

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

海正药业(600267)

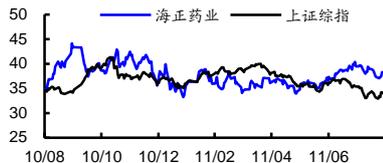
2011 半年报点评

推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	524.8/483.8
总市值 (百万元)	19,995.6/18,432.0
沪深 300/深圳成指	2,576.41/11,372.38
12 个月最高/最低 (元)	44.15/33.22

相关研究报告:

《海正药业-600267-中报业绩预增点评: 持续增长再添一架马车, 提高业绩预测》——2011-7-8

《海正药业-600267-厚积, 以待薄发》——2011-3-29

《海正药业-600267-2010 年三季报点评: 业绩低于预期, 给予耐心和期待》——2010-10-25

《海正药业-600627-事项点评: 步入“产业升级”收获期》——2010-8-26

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

半年报点评

业绩驱动因素不断丰富

● 主业快速增长 54%，EPS 0.45 元符合预期

公司 11H1 收入 24.87 亿元 (+16.42%)；利润总额 2.75 亿元 (+51.36%)；归属于母公司股东净利润 2.27 亿元 (+52.55%，符合我们预期的增长 50-55%)，EPS0.45 元；扣非后净利润 2.25 亿元 (+53.98%)，合每股 0.45 元。ROE 为 6.56%，经营性现金流 0.26 元/股 (-62.30%)。

● 医药工业平稳增长，下半年有望提速

医药工业增长 18%至 12.20 亿元，毛利率下滑 1.7 个百分点。其中制剂增长 15%至 3.98 亿元、毛利率下滑 2.3 个百分点，原料药增长 20%至 8.22 亿元、毛利率下滑 0.9 个百分点，医药商业增长 9%至 11.78 亿元，毛利率微降 0.3 个百分点。从工业细分板块看，业绩的增长来自抗肿瘤药、抗寄生虫药的快速增长，抗寄生虫药毛利率继续大幅提升，以及期间费用率下降 3.3 个百分点。公司工业毛利率下滑一方面产品价格有所下降，另一方面是因折旧政策变化导致部分非生产折旧计入成本。随着新签合同定制 2011 年下半年逐步确认收入，公司医药工业有望提速。

● 产业升级路径清晰，业绩驱动因素不断丰富

我们在之前的深度报告中阐明“以承接产业转移实现产业升级”判断的逻辑和前景，公司产业升级路径清晰，业绩驱动因素不断丰富，有望持续高增长。

● 维持中长期“推荐”评级

维持公司 1)：业绩驱动因素不断丰富的判断：2007 年之前：单纯依靠原料药出口；2007-2010 年：国内制剂快速成规模；2011-2013：合同定制大幅增长，成为驱动业绩增长的又一架马车；2013 年以后：实现制剂独立出口，基因工程药物和创新药物逐步上市。2) 由业绩驱动因素不断丰富带来的“持续性高增长”的判断。3) 盈利预测及目标价：维持 11-13EPS1.00、1.38、1.85，同比增长 43%、38%、35%，未来 3 年 GAGR 39%，PEG 1.00，公司业绩向上弹性较大有望超预期，维持中长期“推荐”评级及一年期目标价 45-48 元 (12PE 33~35)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,003.47	4,544.51	5,330	6,198	7,190
(+/-%)	25.82%	13.51%	17.3%	16.3%	16.0%
净利润(百万元)	272.25	365.76	524	723	973
(+/-%)	39.39%	34.35%	43.3%	37.9%	34.6%
每股收益 (元)	0.56	0.76	1.00	1.38	1.85
EBIT Margin	8.76%	11.05%	13.1%	14.9%	16.9%
净资产收益率 (ROE)	11.39%	13.56%	11.7%	14.3%	16.7%
市盈率 (PE)	67.70	50.39	38.2	27.7	20.6
EV/EBITDA	36.20	26.76	25.2	18.6	14.4
市净率 (PB)	7.71	6.83	4.46	3.95	3.42

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 产业升级路径清晰，业绩驱动因素不断丰富

对于国内特色原料药企业转型制剂企业出口国际规范市场，我们的观点如下：

- 我们在 2010 年 9 月 15 日发布的化学制药行业深度报告《乘全球制药产业转移之风，探中国药企产业升级之路》中提出“中国化学制药行业产业升级路径，阐明“以承接产业转移实现产业升级”判断的逻辑和前景”。
- 我们在 2011 年 3 月 29 日发布的海正药业年报点评《厚积，以待薄发》中提出“虽然公司制剂出口的三种模式：制剂合同定制、合作开发和制剂独立出口进展可能低于预期，但公司国内制剂快速发展和原料药业务（包括原料药出口+原料药合同定制）可以支撑公司未来几年的快速增长。”
- 我们在 2011 年 7 月 8 日发布的海正药业中报业绩预增点评《持续增长又添一架马车，提高业绩预测》中提出“公司业绩驱动因素不断丰富：2007 年之前：单纯依靠原料药出口；2007-2010 年：国内制剂快速成规模；2011-2013：合同定制大幅增长；2013 年以后：实现制剂独立出口，基因工程药物和创新药物逐步上市。公司后续在谈合同订单充足，2011 年新签已公告订单下半年将逐步确认收入，从 2011 年起，合同定制将成为驱动业绩增长的又一架马车。”

