

化学原料药

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 50.00元

当前股价: 38.10元

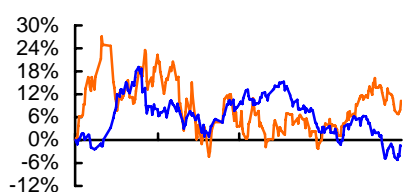
评级调整: 维持

基本资料

| | |
|-----------|---------|
| 上证综合指数 | 2576.41 |
| 总股本(百万) | 525 |
| 流通股本(百万) | 484 |
| 流通市值(亿) | 184 |
| EPS (TTM) | 0.76 |
| 每股净资产(元) | 5.23 |
| 资产负债率 | 53.7% |

股价表现

| (%) | 1M | 3M | 6M |
|--------|-------|-------|--------|
| 海正药业 | -3.52 | 10.76 | 6.33 |
| 上证综合指数 | -4.64 | -4.93 | -11.31 |



2010/8 2010/11 2011/2 2011/5

— 海正药业 — 上证综合指数

相关报告

《海正药业-与辉瑞投资设立公司, 合作模式更上新台阶》2011-6-3

《海正药业-厚积薄发, 丰富产品梯队效力渐显》2011-3-29

《海正药业-厚积薄发, 丰富产品梯队效力渐显》2011-3-28

海正药业

600267

强烈推荐

中报符合预期, 产业升级正在进行时

海正公布半年报, 收入 24.87 亿, 同比增长 16.42%; 归属于母公司净利润 2.27 亿, 同比增长 52.55%, 实现 EPS0.43 元。扣非后净利润 2.25 亿, 增长 53.98%。

投资要点:

- **业绩符合预期。**收入增长 16.4%, 成本增长 16.6%, 净利润增长 52.6%, 主要由于费用率的下降: 营业费用率下降 0.69%, 管理费用率下降 2.52%, 这体现了公司的良好费用控制能力。管理费用中职工薪酬下降 1734 万, 降幅达 29%, 我们预计全年下降幅度不会有这么大。折旧摊销费用 1619 万, 幅度为 46%, 主要是由于成本核算方式的改变。
- **抗寄生虫药及抗肿瘤药是利润增长的主要来源:** 寄生虫药和抗肿瘤贡献的毛利增长幅度分别为 73%、22%, 抗感染药持平, 内分泌由于阿卡波糖售价下降毛利率略有下滑。心血管药物仍然在下滑。国内制剂方面, 2011 年上半年公司制剂产品收入增长 14.65%, 毛利下降 2.33%, 我们认为国内制剂下半年将有所好转。
- **产业升级正在进行。**一方面, 国内制剂领域批文众多, 公司与辉瑞共同投资 2.95 亿设立合资公司使得未来国内制剂销售有望上一个台阶。另一方面, 在国际原料药和制剂合作方面, 海正具有国内其他企业没有的认证优势、产品储备优势、生产能力优势, 与印度企业比, 国内巨大的内需又为海正进行国际合作提供了强大支持。上半年以来公司动作频频, 参股 PharmTak 增强公司在高端仿制药制剂研发以及在规范药政市场注册能力, 有利于加快开拓制剂国际市场的步伐。
- **战略性投资品种, 维持强烈推荐评级。**海正是医药行业不可多得得战略性品种, 我们预测海正 2011-2013 年 EPS 为 1.00、1.47 和 1.75 元, 公司, 维持强烈推荐评级。
- **风险提示:** 业绩可预测性较低。

主要财务指标

| 单位: 百万元 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元) | 4545 | 5516 | 6674 | 8062 |
| 同比(%) | 14% | 21% | 21% | 21% |
| 归属母公司净利润(百万元) | 374 | 523 | 767 | 918 |
| 同比(%) | 34% | 43% | 47% | 20% |
| 毛利率(%) | 29.3% | 30.5% | 30.8% | 30.8% |
| R E(%) | 13.6% | 11.7% | 14.9% | 15.6% |
| 每股收益(元) | 0.70 | 1.00 | 1.46 | 1.75 |
| P/E | 54.67 | 38.26 | 26.07 | 21.78 |
| P/B | 7.41 | 4.46 | 3.89 | 3.39 |
| EV/EBITDA | 29 | 22 | 17 | 14 |

