

2012年3月28日

黎莹  
C0051@e-capital.com.cn  
目标价(元)

33

## 海正药业(600267.SH)

Buy 买入

### 2011年净利润增长38%，看好长期发展前景

#### 结论与建议：

海正药业为致力于向全球化制剂企业转型的原料药企业，公司的优势在于研发的积累、海外文号申报的经验、以及广泛的国际合作，预计2012年/2013年实现净利润6.31亿元（YOY+25%）/7.76亿元（YOY+23%），EPS分别为1.2元/1.48元，对应PE分别为23倍/19倍，考量公司具有国际市场技术能力，具有长期发展空间，维持“买入”建议。

#### 公司基本资讯

产业别	医药生物		
A 股价(2012/3/27)	26.64		
上证综合指数(2012/3/27)	2347.18		
股价 12 个月高/低	40.37/24.75		
总发行股数 (百万)	524.82		
A 股数 (百万)	524.82		
A 市值 (亿元)	139.81		
主要股东	浙江海正集团有限公司 (38.20%)		
每股净值 (元)	8.58		
股价/账面净值	3.11		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-2.70	-17.90	-21.56

#### 近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
--	--	--

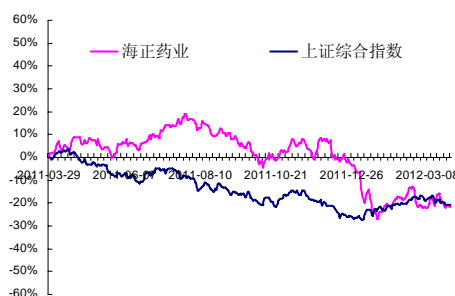
#### 产品组合

医药商业	50%
抗肿瘤药	16%
抗寄生虫药(百万元)	10%
抗感染药(百万元)	10%
心血管药(百万元)	6%

#### 机构投资者占流通 A 股比例

保险公司	1.48%
基金	24.39%
券商集合理财	0.04%
一般法人	53.08%

#### 股价相对大盘走势



■ **2011年净利润增长38%：**2011年实现营收51.6亿元（YOY+14%），实现净利润5.04亿元（YOY+38%），EPS分别为0.96元，基本符合我们预估净利润增长36%的预期。其中，综合毛利率保持降低1.1个百分点，费用率控制良好，销售费用率降低0.7个百分点，管理费用率降低2个百分点，财务费用率降低0.2个百分点，使营业利润率提高1.5个百分点至9.6%。2011年4Q实现营收15.32亿元（YOY+21%）/（QOQ+34%），实现净利润1.54亿元（YOY+25%）/（QOQ+26%），每股收益0.29元。

■ **抗肿瘤药，抗寄生虫药增长良好：**抗肿瘤药是公司最大的品种，毛利占比为47%，2011年实现营收8.03亿元（YOY+20%），由于成本因素，毛利率降低3.5个百分点；抗寄生虫药毛利占比为14%，2011年实现营收5.07亿元（YOY+26%），由于高毛利新产品推出，毛利率降低5.4个百分点。

■ **抗感染药，心血管药走低：**由于政策性降价和限抗令等外部客观因素影响，抗感染药实现营收5.04亿元（YOY-6%），虽然销量增长，但收入规模下降，毛利率同比提高2.06个百分点；心血管药实现营收3.22亿元（YOY+2%），毛利率同比提高14.45个百分点，主要是因为市场竞争加剧，市场售价在不断走低所致。

■ **2012年展望：**1、2011年与多家跨国药企新签订4个产品转移生产合同，预计富阳原料药生产线年中将通过规范市场认证，以及有望取得新订单，定制生产将逐步放量。2、富阳新增产能的投产：固体制剂生产线已完成GMP认证，可进行正常；注射剂方面，卷曲霉素制剂线已于2011年底通过新版GMP的现场检查；肿瘤药制剂和培南类生产线均处于不同阶段，预计产能有望逐步释放。3、2011年研发投入2.02亿元，占母公司销售收入9.2%，公司目前有20多个在研生物药品种，单抗产品安佰诺III期临床结束，有望超预期上市。

■ **盈利预测：**作为一家致力于向全球化制剂企业转型的原料药企业，公司的优势在于研发的积累、海外文号申报的经验、以及广泛的国际合作。我们预计2012年/2013年实现净利润6.31亿元（YOY+25%）/7.76亿元（YOY+23%），EPS分别为1.2元/1.48元，对应PE分别为23倍/19倍，考量公司具有国际市场技术能力，具有长期发展空间，维持“买入”建议。目标价33元（2013PE 22X）。

..... 接续下页.....

年度截止 12 月 31 日		2009	2010	2011	2012 F	2013 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	272	366	504	631	776
同比增减	%	39.39%	34.35%	37.82%	25.26%	22.91%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.52	0.70	0.96	1.20	1.48
同比增减	%	39.39%	34.35%	37.82%	25.26%	22.91%
A 市盈率 (P/E)	X	53	39	29	23	19
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%	0.73%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER  $\geq$  30%); 买入 Buy (30% > ER  $\geq$  10%)  
 中性 Neutral (10% > ER > -10%)  
 卖出 Sell (-30% < ER  $\leq$  -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER  $\leq$  -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
营业收入	4,003	4,545	5,161	6,086	7,232
经营成本	2,892	3,215	3,708	4,298	5,025
主营业务利润	1,111	1,329	1,454	1,787	2,206
销售费用	232	282	282	329	434
管理费用	411	536	505	590	709
财务费用	78	55	52	61	72
营业利润	343	433	567	758	936
补贴收入	22	27	60	30	30
税前利润	351	450	619	778	956
所得税	72	76	103	132	163
少数股东损益	6	9	11	14	17
归属于母公司所有者的净利润	272	366	504	631	776

附二: 合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011	2012F	2013F
货币资金	641	494	1,350	1011	648
存货	580	655	828	888	905
应收账款	606	627	731	709	713
流动资产合计	2,050	1,999	3,154	2978	2016
长期股权投资	15	157	106	150	155
固定资产	1,807	2,069	2,316	2052	1568
无形资产及其他资产合计	361	383	474	26	28
资产总计	5,199	5,922	8,231	5206	4767
流动负债合计	1,485	1,579	1,580	1775	1734
长期负债合计	1,283	1,598	2,057	2004	1952
负债合计	2,768	3,177	3,637	3779	3686
少数股东权益	40	46	93	48	50
股东权益合计	2,431	2,744	4,594	1379	1031
负债及股东权益合计	5,199	5,922	8,231	5206	4767

附三: 合并现金流量表

百万元	2009	2010F	2011	2012F	2013F
经营活动产生的现金流量净额	473	509	525	653	763
投资活动产生的现金流量净额	-947	-668	-1,216	-1160	-562
筹资活动产生的现金流量净额	567	161	1,557	126	161
现金及现金等价物净增加额	92	-2	867	-381	362

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不对此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。