**表 1：海正药业近期公告及简评**

时间	事件	简评
2011.03.08	<b>3000 万美元/年订单：</b> 礼来动物保健品部 Elanco 动物保健药的原料药已经开始供货，与辉瑞的兽药原料药、与某制药企业合作开发的新抗肿瘤药物中间体预计 2011 年开始供货。	<ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>合同定制：业绩增长的又一架马车，盈利能力有保证</b></li> <li>➤ <b>合同定制逐步贡献利润，并从原料药向制剂延伸：</b>合同定制收入从 2005 年的 0.2 亿元增长到 2010 年的 2.5 亿元，年均增长 69%，逐步贡献利润。合作伙伴增加至 4 家，主要品种有恩拉霉素、万古霉素，新增卷曲霉素、潮霉素、锐劲特等品种，并且项目转移从 API 向制剂延伸。</li> <li>➤ <b>2011 年新签订单下半年将逐步确认收入：</b>新签订单中 3 个是兽药，目前 2 个已经开始供货，毛利率通过技术改进和规模效应将逐步上升。</li> <li>➤ <b>后续订单充足：</b>公司目前订单充足，最近两年主要是原料药合同定制，2011 年将有制剂合同定制。</li> </ul>
2011.03.29	<b>1500-2500 万美元/年订单：</b> 与辉瑞亚太公司 CA 兽用药，预计 2011 年供货。	<ul style="list-style-type: none"> <li>➤ <b>合同定制盈利能力有保证：</b>公司是跨国制药企业理想的合作方，在订单定价方面有一定的议价能力，同时公司精选有合理利润的订单，加上后续的技术提高和规模效益，合同订单的盈利能力有保证。（参考案例：印度制药企业 Dishman）。</li> <li>➤ <b>订单流程：</b>签订合同后，公司生产，然后供货，再是确认收入，一般实际供货量会大于合同签订量。</li> </ul>
2011.06.03	拟与辉瑞共同出资 2.95 亿美元成立合资企业	<p><b>短期为国内制剂提速，长期有利于制剂出口。</b>短期主要从事国内仿制药业务，为公司国内制剂业务提速，长期辉瑞有望成为海正制剂出口的重要合作伙伴，具有重大意义。海正具有丰富的国内制剂批文、产品梯队以及国内销售队伍，而辉瑞拥有全球强大的研发、销售、品牌，双方的合作有望实现双赢。</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>■ <b>设立海正南通，未雨绸缪，承接新产品（尤其是合同定制）产能</b></li> <li>➤ 公司目前产能主要在台州椒江区（富阳产能在逐步释放），包括岩头、外沙、以及外沙旁边的制剂车间。其中岩头是公司主要的原料药生产基地；外沙产能较小，主要是中试生产车间和一个 301 车间。台州椒江的产能是 95 计划时候建的，随着公司合同定制的不断增多，公司产能不足现象开始出现。而椒江区拿地较贵、环保要求也高，在椒江投资建设新厂难度大。而江苏如东沿海经济开发区有优惠政策，政府支持，是政府设立并重点发展的“危险化学品生产储存专门区域”，同时公司在江苏如东有土地储备，因此公司计划投资设立海正南通，主要是承接新产品产能尤其是不断增加的合同定制，这也印证了我们的判断“从 2011 年起，合同定制大幅增长，成为驱动业绩增长的又一架马车”。此外，随着椒江区环保要求的不断提高，公司计划将椒江区的化学合成产能逐步搬迁到海正南通，椒江区的发酵产能暂时不搬迁。</li> <li>➤ 合同定制（原料药）除了在富阳原料药基地消化之外，一部分在台州生产（挤掉台州的一些老产品），一部分在南通生产（未来合同定制重要生产基地）。</li> </ul>
2011.08.20	拟现金出资 1.35 亿占股 90% 与兴海投资设立海正南通，主要从事原料药生产，包括抗感染类、心血管及降血脂类、抗结核药类、半合成驱虫药类、抗生素类等。	

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

**表 2: 海正药业富阳基地进度 (万元)**

项目名称	项目金额	项目进度
抗寄生虫药等项目	65000	2009 年定增 6.5 亿元投资的 5 条原料药中的 1 条 (奥利司他) 10 年 9 月已投入生产, 1 条在报 GMP, 2 条准备报 GMP, 1 条综合生产线在进行设备安装。
口服固体制剂项目	37785	产能 75 亿片。厂房已全部完工, 设备完成安装调试, 部分生产线通过国内新版 GMP 认证, 开始生产, 量还小, 同时报美国 FDA 认证。先投入生产国内制剂, 承接一部分外企在国内制剂项目, 等过认证后再做国外市场, 预计 2012-2013 年通过 FDA 认证。
制剂出口基地建设项目	136575	2011 年定增项目, 主要为注射剂, 项目进度 49%。厂房土建已完成, 其中抗肿瘤制剂生产线已完工, 正在准备申报国内新版 GMP 认证; 抗肿瘤药制剂生产线、培南类制剂生产线设备正在引进、安装过程中。 预计 2013-2014 年通过 FDA 认证, 在此期间, 先生产国内制剂, 承接台州一部分产能, 以及承接外企在国内制剂项目。外企因原研药降价越来越重视成本, 希望在国内找企业代工, 但外企对生产车间等要求高, 海正是国内为数不多的能做代工的企业, 因此在价格谈判方面有优势。外企尤其是在抗肿瘤药注射剂方面面临较大的产能瓶颈, 而海正正好符合他们的要求。目前海正在和一些外企在谈, 公司有一定的优势, 精选价格理想的项目。
生物药	100000	预计是 2012-2013 年增发项目, 预计投资额 10 亿, 目前正在建大楼。安百诺(注射用重组人 II 型肿瘤坏死因子受体-抗体融合蛋白)3 期临床, 明年下半年估计报生产。同类品种是中信国建的益赛普, 国内上市的首个治疗类风湿关节炎, 2005 年上市, 中信国建 2010 年收入 4 亿, 增长 40%, 净利润 1.5-2 亿, 同比翻倍, 主要是益赛普贡献, 预计占 90%以上。
合计	339360	

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

## 主业快速增长 54%, EPS 0.45 元符合预期

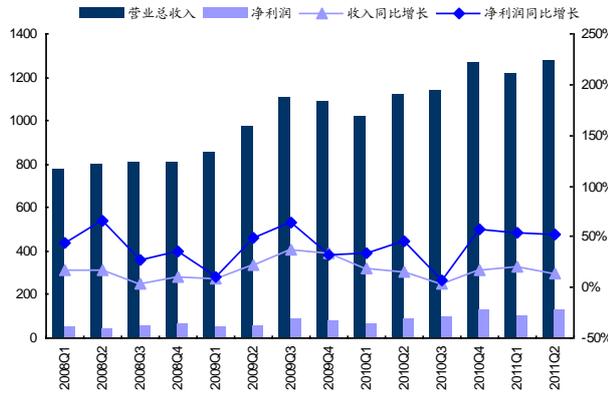
公司 11H1 收入 24.87 亿元 (+16.42%); 利润总额 2.75 亿元 (+51.36%); 归属于母公司股东净利润 2.27 亿元 (+52.55%, 符合我们预期的增长 50-55%), EPS 0.45 元; 扣非后净利润 2.25 亿元 (+53.98%), 合每股 0.45 元。ROE 为 6.56%, 经营性现金流 0.26 元/股 (-62.30%)。

## 医药工业平稳增长, 下半年有望提速

医药工业平稳增长 18%至 12.20 亿元, 毛利率下滑 1.7 个百分点, 其中制剂增长 15%至 3.98 亿元, 毛利率下滑 2.3 个百分点, 原料药增长 20%至 8.22 亿元, 毛利率下滑 0.9 个百分点, 医药商业增长 9%至 11.78 亿元, 毛利率微降 0.3 个百分点。从工业细分板块看, 业绩的增长来自抗肿瘤药、抗寄生虫药的快速增长, 抗寄生虫药毛利率继续大幅提升, 以及期间费用率下降 3.3 个百分点 (原料药增速快于收入增速、因折旧政策变化导致部分非生产折旧计入成本、因薪酬调整部分职工薪酬下半年计入费用, 以及公司费用控制使公司费用率下降)。公司工业毛利率有所下滑一方面产品价格有所下降, 另一方面是因折旧政策变化导致部分非生产折旧计入成本。随着新签合同定制 2011 下半年逐步确认收入, 公司医药工业有望提速。

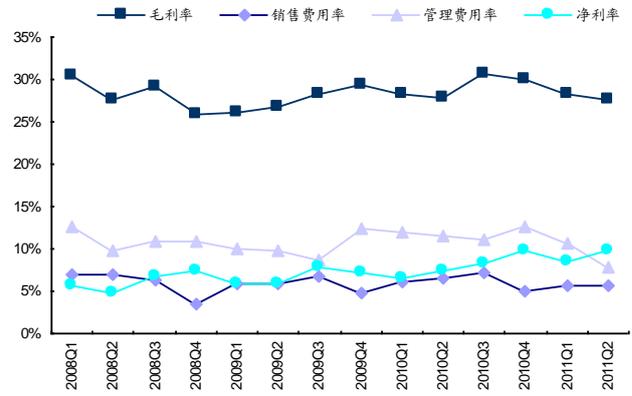
公司上半年有二个一类新药 (抗肿瘤、降血脂药物) 进入临床阶段, 同类产品都是全球销量很大的品种。

