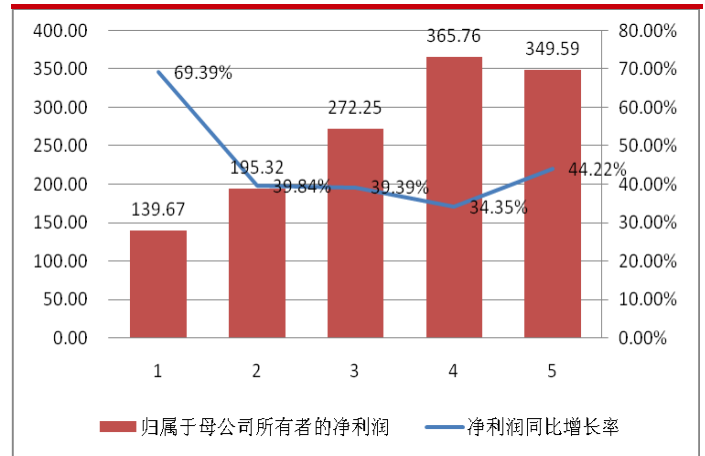
来源：公司年报、民族证券

图 1：公司近年营业收入



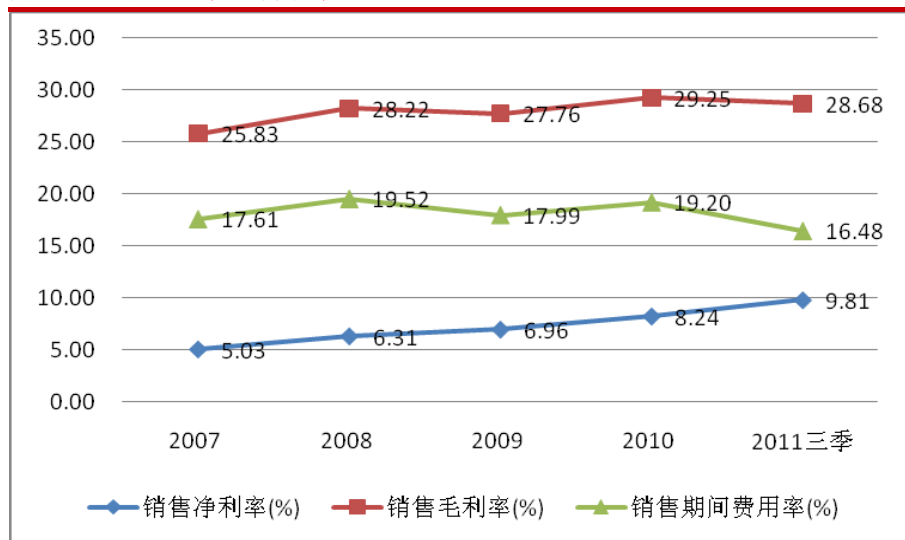
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
抗肿瘤药	66665	79998	95997	115197
增长率 (%)	19.63%	20.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	85.87%	85.00%	85.00%	85.00%
抗感染药	53528	58881	64769	71246
增长率 (%)	-5.42%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	53.17%	55.00%	55.00%	55.00%
心血管药	31585	31585	31585	31585
增长率 (%)	-2.38%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	18.02%	18.00%	18.00%	18.00%
抗寄生虫药及兽药	40210	54284	73283	98932
增长率 (%)	36.48%	35.00%	35.00%	35.00%
毛利率 (%)	33.35%	40.00%	40.00%	40.00%
内分泌药	25506	33158	42442	53053
增长率 (%)	38.12%	30.00%	28.00%	25.00%
毛利率 (%)	51.26%	56.00%	56.00%	56.00%
其他	7484	9730	12162	14594
增长率 (%)	38.10%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率 (%)	44.69%	45.00%	45.00%	45.00%
制剂出口	0	0	0	0
增长率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率 (%)	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
海正药品合计	224979	267635	320239	384607
增长率 (%)	13.61%	18.96%	19.65%	20.10%
毛利率 (%)	53.89%	56.32%	56.66%	56.85%
非海正药品	221565	254800	285376	313913
增长率 (%)	14.48%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率 (%)	3.92%	4.00%	4.00%	4.00%
总收入	446544	522435	605615	698521
增长率 (%)	14.03%	17.00%	15.92%	15.34%
营业成本率	70.81%	69.20%	68.15%	66.90%
毛利率 (%)	29.19%	30.80%	31.85%	33.10%

资料来源：民族证券

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	2979	3906	5104
现金及等价物	494	1235	1898	2805
应收帐款	750	877	1017	1173
存货	655	750	856	969
其它流动资产	100	117	136	157
非流动资产	3923	3544	3461	3251
长期股权投资	157	157	157	157
固定资产及其他	3346	2924	2774	2488
投资性房地产	12	12	12	12
无形资产	383	425	493	569
其它非流动资产	26	26	26	26
资产总计	5922	6524	7368	8356
流动负债	1579	1702	1841	1988
短期借款	726	726	726	726
应付帐款	530	606	692	783
其它流动负债	324	371	423	479
非流动负债	1598	1558	1607	1615
长期借款	1506	1452	1486	1478
其它非流动负债	92	106	121	137
负债合计	3177	3261	3448	3603
少数股东权益	46	58	73	92
归属于母公司所有者权益	2698	3205	3847	4660
负债和股东权益	5922	6524	7368	8356

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	624	657	788	945
净利润	374	519	657	833
资产减值准备	40	20	20	20
折旧和摊销	260	201	196	183
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	55	53	62	71
营运资本变动	-63	-136	-146	-163
投资收益	-42	0	0	0
投资活动现金流	-992	178	-113	26
资本支出	-886	178	-113	26
其它	-106	0	0	0
融资活动现金流	221	-93	-13	-63
权益性融资	-61	0	0	0
负债净变化	337	-40	49	8
财务费用	-55	-53	-62	-71
现金净增加额	-146	742	662	908
期初现金余额	639	493	1235	1898

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4545	5317	6163	7109
营业成本	3215	3679	4200	4756
营业税金及附加	26	36	42	48
销售费用	282	330	382	441
管理费用	536	585	678	782
财务费用	55	53	62	71
资产减值损失	40	20	20	20
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	42	0	0	0
营业利润	433	614	779	991
营业外收入	27	10	10	10
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	450	624	789	1001
所得税	76	105	133	168
净利润	374	519	657	833
少数股东损益	9	12	15	19
归属于母公司所	366	507	642	813
EBITDA	486	687	861	1082
EPS (元)	0.70	0.97	1.22	1.55

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	13.5%	17.0%	15.9%	15.3%
营业利润	26.3%	41.8%	26.9%	27.1%
归属母公司净利	34.3%	38.6%	26.5%	26.8%
获利能力				
毛利率	29.3%	30.8%	31.8%	33.1%
净利率	8.0%	9.5%	10.4%	11.4%
ROE	13.6%	15.8%	16.7%	17.5%
ROIC	3.7%	10.3%	11.5%	12.7%
偿债能力				
资产负债率	53.7%	50.0%	46.8%	43.1%
流动比率	1.3	1.7	2.1	2.6
速动比率	0.9	1.3	1.7	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.9
应收帐款周转率	6.1	6.1	6.1	6.1
应付帐款周转率	6.1	6.1	6.1	6.1
每股指标(元)				
每股收益	0.70	0.97	1.22	1.55
每股经营现金	1.19	1.25	1.50	1.80
每股净资产	5.14	6.11	7.33	8.88
估值比率				
P/E	52.6	38.0	30.0	23.7
P/B	7.1	6.0	5.0	4.1

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn