本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

证券研究报告—动态报告

医药保健

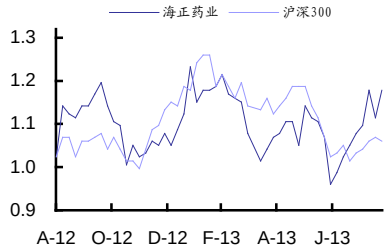
制药与生物

海正药业（600267） 谨慎推荐

2013 年中报点评 （调高评级）

2013 年 08 月 28 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	840/840
总市值/流通（百万元）	13,545/13,545
上证综指/深圳成指	2,096/8,335
12 个月最高/最低元）	17.82/12.32

相关研究报告:

《海正药业-600267-2012 年中报点评：2012 年是整固和缓冲期》 ——2012-08-28
《海正药业-600267-重大事件快评：产业升级模式日趋完备》 ——2012-05-09
《海正药业-600267-2012 年一季报点评：短期面临压力，长期趋势不变》 ——2012-04-27
《海正药业-600267-2011 年报点评：效益型增长有望持续》 ——2012-03-27
《海正药业-600267-重大事件快评：与辉瑞合作再进一步》 ——2012-02-20

证券分析师：杜佐远
电话：0755-82130473
E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070001
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码：S0980510120026

财报点评

拐点初显

- **主业增长 15%，EPS0.19 元，略超预期，Q2 改善明显**

收入 42.73 亿元（+47%，海正辉瑞并表），营业利润 3.26 亿元（+83%），利润总额 3.36 亿元（+62%），净利润 2.60 亿元（+48%），归母公司净利润 1.60 亿元（-6%），EPS0.19 元略超预期的 0.18 元；扣非后净利润 1.49 亿元（+15%），合每股 0.18 元。经营性现金流 3.06 亿元（+35%）超净利润。2 季度业绩改善明显：13Q2 收入增 52%，归母公司净利润增 29%，扣非净利润增 28%。

- **制剂快速增长，贡献主要利润；原料药有所恢复，毛利率大幅提升**

上半年制剂业务（不包括辉瑞注入产品部分）6.75 亿元增长 31%，毛利率提升 4.43pp，其中腺甘蛋氨酸、氨基葡萄糖等新产品放量增长。合资公司海正辉瑞净利润 2.43 亿元，贡献公司净利润 1.24 亿元，占公司总净利润比例 77%；百盈医药处于前期投入期小幅亏损 355 万元；省公司盈利 1075 万元。公司正逐步打造国内 3 大制剂营销团队：海正辉瑞（高端品牌仿制药）、百盈医药（创新药和生物药）、省公司（OTC 和普药）。

原料药收入 9.49 亿元增长 14%，肿瘤药原料药部分恢复供货上半年增 50%以上，其他原料药毛利率也均有提升，整体原料药毛利率提升 10.38pp。

- **风险提示**

1）大量在建工程转固计提折旧；2）原料药出口业务带来的业绩波动。

- **拐点初显，上调投资评级至“谨慎推荐”**

公司经过 07-11 年连续 5 年的快速发展后，我们判断 2012 年是公司整固和缓冲期，2012 年业绩将面临较大压力，因此将公司投资评级下调至“中性”。经历 2012 年的整固和业绩洗礼，初步判断 13Q2 是公司业绩拐点，但考虑到 2013 年整体仍处于投入期，因此判断 2013 年有望在 2012 年低基数上实现小幅增长，2014-2015 年实现快速增长，预计 13-15 年 EPS0.39/0.53/0.70，同比增 8%/36%/32%，对应 13-15PE42/31/23X，短期估值不低，但长期仍看好其产业升级路径并期待制剂比重不断提升、新品上市厚积薄发。目前市值偏低，业绩具弹性，处于拐点期，上调投资评级至“谨慎推荐”。

盈利预测和财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,802	8,548	10,242	12,170
(+/-%)	12.4%	47.3%	19.8%	18.8%
净利润(百万元)	301	326	443	587
(+/-%)	-40.2%	8.2%	36.0%	32.4%
摊薄每股收益（元）	0.36	0.39	0.53	0.70
EBITMargin	6.1%	8.2%	9.7%	10.7%
净资产收益率（ROE）	6.4%	6.9%	9.4%	12.3%
市盈率（PE）	45.5	42.1	30.9	23.4
EV/EBITDA	27.8	22.8	17.3	13.9
市净率（PB）	2.93	2.91	2.89	2.87