图 1: 08Q1-11Q2 海正药业单季度收入与净利润(百万元)



数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 2: 08Q1-11Q2 海正药业盈利水平变化

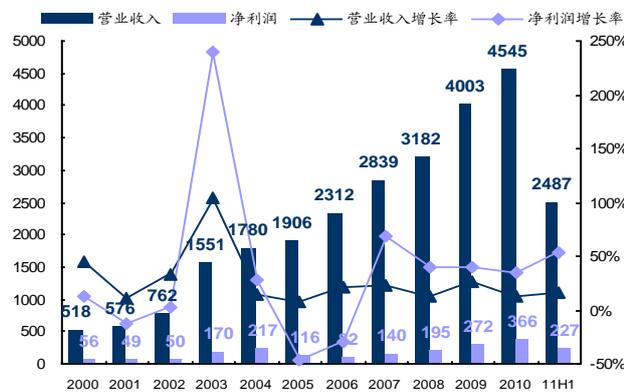


数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

## 工业细分业务板块分析

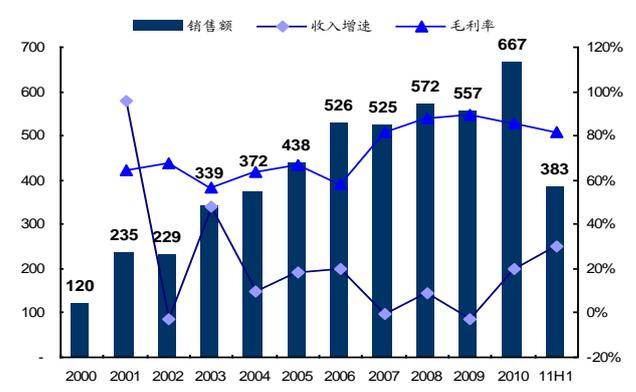
**抗肿瘤药: 制剂平稳增长, 原料药快速增长:** 11H1 贡献了自有产品 31% 的收入和 49% 的毛利, 实现收入 3.83 亿元, 快速增长 30.2%。抗肿瘤药以制剂为主 (2010 年制剂占 75%), 预计 11H1 制剂收入平稳增长 15%-20%, 原料药收入快速增长 60-70%。API 占比提升使抗肿瘤药毛利率下降 5.6 个百分点至 81.7%。老品种表柔比星、多柔比星等抗生素抗肿瘤药平稳增长, 新品种奥沙利铂、吉西他滨、多西他赛等 09 年拿到批文, 业绩将在 11 年逐步体现。预计抗肿瘤药将保持平稳增长。

图 3: 00-11H1 海正药业收入与净利润(百万元)



数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

图 4: 00-11H1 海正药业抗肿瘤药毛利率与销售额(百万元)



数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

**抗感染药: 小幅下滑。**收入下降 1.8% 至 2.38 亿元, 抗感染药以原料药为主 (2010 年原料药占 63%), 预计原料药小幅下降、制剂受上半年抗生素分级管理办法 (征求意见稿) 影响小幅增长 3%, 毛利率小幅提升 1.1 个百分点至 54.1%。预计下半年抗感染药逐步好转。

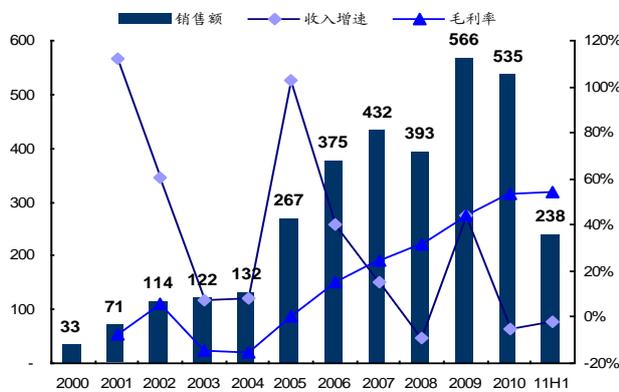
**心血管类: 量增价跌, 期待阿托伐他汀钙出口规范市场。**受他汀类价格继续下跌影响, 收入增长 10.4% 至 1.80 亿元, 毛利率下降 11.8 个百分点至 7.4%。他汀类主要靠 API 出口, 国内制剂还没有起来, 预计未来规模将保持平稳。随着全球第一大药品阿托伐他汀钙 (商品名立普妥, 辉瑞立普妥 10 年收入 107 亿美元) 美国专利

2011年11月到期，海正身为国内最大的他汀类原料药出口企业，或将充分受益。

**抗寄生虫及兽药：未来增长最快的板块。**收入增长29.0%至2.38亿元，毛利率因工艺提升和规模效益继续大幅提升10.4个百分点至41.1%。抗寄生虫及兽药是未来增长最快的一大类，主要是承接的合同定制大都属于此类。11年至今新签订的合同定制在4500-5500万美元，共4个品种，其中兽药3个，下半年逐步体现收入，按照这3个兽药11年体现收入50%、12年体现收入100%测算，预计这3个兽药11-12年新增收入1.2亿、2.5亿元。