资料来源: 中投证券研究所

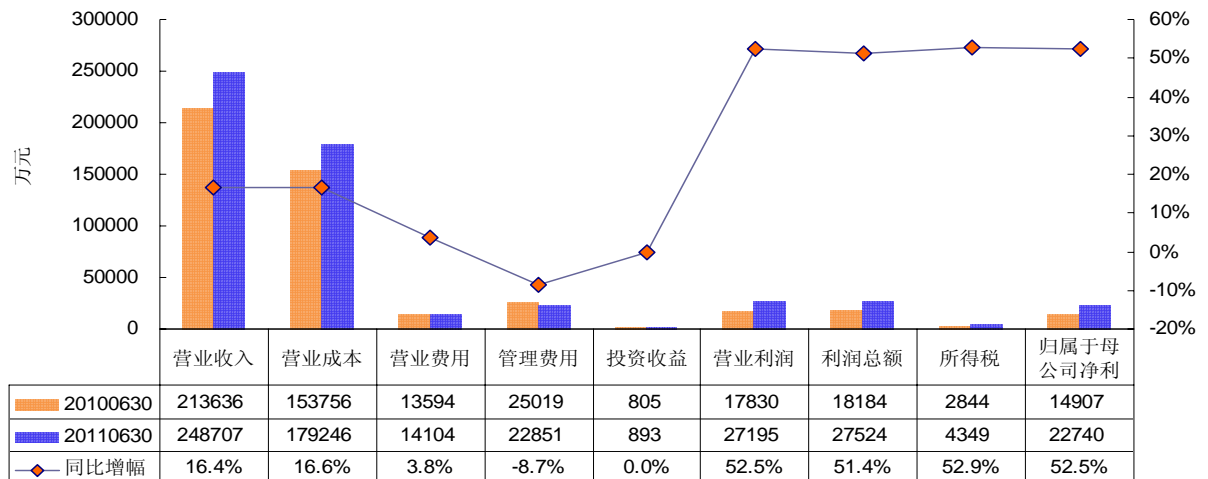
一、增长符合预期，二季度业绩再创历史新高

海正公布半年报，收入 24.87 亿，同比增长 16.42%；归属于母公司净利润 2.27 亿，同比增长 52.55%，实现 EPS0.43 元。扣非后净利润 2.25 亿，增长 53.98%。

从各项指标来看，成本与收入上升基本同步，而费用率降低：营业费用率下降 0.69%，管理费用率下降 2.52%，这体现了公司的良好费用控制能力。

管理费用中职工薪酬下降 1734 万，降幅达 29%，我们预计全年下降幅度不会有这么大。折旧摊销费用 1619 万，幅度为 46%，主要是由于成本核算方式的改变。

图 1 海正主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

分季度来看，一季度实现 EPS0.19 元，二季度收入再创新高高达 12.7 亿元，归属于母公司的净利润达 1.26 亿，同比增长 52%，环比增长 24%。单季实现 EPS0.24 元，略高于此前单季度最高值——去年第四季度。

表 1：海正的季度盈利性数据

| 财务指标 | 10年 1Q | 10年 2Q | 10年 3Q | 10年 4Q | 11年 1Q | 11年 2Q | 2Q 同比 | 2Q 环比 |
|------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| 营业总收入 | 101448 | 112188 | 113794 | 127020 | 121477 | 127230 | 13.41% | 4.74% |
| 营业成本 | 72788 | 80968 | 78979 | 88785 | 87099 | 92146 | 13.81% | 5.79% |
| 营业费用 | 6183 | 7410 | 8191 | 6409 | 6782 | 7323 | -1.18% | 7.98% |
| 管理费用 | 12064 | 12955 | 12585 | 16005 | 12865 | 9985 | -22.92% | -22.39% |
| 财务费用 | 1384 | 1281 | 1394 | 1413 | 1404 | 1465 | 14.36% | 4.34% |
| 营业利润 | 7994 | 9836 | 12146 | 13325 | 12348 | 14847 | 50.95% | 20.24% |
| 利润总额 | 8042 | 10142 | 12096 | 14716 | 12507 | 15016 | 48.06% | 20.06% |
| 所得税 | 1250 | 1594 | 2421 | 2296 | 2172 | 2177 | 36.60% | 0.24% |
| 归属于母公司净利 | 6619 | 8288 | 9332 | 12337 | 10155 | 12585 | 51.84% | 23.93% |
| EPS | 0.13 | 0.16 | 0.18 | 0.24 | 0.19 | 0.24 | 0.08 | 0.05 |
| 毛利率(%) | 28.3 | 27.8 | 30.6 | 30.1 | 28.3 | 27.6 | -0.25 | -0.03 |
| 营业费用率(%) | 6.1 | 6.6 | 7.2 | 5.1 | 5.6 | 5.8 | -0.85 | 0.03 |
| 管理费用率(%) | 11.9 | 11.6 | 11.1 | 12.6 | 10.6 | 7.9 | -3.70 | -0.26 |
| 财务费用率(%) | 1.4 | 1.1 | 1.2 | 1.1 | 1.2 | 1.2 | 0.01 | -0.01 |
| 销售净利润率(%) | 6.5 | 7.4 | 8.2 | 9.7 | 8.4 | 9.9 | 2.50 | 0.18 |

资料来源：海正历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 * EPS 按最新股本摊薄

二、抗寄生虫药及抗肿瘤药是利润增长的主要来源

分产品类别方面，抗寄生虫及抗肿瘤药物是利润增长的主力军，寄生虫药和抗肿瘤贡献的毛利增长幅度分别为 73%、22%，抗感染药持平，内分泌由于阿卡波糖售价下降毛利率略有下滑。心血管药物仍然在下滑。

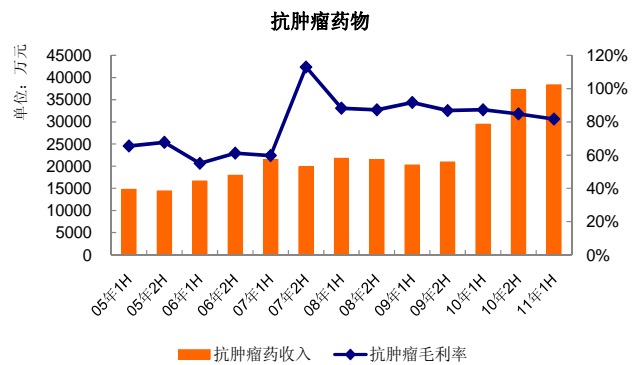
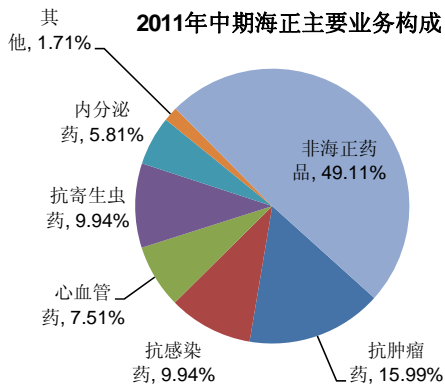
国内制剂方面，2011年上半年公司制剂产品收入增长14.65%，毛利下降2.33%，我们认为国内制剂下半年将有所好转。

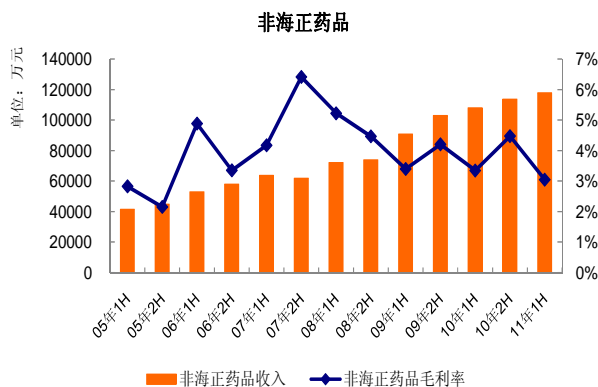
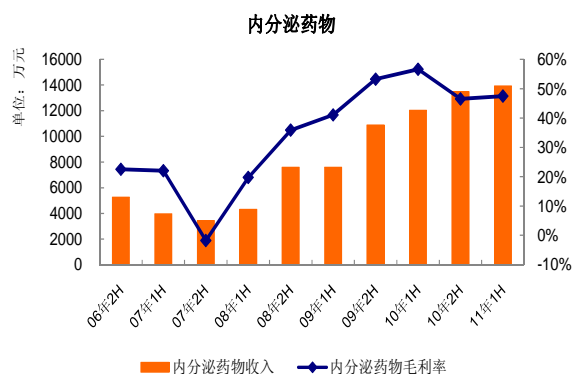
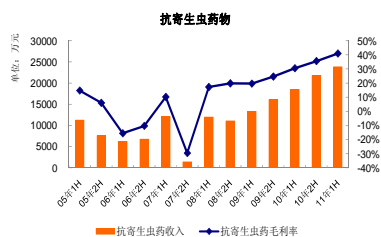
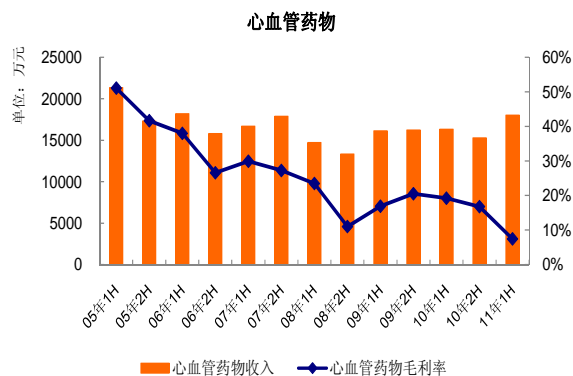
表 2: 海正药业的主要产品利润贡献分析