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测注：摊薄每股收益按最新总股本计算

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。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

表 1：海正药业中期分产品收入—成本（百万元）

收入预测	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
抗肿瘤药	**557**	**667**	**803**	**733**	**952**	**1095**	**1237**
增长率	-2.5%	19.6%	20.4%	-8.8%	30.0%	15.0%	13.0%
毛利率	89.2%	85.9%	82.4%	85.5%	84.5%	84.5%	84.5%
抗感染药	**566**	**535**	**504**	**483**	**483**	**483**	**483**
增长率	43.8%	-5.4%	-5.9%	-4.2%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	43.9%	53.2%	55.2%	54.6%	58.6%	59.6%	60.1%
心血管药	**324**	**316**	**322**	**364**	**401**	**433**	**454**
增长率	15.3%	-2.4%	2.1%	12.9%	10.0%	8.0%	5.0%
毛利率	18.7%	18.0%	3.6%	6.2%	11.0%	11.0%	11.0%
抗寄生虫药及兽药	**295**	**402**	**507**	**610**	**671**	**819**	**983**
增长率	27.9%	36.5%	26.0%	20.5%	10.0%	22.0%	20.0%
毛利率	22.5%	33.4%	38.8%	33.7%	43.7%	43.7%	43.7%
内分泌药	**185**	**255**	**298**	**346**	**387**	**445**	**499**
增长率	55.3%	38.1%	16.9%	16.0%	12.0%	15.0%	12.0%
毛利率	48.2%	51.3%	46.9%	42.8%	42.8%	42.8%	42.8%
其他药品	**54**	**75**	**124**	**164**	**303**	**454**	**613**
增长率	50.0%	38.1%	65.5%	32.0%	85.0%	50.0%	35.0%
毛利率	52.5%	44.7%	37.0%	48.6%	75.0%	78.0%	80.0%
海正产品小计	**1980**	**2250**	**2558**	**2699**	**3197**	**3729**	**4269**
增长率	21.4%	13.6%	13.7%	5.5%	18.4%	16.6%	14.5%
毛利率	50.0%	53.9%	52.1%	49.9%	56.9%	58.0%	59.0%
其中：制剂	**627**	**796**	**946**	**1006**	**1358**	**1765**	**2207**
增长率	13.4%	27.0%	18.9%	6.3%	35.0%	30.0%	25.0%
毛利率	81.27%	79.75%	74.16%	77.2%	79.5%	80.0%	80.5%
原料药	**1353**	**1454**	**1611**	**1693**	**1839**	**1963**	**2062**
增长率	25.5%	7.4%	10.9%	5.1%	8.6%	6.8%	5.0%
毛利率	35.5%	39.7%	39.2%	33.6%	40.1%	38.2%	36.0%
非海正药品（医药流通）	**1935**	**2216**	**2510**	**2999**	**3448**	**3966**	**4561**
增长率	32.6%	14.5%	13.3%	19.5%	15.0%	15.0%	15.0%
毛利率	3.8%	3.9%	3.2%	2.7%	2.7%	2.7%	2.7%
海正辉瑞（辉瑞注入产品）					**1799**	**2339**	**2924**
增长率						30.0%	25.0%
毛利率					53.0%	53.5%	54.0%
主营业务合计	**3916**	**4465**	**5068**	**5697**	**8444**	**10033**	**11753**
增长率	26.7%	14.0%	13.5%	12.4%	48.2%	18.8%	17.1%
毛利率	27.1%	29.1%	27.9%	25.0%	33.9%	35.1%	35.9%
非主营业务	88	79	93	104	104	209	417
增长率	-3.7%	-9.9%	18.2%	11.6%	0.0%	100.0%	100.0%
毛利率	54.9%	38.0%	42.0%	38.9%	38.9%	38.9%	38.9%
收入合计	**4003**	**4545**	**5161**	**5802**	**8548**	**10242**	**12170**
增长率	25.8%	13.5%	13.6%	12.4%	47.3%	19.8%	18.8%
毛利率	27.76%	29.25%	28.17%	25.3%	34.0%	35.2%	36.0%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1634	1600	1600	1600
应收款项	998	1471	1762	2094
存货净额	1060	1428	1669	1949
其他流动资产	548	808	968	1150
流动资产合计	**4240**	**5307**	**5999**	**6793**
固定资产	5601	6697	7565	8151
无形资产及其他	536	518	500	482
投资性房地产	87	87	87	87
长期股权投资	105	105	105	105
资产总计	**10569**	**12714**	**14256**	**15618**
短期借款及交易性金融负债	1674	3099	4057	4703
应付款项	773	1042	1217	1422
其他流动负债	483	720	845	990
流动负债合计	**2930**	**4861**	**6119**	**7114**
长期借款及应付债券	2279	2279	2279	2279
其他长期负债	162	187	212	237
长期负债合计	**2441**	**2466**	**2491**	**2516**
负债合计	**5371**	**7326**	**8610**	**9630**
少数股东权益	512	680	908	1211
股东权益	4686	4708	4738	4777
负债和股东权益总计	**10569**	**12714**	**14256**	**15618**

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.36	0.39	0.53	0.70
每股红利	0.10	0.36	0.49	0.65
每股净资产	5.58	5.61	5.64	5.69
ROIC	4%	6%	7%	9%
ROE	6%	7%	9%	12%
毛利率	25%	34%	35%	36%
EBIT Margin	6%	8%	10%	11%
EBITDA Margin	12%	11%	13%	14%
收入增长	12%	47%	20%	19%
净利润增长率	-40%	8%	36%	32%
资产负债率	56%	63%	67%	69%
息率	2.0%	2.2%	3.0%	4.0%
P/E	45.5	42.1	30.9	23.4
P/B	2.9	2.9	2.9	2.9
EV/EBITDA	27.8	22.8	17.3	13.9

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**5802**	**8548**	**10242**	**12170**
营业成本	4335	5644	6639	7787
营业税金及附加	21	41	49	58
销售费用	377	1116	1326	1568
管理费用	715	1047	1239	1459
财务费用	59	84	114	134
投资收益	35	35	35	35
资产减值及公允价值变动	(46)	(46)	(46)	(46)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	284	607	864	1154
营业外净收支	46	50	30	30
利润总额	**330**	**657**	**894**	**1184**
所得税费用	61	121	165	219
少数股东损益	(32)	210	286	378
归属于母公司净利润	**301**	**326**	**443**	**587**

现金流量表（百万元）	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	301	326	443	587
资产减值准备	27	(46)	0	0
折旧摊销	333	222	304	386
公允价值变动损失	46	46	46	46
财务费用	59	84	114	134
营运资本变动	(265)	(616)	(366)	(420)
其它	(29)	214	229	303
经营活动现金流	**413**	**146**	**655**	**902**
资本开支	(1542)	(1300)	(1200)	(1000)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	**(1541)**	**(1300)**	**(1200)**	**(1000)**
权益性融资	442	0	0	0
负债净变化	358	0	0	0
支付股利、利息	(281)	(304)	(414)	(547)
其它融资现金流	**813**	**1425**	**958**	**646**
融资活动现金流	1411	1121	545	98
现金净变动	283	(34)	0	0
货币资金的期初余额	1350	1634	1600	1600
货币资金的期末余额	1634	1600	1600	1600
企业自由现金流	(1186)	(1121)	(456)	25
权益自由现金流	(15)	234	409	561

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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±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±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

分析师承诺

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。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

国信证券

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫　莉	010-88005316
固定收益		**交通运输**		**机械**	
赵　婧	021-60875174	郑　武	0755-82130422	郑　武	0755-82130422
		岳　鑫	0755-82130432	陈　玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨　森	0755-82133343
商业贸易		**钢铁及新材料**		**房地产**	
孙菲菲	0755-82130722	郑　东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘　宏	0755-22940109
基础化工及石化		**医药**		**电子**	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘　翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁　丹	0755-82139908	陈　平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘	0755-82133400		
计算机		**传媒**		**纺织服装及日化**	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱　元	021-60933162
		刘　明	010-88005319		
电力及公共事业		**非银行金融**		**银行**	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王　婧	
		田　良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
轻工		**建筑工程及建材**		**家电**	
邵　达	0755-82130706	邱　波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘　萍	0755-82130678		
通信		**电力设备**		**新能源**	
程　成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张	010-88005311
食品饮料		**旅游**		**农业**	
龙　飞	0755-82133920	曾　光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟　潇	0755-82132098	赵　钦	021-60933163
金融工程		**基金评价与研究**			
戴　军	0755-82133129	李　腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱　晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

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）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏　宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑　毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑　灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘　墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄　艺	010-66020272 18611847166	刘　塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐　冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨　柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李　佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁　丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		