**内分泌药：增速有所放缓。**收入同比增长15.8%至1.39亿元，毛利率因阿卡波糖价格下降而同比下降9.1个百分点至47.5%，但相比10H2仍提升1个百分点。内分泌药包括奥利司他和阿卡波糖原料药，2011年新增制剂品种。

图 5: 00-11H1 年海正药业抗感染药毛利率与销售额(百万元)



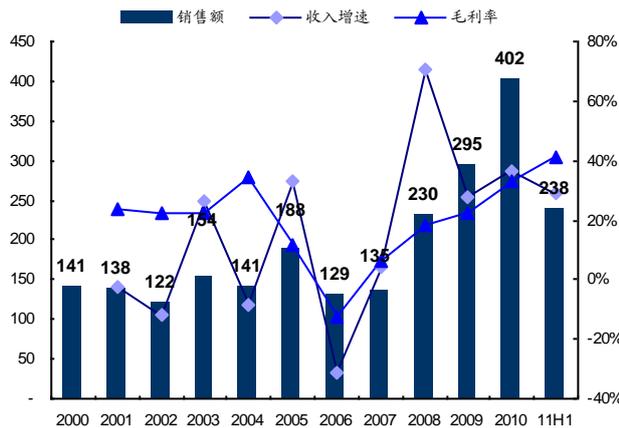
数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 6: 00-11H1 年海正药业心血管药毛利率与销售额(百万元)



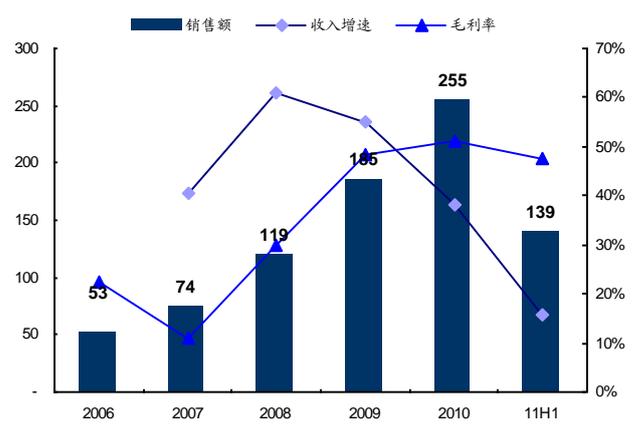
数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 7: 00-11H1 年海正药业寄生虫及兽药毛利率与销售额(百万元)



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

图 8: 00-11H1 年海正药业内分泌药毛利率与销售额(百万元)



数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

**表 3: 海正药业中报分业务数据 (百万元)**

	05H1	06H1	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
<b>抗肿瘤药</b>	<b>229</b>	<b>229</b>	<b>312</b>	<b>293</b>	<b>276</b>	<b>294</b>	<b>383</b>
增长率	41.8%	-0.1%	36.0%	-5.9%	-5.9%	6.7%	30.2%
毛利率	65.5%	55.0%	59.8%	88.2%	91.6%	87.3%	81.7%
<b>抗感染药</b>	<b>116</b>	<b>218</b>	<b>189</b>	<b>190</b>	<b>200</b>	<b>243</b>	<b>238</b>
增长率	73.7%	87.6%	-13.1%	0.5%	5.1%	21.2%	-1.8%
毛利率	1.5%	12.9%	23.1%	34.9%	38.1%	52.9%	54.1%
<b>心血管药</b>	<b>213</b>	<b>182</b>	<b>167</b>	<b>147</b>	<b>161</b>	<b>163</b>	<b>180</b>
增长率	-40.3%	-14.8%	-8.3%	-11.7%	9.5%	1.2%	10.4%
毛利率	51.1%	38.0%	29.9%	23.4%	16.9%	19.2%	7.4%
<b>抗寄生虫药及兽药</b>	<b>113</b>	<b>62</b>	<b>121</b>	<b>120</b>	<b>133</b>	<b>185</b>	<b>238</b>
增长率	89.2%	-44.7%	94.6%	-1.0%	11.3%	38.5%	29.0%
毛利率	14.8%	-15.5%	10.3%	17.3%	19.7%	30.6%	41.1%
