

## 海正药业 (600267.SH)

### 短期利润承压、长期向好趋势明确

**评级: 增持**      **前次: 增持**  
**目标价(元): 16.8-18.9**  
 分析师: 谢刚      联系人: 孙建  
 S0740510120005  
 021-20315178      021-20315180  
 xiegang@r.qlzq.com.cn      zhouxg@r.qlzq.com.cn  
 2014年10月28日

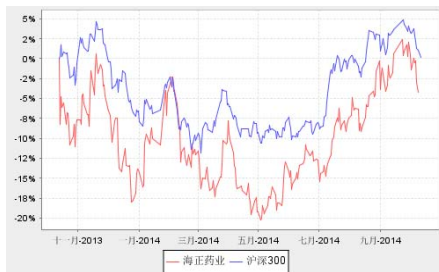
#### 基本状况

总股本(百万股)	965.53
流通股本(百万股)	839.71
市价(元)	16.37
市值(百万元)	15805.76
流通市值(百万元)	13746.04

#### 业绩预测

指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	5,801.77	8,604.31	9,442.40	10,812.0	12,465.4
营业收入增速	12.41%	48.31%	9.74%	14.51%	15.29%
净利润增长率	-40.23%	0.19%	2.11%	31.09%	35.65%
摊薄每股收益(元)	0.36	0.36	0.32	0.42	0.57
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	41.50	41.23	51.28	39.12	28.84
PEG	—	218.90	24.33	1.26	0.81
每股净资产(元)	5.58	5.82	7.31	7.74	8.31
每股现金流量(元)	0.45	0.63	0.94	1.40	1.73
净资产收益率	6.43%	6.18%	4.74%	5.53%	6.83%
市净率	2.67	2.55	2.24	2.12	1.97
总股本(百万元)	839.71	839.71	965.53	965.53	965.53

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 投资要点

- **海正药业公布三季报, 业绩基本符合我们的预期:** 前三季度公司营业收入 74.2 亿, 同比增长 16.3%, 净利润 2.27 亿, 同比增长 5.68%, 扣非后净利润 1.76 亿, 同比下降 8.18%; 其中第三季度营业收入 26.49 亿, 同比增长 25.7%, 净利润 0.57 亿, 同比增长 5.62%, 扣非后净利润 0.26 亿, 同比下降 39%。
- **综合毛利率下滑以及财务费用上升拖累单季度业绩表现。** 由于合资公司生产线二季度投产等原因, 公司 14 年中报显示在建工程转固 22 亿。固定资产的大幅增加对公司三季报带来两方面负面影响: 1、制造费用上升造成自有制剂毛利率下滑约 1 个百分点; 2、财务费用同比上升明显, 财务费用率由去年同期 1.15% 上升至 2.07% (公司以前存在利息支出资本化)。
- **但从收入端来看, 公司各分业务仍维持健康向上的发展态势:**
  - **制剂业务继续维持快速增长。** 前三季度公司制剂业务总体增速预计达到 15%-20%, 较上半年增速有所加快。其中腺苷蛋氨酸、硫酸氨基葡萄糖均同比增长 50% 左右; 海正辉瑞销售的海正制剂产品因去年同期基数原因实现个位数增长; 辉瑞注入制剂产品同比增长超 20%, 高基数上继续维持快速增长。我们认为, 公司原有制剂产品以及辉瑞注入制剂产品的竞争优势均非常显著, 辅以海正辉瑞强大的营销能力, 公司制剂业务未来将持续向好。
  - **原料药业务维持稳定。** 前三季度公司原料药业务收入微幅下滑, 但较上半年下滑幅度有所收窄; 同时毛利率仍维持 30%+, 仅比去年同期下滑 1 个百分点。展望未来, 随着合同定制业务占原料药比例的提升, 原料药业务总体将维持收入、毛利率稳定。

- **现金流改善大幅超预期。**前三季度公司经营净现金流高达 5.35 亿，大幅高于净利润，同时公司应收账款周转率与去年同期相比也基本保持不变。公司优异的现金流数据也为未来利润的持续增长预留了充足的空间。
- **总体而言，短期有压力、但长期向好态势不变。**由于 22 亿在建工程的转固，公司三季度毛利率、财务费用率均承受了一定的压力，并在一定程度上拖累了公司三季度业绩。但作为转型期公司，我们认为**市场应更加关注公司制剂业务的收入高增长**。目前公司**品种优势突出、营销能力已获极大改善**，同时在**研重量级生物药和创新药也即将进入收获期**，公司**长期向好趋势明确**。
- **盈利预测：**我们预计公司 2014-16 年归母净利润分别为 3.08 亿，4.04 亿，5.48 亿，同比分别增长 2%、31%、36%，全面摊薄后 EPS 分别为 0.32 元、0.42 元、0.57 元，对应当前股价市盈率分别为 51 倍、39 倍、29 倍。**综合考虑公司制剂业务的高增长、研发收获期的逐渐到来、以及公司业绩的巨大弹性，维持“增持”评级。**
- **风险提示：** 在建工程转固后毛利率下滑、财务费用率上升；海正辉瑞团队融合不达预期。

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司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，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，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。