| 产品类别 | 10年1H | | 11年1H | | 毛利增加值 | 收入同比增长 | 毛利同比增长 |
|----------|--------|--------|--------|--------|-------|-----------|----------|
| | 主营收入 | 毛利率 | 主营收入 | 毛利率 | | | |
| 抗肿瘤药 | 29437 | 87.26% | 38331 | 81.65% | 5611 | 30.21% | 21.84% |
| 抗感染药 | 24250 | 52.93% | 23823 | 54.06% | 43 | -1.76% | 0.34% |
| 心血管药 | 16319 | 19.20% | 18010 | 7.42% | -1797 | 10.36% | -57.35% |
| 抗寄生虫药 | 18472 | 30.62% | 23835 | 41.06% | 4130 | 29.03% | 73.03% |
| 内分泌药 | 12023 | 56.61% | 13927 | 47.47% | -195 | 15.84% | -2.87% |
| 其他 | 2832 | 57.01% | 4102 | 44.45% | 209 | 44.83% | 12.92% |
| 海正产品 | 103333 | 53.94% | 122028 | 52.23% | 7997 | 18.09% | 14.35% |
| 其中：海正成品药 | 34715 | 89.40% | 39801 | 76.16% | -723 | 14.65% | -2.33% |
| 非海正药品 | 107938 | 3.34% | 117752 | 3.04% | -25 | 9.09% | -0.71% |
| 其他 | 17.16 | 47.65% | 3937 | 9.57% | 369 | 22844.76% | 4508.21% |
| 合计 | 211288 | 28.09% | 243717 | 27.77% | 8329 | 15.35% | 14.03% |

资料来源：海正药业年报、中投证券研究所 除了比率外，均为万元

图 2: 海正药业主要产品增长情况





资料来源：海正药业历年报表、中投证券研究所

三、产业升级正在进行

海正在 2010 年成功完成了从特色原料药企业向品牌仿制药企业的转型，产业升级正在进行时，未来将逐步进入新的发展阶段。

一方面，国内制剂领域批文众多，公司与辉瑞共同投资 2.95 亿设立合资公司使得未来国内制剂销售有望上一个台阶。另一方面，在国际原料药和制剂合

作方面，海正具有国内其他企业没有的认证优势、产品储备优势、生产能力优势，与印度企业比，国内巨大的内需又为海正进行国际合作提供了强大支持。上半年以来公司动作频频，参股 PharmTak 增强公司在高端仿制药制剂研发以及在规范药政市场注册能力，有利于加快开拓制剂国际市场的步伐。

公司 2011 年度拟订的经营计划：收入为 52.12 亿元、利润总额 5.84 亿元，上半年的完成率分别为 46.71%、47.09%，我们认为全年可达到目标。

海正是医药行业不可多得的战略性品种，我们预测海正 2011-2013 年 EPS 为 1.00、1.47 和 1.75 元，公司，维持强烈推荐评级。风险提示：业绩可预测性较低。