<b>内分泌药</b>			<b>40</b>	<b>43</b>	<b>76</b>	<b>120</b>	<b>139</b>
增长率				8.9%	75.9%	58.5%	15.8%
毛利率			22.0%	19.7%	41.0%	56.6%	47.5%
<b>其他药品</b>	<b>414</b>	<b>529</b>	<b>636</b>	<b>17</b>	<b>23</b>	<b>28</b>	<b>41</b>
增长率	38.2%	27.8%	20.1%	-97.3%	37.3%	21.0%	44.8%
毛利率	2.8%	4.9%	4.2%	54.0%	59.1%	57.0%	44.5%
<b>海正产品小计</b>	<b>1085</b>	<b>1220</b>	<b>1464</b>	<b>811</b>	<b>870</b>	<b>1033</b>	<b>1220</b>
增长率	14.8%	12.4%	20.0%	-44.6%	7.3%	18.8%	18.1%
毛利率	26.7%	19.6%	22.4%	49.1%	49.1%	53.9%	52.2%
<b>其中: 制剂</b>						<b>347</b>	<b>398</b>
增长率							14.7%
毛利率						78.5%	76.2%
<b>原料药</b>						<b>686</b>	<b>822</b>
增长率							19.8%
毛利率						41.5%	40.6%
<b>非海正药品</b>				<b>721</b>	<b>906</b>	<b>1079</b>	<b>1178</b>
增长率				25.4%	25.7%	19.1%	9.1%
毛利率				5.2%	3.4%	3.3%	3.0%
<b>内部抵消</b>	<b>115</b>	<b>82</b>	<b>155</b>				
增长率	149.2%	-28.7%	89.6%				
毛利率	-0.1%	-1.9%	0.00%				
<b>主营业务合计</b>	<b>971</b>	<b>1139</b>	<b>1309</b>	<b>1532</b>	<b>1776</b>	<b>2113</b>	<b>2398</b>
增长率	8.0%	17.3%	15.0%	17.0%	15.9%	18.9%	13.5%
毛利率	29.8%	21.2%	25.0%	28.4%	25.8%	28.1%	28.1%
非主营业务		31	30	39	43	24	89
增长率			-1.9%	29.5%	8.4%	-44.4%	277.4%
毛利率		42.36%	14.4%	48.2%	54.2%	22.9%	24.1%
<b>收入合计</b>	<b>971</b>	<b>1169</b>	<b>1339</b>	<b>1571</b>	<b>1819</b>	<b>2136</b>	<b>2487</b>
增长率	8.0%	20.5%	14.5%	17.3%	15.8%	17.5%	16.4%
毛利率	29.81%	21.72%	24.78%	28.92%	26.46%	28.03%	27.93%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

