

海正药业 (600267.SH)

化学制药行业

评级: 增持 维持评级

业绩点评

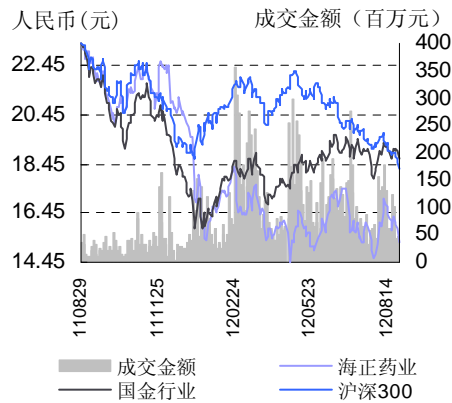
市价(人民币): 15.26元

API 业务下滑明显, 业绩低于预期;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	839.71
总市值(百万元)	128.14
年内股价最高最低(元)	23.34/14.45
沪深 300 指数	2228.20
上证指数	2055.71



相关报告

- 《与海外公司签订新药供货协议;》, 2012.5.8
- 《今年蓄势,富阳基地助推公司产业升级;》, 2012.5.2
- 《年报符合预期,逐步进入收获期;》, 2012.3.27

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

燕智 联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.756	0.960	0.579	0.595	0.779
每股净资产(元)	5.58	8.58	9.50	10.46	11.70
每股经营性现金流(元)	1.06	1.00	1.42	1.62	2.12
市盈率(倍)	50.90	33.08	26.34	25.66	19.58
行业优化市盈率(倍)	79.83	20.28	23.84	23.84	23.84
净利润增长率(%)	34.35%	37.82%	-3.50%	2.65%	31.04%
净资产收益率(%)	13.56%	11.20%	9.75%	9.10%	10.65%
总股本(百万股)	483.78	524.82	839.71	839.71	839.71

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2012 年上半年公司实现营业收入 28.97 亿元, 同比增长 16.50%; 实现归属于母公司的净利润 1.71 亿元, 同比下降 24.88%; 扣非后净利润 1.30 亿元, 同比下降 42.39%; 实现每股收益 0.203 元, 低于我们的预期。

经营分析

- API 业务下滑明显:** 上半年实现销售 8.29 亿元, 同比增长 0.83%, 毛利率 30.55%, 同比下降 10 个点。其中: 寄生虫药和兽药增长很好, 收入增长 30%, 但毛利率下滑 8 个点; 抗肿瘤药受制于下游客户订单暂停, 收入下滑 20%; 心血管药物受价格下行影响, 毛利率下降 9 个点, 出现亏损; 抗感染药物、内分泌药物基本持平。
- 国内制剂稳定增长:** 上半年完成销售 5.16 亿元, 同比增长 29.73%, 毛利率 75%, 保持稳定。其中: (1) 抗生素产品受到限抗影响销售额下滑; (2) 肿瘤药增长 20%以上, 终端数据显示抗肿瘤药物表柔比星稳定增长, 吡柔比星、伊达比星等增长较快。公司后续储备有包括来曲唑、多西他赛、他克莫司、奥利司他等多个潜力品种; (3) 其他药物有国内首仿一线利胆用药物腺苷蛋氨酸, 2009 年新进入医保, 目前正处于快速增长期。
- 业绩低于预期的原因:** (1) 基本面 API 经营处于低谷: 一是抗肿瘤原料药订单受国外肿瘤制剂客户技术改造的影响, 短期大幅减少; 二是他汀类产品价格持续走低; 三是新的产能受制于认证进程, 无非承接新的订单; (2) 管理费用大增, 研发支出增加 4000 万, 工资薪酬增加 3000 万。
- 后期能促发公司业绩恢复的因素:** (1) 下半年杭州公司新产能通过认证后的释放; (2) 明年肿瘤药原料药客户恢复订单; (3) 明年辉瑞合资公司开始贡献。

盈利调整和投资建议

- 我们下调公司 2012-2014 年 EPS 为 0.58 元(全部)、0.60 元(主业)、0.78 元(主业), 扣非后利润同比增长-19%、30%、30%。我们维持对公司一贯的判断: 公司代表着国内企业通过产业升级突破发展的方向, 这个过程中会有投入大于产出期, 但长期看逻辑成立并值得等待。从看明年角度维持“增持”评级。
- 风险提示: 订单的进程不达预期。

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	1	2	2	22
增持	0	1	2	2	20
中性	0	0	0	0	1
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.50	1.50	1.51

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-04-10	增持	22.32	N/A
2 2011-04-25	增持	22.63	N/A
3 2012-01-05	增持	17.66	N/A
4 2012-02-20	增持	17.50	40.00 ~ 45.00
5 2012-03-27	增持	16.49	N/A
6 2012-05-02	增持	14.45	28.00
7 2012-05-08	增持	15.88	N/A

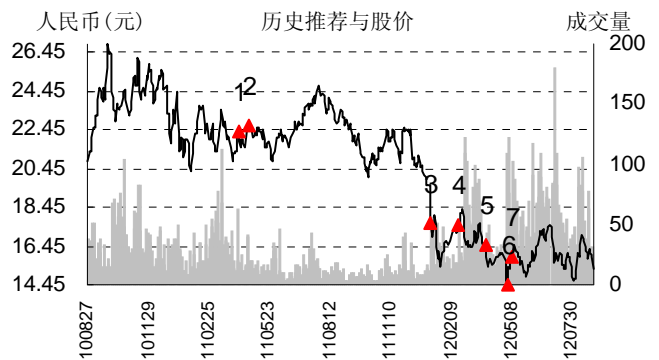
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明:

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照:

1.00 =买入; 1.01~2.0=增持; 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明:

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明:

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明:

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B