附：财务预测表

| 资产负债表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 流动资产 | 1999 | 1911 | 3614 | 5272 |
| 现金 | 494 | 100 | 1428 | 2632 |
| 应收账款 | 627 | 761 | 921 | 1113 |
| 其它应收款 | 6 | 7 | 8 | 10 |
| 预付账款 | 95 | 113 | 136 | 164 |
| 存货 | 655 | 781 | 941 | 1136 |
| 其他 | 123 | 149 | 180 | 217 |
| 非流动资产 | 3923 | 3940 | 3742 | 3504 |
| 长期投资 | 157 | 157 | 157 | 157 |
| 固定资产 | 2069 | 2636 | 2769 | 2702 |
| 无形资产 | 383 | 371 | 360 | 348 |
| 其他 | 1314 | 776 | 457 | 297 |
| 资产总计 | 5922 | 5850 | 7355 | 8776 |
| 流动负债 | 1579 | 1816 | 1663 | 1823 |
| 短期借款 | 451 | 584 | 300 | 300 |
| 应付账款 | 426 | 508 | 612 | 739 |
| 其他 | 702 | 724 | 751 | 784 |
| 非流动负债 | 1598 | -494 | 506 | 1006 |
| 长期借款 | 1506 | -494 | 506 | 1006 |
| 其他 | 92 | 0 | 0 | 0 |
| 负债合计 | 3177 | 1321 | 2169 | 2829 |
| 少数股东权益 | 46 | 46 | 46 | 46 |
| 股本 | 484 | 525 | 525 | 525 |
| 资本公积 | 882 | 2175 | 2175 | 2175 |
| 留存收益 | 1333 | 1783 | 2441 | 3201 |
| 归属母公司股东权益 | 2698 | 4483 | 5141 | 5901 |
| 负债和股东权益 | 5922 | 5850 | 7355 | 8776 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 经营活动现金流 | 509 | 577 | 896 | 1052 |
| 净利润 | 374 | 523 | 767 | 918 |
| 折旧摊销 | 260 | 288 | 357 | 398 |
| 财务费用 | 55 | 56 | 15 | 30 |
| 投资损失 | -42 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -140 | -218 | -264 | -318 |
| 其它 | 2 | -71 | 21 | 23 |
| 投资活动现金流 | 509 | -309 | -160 | -160 |
| 资本支出 | 823 | 300 | 150 | 150 |
| 长期投资 | -47 | 0 | 0 | 0 |
| 其他 | 1285 | -9 | -10 | -10 |
| 筹资活动现金流 | 161 | -662 | 592 | 312 |
| 短期借款 | -220 | 133 | -284 | 0 |
| 长期借款 | 280 | -2000 | 1000 | 500 |
| 普通股增加 | 0 | 41 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | 0 | 1293 | 0 | 0 |
| 其他 | 101 | -129 | -124 | -188 |
| 现金净增加额 | -2 | -394 | 1328 | 1204 |

| 利润表 | | | | |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 营业收入 | 4545 | 5516 | 6674 | 8062 |
| 营业成本 | 3215 | 3834 | 4618 | 5576 |
| 营业税金及附加 | 26 | 31 | 38 | 45 |
| 营业费用 | 282 | 331 | 400 | 484 |
| 管理费用 | 536 | 634 | 685 | 827 |
| 财务费用 | 55 | 56 | 15 | 30 |
| 资产减值损失 | 40 | 0 | 0 | 0 |
| 公允价值变动收益 | -0 | 0 | 0 | 0 |
| 投资净收益 | 42 | 0 | 0 | 0 |
| 营业利润 | 433 | 630 | 918 | 1099 |
| 营业外收入 | 27 | 0 | 0 | 0 |
| 营业外支出 | 10 | 0 | 0 | 0 |
| 利润总额 | 450 | 630 | 918 | 1099 |
| 所得税 | 76 | 107 | 152 | 181 |
| 净利润 | 374 | 523 | 767 | 918 |
| 少数股东损益 | 9 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 366 | 523 | 767 | 918 |
| EBITDA | 748 | 974 | 1290 | 1528 |
| EPS (元) | 0.70 | 1.00 | 1.46 | 1.75 |

| 主要财务比率 | | | | |
|-----------------|-------|-------|-------|-------|
| 会计年度 | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 13.5% | 21.4% | 21.0% | 20.8% |
| 营业利润 | 26.3% | 45.4% | 45.9% | 19.7% |
| 归属于母公司净利润 | 34.3% | 42.9% | 46.7% | 19.7% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率 | 29.3% | 30.5% | 30.8% | 30.8% |
| 净利率 | 8.0% | 9.5% | 11.5% | 11.4% |
| ROE | 13.6% | 11.7% | 14.9% | 15.6% |
| ROIC | 11.2% | 15.0% | 20.2% | 24.1% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率 | 53.7% | 22.6% | 29.5% | 32.2% |
| 净负债比率 | | | | |
| 流动比率 | 1.27 | 1.05 | 2.17 | 2.89 |
| 速动比率 | 0.83 | 0.60 | 1.58 | 2.24 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.82 | 0.94 | 1.01 | 1.00 |
| 应收账款周转率 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| 应付账款周转率 | 7.59 | 8.21 | 8.25 | 8.26 |
| 每股指标 (元) | | | | |
| 每股收益(最新摊薄) | 0.70 | 1.00 | 1.46 | 1.75 |
| 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.97 | 1.10 | 1.71 | 2.00 |
| 每股净资产(最新摊薄) | 5.14 | 8.54 | 9.79 | 11.24 |
| 估值比率 | | | | |
| P/E | 54.67 | 38.26 | 26.07 | 21.78 |
| P/B | 7.41 | 4.46 | 3.89 | 3.39 |
| EV/EBITDA | 29 | 22 | 17 | 14 |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30% 以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10% 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10% 以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5% 以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5% 以上

分析师简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434