## 维持中长期“推荐”评级

维持公司 1): 业绩驱动因素不断丰富的判断: 2007 年之前: 单纯依靠原料药出口; 2007-2010 年: 国内制剂快速成规模; 2011-2013: 合同定制大幅增长, 成为驱动业绩增长的又一架马车; 2013 年以后: 实现制剂独立出口, 基因工程药物和创新药物逐步上市。2) 由业绩驱动因素不断丰富带来的“持续性高增长”的判断。3) 盈利预测及目标价: 维持 11-13EPS1.00、1.38、1.85, 同比增长 43%、38%、35%, 未来 3 年 GAGR 39%, PEG 1.00, 公司业绩向上弹性较大有望超预期, 维持中长

期“推荐”评级及一年期目标价 45-48 元（12PE 33-35）。

**表 4：海正药业收入-成本预测（百万元）**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>抗肿瘤药</b>	<b>572</b>	<b>557</b>	<b>667</b>	<b>833</b>	<b>967</b>	<b>1121</b>
增长率	8.8%	-2.5%	19.6%	25.0%	16.0%	16.0%
毛利率	87.7%	89.2%	85.9%	82.5%	85.0%	87.0%
<b>抗感染药</b>	<b>393</b>	<b>566</b>	<b>535</b>	<b>546</b>	<b>682</b>	<b>805</b>
增长率	-8.9%	43.8%	-5.4%	2.0%	25.0%	18.0%
毛利率	32.0%	43.9%	53.2%	54.5%	55.5%	56.0%
<b>心血管药</b>	<b>281</b>	<b>324</b>	<b>316</b>	<b>347</b>	<b>347</b>	<b>347</b>
增长率	-18.8%	15.3%	-2.4%	10.0%	0.0%	0.0%
毛利率	17.5%	18.7%	18.0%	11.0%	13.0%	15.0%
<b>抗寄生虫药及兽药</b>	<b>230</b>	<b>295</b>	<b>402</b>	<b>603</b>	<b>844</b>	<b>1140</b>
增长率	70.5%	27.9%	36.5%	50.0%	40.0%	35.0%
毛利率	18.6%	22.5%	33.4%	39.0%	40.0%	42.0%
<b>内分泌药</b>	<b>119</b>	<b>185</b>	<b>255</b>	<b>296</b>	<b>355</b>	<b>408</b>
增长率	60.9%	55.3%	38.1%	16.0%	20.0%	15.0%
毛利率	30.0%	48.2%	51.3%	48.0%	49.0%	50.0%
<b>其他药品</b>	<b>36</b>	<b>54</b>	<b>75</b>	<b>109</b>	<b>163</b>	<b>260</b>
增长率	95.3%	50.0%	38.1%	45.0%	50.0%	60.0%
毛利率	62.7%	52.5%	44.7%	47.0%	51.0%	54.0%
<b>海正产品小计</b>	<b>1631</b>	<b>1980</b>	<b>2250</b>	<b>2734</b>	<b>3359</b>	<b>4083</b>
增长率	6.6%	21.4%	13.6%	21.5%	22.8%	21.6%
毛利率	47.7%	50.0%	53.9%	53.1%	54.8%	56.4%
<b>其中：制剂</b>	<b>553</b>	<b>627</b>	<b>796</b>	<b>916</b>	<b>1099</b>	<b>1297</b>
增长率	51.8%	13.4%	27.0%	15.0%	20.0%	18.0%
毛利率	81.7%	81.27%	79.75%	78.0%	80.0%	80.5%
<b>原料药</b>	<b>1078</b>	<b>1353</b>	<b>1454</b>	<b>1819</b>	<b>2260</b>	<b>2786</b>
增长率	-7.5%	25.5%	7.4%	25.1%	24.3%	23.3%
毛利率	30.2%	35.5%	39.7%	40.5%	42.5%	45.2%
<b>其中：非合同定制</b>	<b>971</b>	<b>1183</b>	<b>1203</b>	<b>1392</b>	<b>1599</b>	<b>1828</b>
增长率	-8.9%	21.7%	1.7%	15.8%	14.9%	14.3%
毛利率	31.1%	35.8%	39.3%	41.9%	44.1%	46.7%
<b>合同定制</b>	<b>107</b>	<b>171</b>	<b>251</b>	<b>426</b>	<b>661</b>	<b>959</b>
增长率	6.7%	59.8%	47.1%	70%	55%	45%
毛利率	22.0%	33.4%	41.7%	36.2%	38.8%	42.3%
<b>非海正药品</b>	<b>1460</b>	<b>1935</b>	<b>2216</b>	<b>2437</b>	<b>2681</b>	<b>2949</b>
增长率	16.5%	32.6%	14.5%	10.0%	10.0%	10.0%
毛利率	4.8%	3.8%	3.9%	3.8%	3.8%	3.8%
<b>主营业务合计</b>	<b>3091</b>	<b>3916</b>	<b>4465</b>	<b>5171</b>	<b>6040</b>	<b>7032</b>
增长率	11.0%	26.7%	14.0%	15.8%	16.8%	16.4%
毛利率	27.4%	27.1%	29.1%	29.9%	32.2%	34.3%
<b>非主营业务</b>	<b>91</b>	<b>88</b>	<b>79</b>	<b>158</b>	<b>158</b>	<b>158</b>
增长率	64.9%	-3.7%	-9.9%	100.0%	0.0%	0.0%
毛利率	54.7%	54.9%	38.2%	38.2%	38.2%	38.2%
<b>收入合计</b>	<b>3182</b>	<b>4003</b>	<b>4545</b>	<b>5330</b>	<b>6198</b>	<b>7190</b>
增长率	12.1%	25.8%	13.5%	17.3%	16.3%	16.0%
毛利率	28.22%	27.76%	29.25%	30.1%	32.3%	34.4%

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所预测

**表 5: 海正药业费用预测 (百万元)**

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合并-销售费用	189	232	282	314	364	411
合并-管理费用	351	411	536	574	695	827
工业-销售费用	174	213	260	289	338	382
工业-管理费用	336	391	514	550	668	797
商业-销售费用	15	19	22	24	27	29
商业-管理费用	15	19	22	24	27	29
合并-销售费用率	5.92%	5.80%	6.20%	5.88%	5.88%	5.72%
合并-管理费用率	11.02%	10.26%	11.80%	10.77%	11.21%	11.50%
工业-销售费用率	10.10%	10.30%	11.15%	10.00%	9.60%	9.00%
工业-管理费用率	19.51%	18.92%	22.07%	19.00%	19.00%	18.80%
商业-销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
商业-管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所预测

## 附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	494	793	494	872	<b>营业收入</b>	<b>4545</b>	<b>5330</b>	<b>6198</b>	<b>7190</b>
应收款项	755	886	1030	1195	营业成本	3215	3725	4195	4715
存货净额	655	778	861	962	营业税金及附加	26	33	39	45
其他流动资产	95	111	129	150	销售费用	282	314	364	411
<b>流动资产合计</b>	<b>1999</b>	<b>2567</b>	<b>2514</b>	<b>3179</b>	管理费用	536	561	678	805
固定资产	3345	4147	4840	4870	财务费用	55	69	54	46
无形资产及其他	383	370	357	345	投资收益	42	22	27	35
投资性房地产	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	(40)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	157	157	157	157	其他收入	0	0	0	0
<b>资产总计</b>	<b>5922</b>	<b>7279</b>	<b>7906</b>	<b>8588</b>	营业利润	433	629	874	1183
短期借款及交易性金融负债	726	600	786	600	营业外净收支	17	17	17	17
应付款项	530	629	696	778	<b>利润总额</b>	<b>450</b>	<b>646</b>	<b>891</b>	<b>1200</b>
其他流动负债	324	378	424	479	所得税费用	76	110	151	204
<b>流动负债合计</b>	<b>1579</b>	<b>1606</b>	<b>1906</b>	<b>1857</b>	少数股东损益	9	12	17	23
长期借款及应付债券	1506	1006	706	606	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>366</b>	<b>524</b>	<b>723</b>	<b>973</b>
其他长期负债	92	128	163	198					
<b>长期负债合计</b>	<b>1598</b>	<b>1133</b>	<b>869</b>	<b>804</b>	现金流量表 (百万元)				
<b>负债合计</b>	<b>3177</b>	<b>2740</b>	<b>2775</b>	<b>2661</b>	<b>净利润</b>	366	524	723	973
少数股东权益	46	56	70	88	资产减值准备	9	(15)	0	0
股东权益	2698	4483	5061	5839	折旧摊销	260	206	300	362
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>5922</b>	<b>7279</b>	<b>7906</b>	<b>8588</b>	公允价值变动损失	40	20	20	20
					财务费用	55	69	54	46
					营运资本变动	15	(97)	(96)	(115)
					其它	(4)	25	14	18
					<b>经营活动现金流</b>	<b>684</b>	<b>663</b>	<b>960</b>	<b>1258</b>
					资本开支	(812)	(1000)	(1000)	(400)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					<b>投资活动现金流</b>	<b>(953)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(1000)</b>	<b>(400)</b>
					权益性融资	0	1366	0	0
					负债净变化	280	(500)	(300)	(100)
					支付股利、利息	(181)	(105)	(145)	(195)
					其它融资现金流	<b>(76)</b>	<b>(126)</b>	<b>186</b>	<b>(186)</b>
					<b>融资活动现金流</b>	<b>122</b>	<b>635</b>	<b>(259)</b>	<b>(480)</b>
					<b>现金净变动</b>	<b>(146)</b>	<b>298</b>	<b>(298)</b>	<b>378</b>
					货币资金的期初余额	641	494	793	494
					货币资金的期末余额	494	793	494	872
					企业自由现金流	(133)	(313)	(31)	854
					权益自由现金流	71	(996)	(190)	530

关键财务与估值指标				
	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.76	1.00	1.38	1.85
每股红利	0.10	0.20	0.28	0.37
每股净资产	5.58	8.54	9.64	11.13
ROIC	9%	11%	13%	16%
ROE	14%	12%	14%	17%
毛利率	29%	30%	32%	34%
EBIT Margin	11%	13%	15%	17%
EBITDA Margin	16%	17%	20%	22%
收入增长	14%	17%	16%	16%
净利润增长率	34%	43%	38%	35%
资产负债率	54%	38%	36%	32%
息率	1.0%	0.6%	0.8%	1.1%
P/E	50.4	38.2	27.7	20.6
P/B	6.8	4.5	4.0	3.4
EV/EBITDA	29.0	25.2	18.6	14.4

资料来源: 国信证券经济研究所预测

### 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

### 风险提示

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。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。本报告版权归国信证券所有，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。

### 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>固定收益</b>		<b>策略</b>	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				<b>技术分析</b>	
				闫莉	010-88005316
<b>交通运输</b>		<b>银行</b>		<b>房地产</b>	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
<b>商业贸易</b>		<b>汽车及零配件</b>		<b>钢铁及新材料</b>	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
<b>机械</b>		<b>基础化工</b>		<b>医药</b>	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁丹	0755-82134323	刘勃	0755-82130833-1845
<b>电力设备与新能源</b>		<b>传媒</b>		<b>有色金属</b>	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张弢	010-88005311	刘明	010-88005319	龙飞	
<b>电力与公用事业</b>		<b>非银行金融</b>		<b>通信</b>	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
		田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
<b>造纸</b>		<b>家电</b>		<b>计算机</b>	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
<b>电子元器件</b>		<b>纺织服装</b>		<b>农业</b>	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹	0755-82133528				
<b>建材</b>		<b>旅游</b>		<b>食品饮料</b>	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
<b>建筑</b>		<b>新兴产业</b>		<b>研究支持</b>	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
<b>量化投资产品</b>		<b>基金评价与研究</b>		<b>量化投资策略</b>	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑云	021-60875163
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	毛甜	021-60933154
		刘洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱晶	0755-82130833-1367		
<b>量化交易策略与技术</b>		<b>数据与系统支持</b>			
戴军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
<b>王立法</b> 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	<b>盛建平</b> 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	<b>魏宁</b> 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
<b>王晓建</b> 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	<b>马小丹</b> 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	<b>邵燕芳</b> 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
<b>焦骞</b> 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	<b>郑毅</b> 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	<b>林莉</b> 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
<b>李文英</b> 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	<b>黄胜蓝</b> 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	<b>王昊文</b> 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
<b>赵海英</b> 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	<b>刘塑</b> 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	<b>甘墨</b> 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
<b>原祎</b> 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	<b>叶琳菲</b> 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	<b>段莉娟</b> 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	<b>孔华强</b> 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	<b>徐冉</b> 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		<b>颜小燕</b> 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		<b>赵晓曦</b> 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		<b>郑灿</b> 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn