

海正药业 (600267.SH)

制剂收入稳健增长、利润释放仍需等待

评级: 增持 **前次: 增持**
目标价 (元): 21-23.1
 分析师: 谢刚 联系人: 周小刚
 S0740510120005
 021-20315178 021-20315180
 xiegang@r.qlzq.com.cn zhouxg@r.qlzq.com.cn
 2015年3月31日

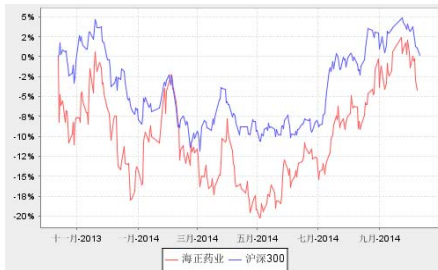
基本状况

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

- 海正年报业绩:** 1、全年公司营业收入 101 亿元, 同比增长 17.4%, 归母净利润 3.08 亿, 同比增长 2%, 扣非后归母净利润 1.83 亿, 同比下降 16.7%; 其中第四季度营业收入 26.8 亿, 同比增长 20.6%, 归母净利润 0.81 亿, 同比下降 6.9%, 扣非后归母净利润 0.07 亿, 同比下降 75%。2、公司预告 15 年一季度因海正辉瑞“特治星”供货不足收入减少导致净利润同比下降 100%。3、14 年利润分配方案为每 10 股派现金 1.1 元。
- 医药制剂销售收入高基数上延续稳健增长, 其中明星品种高增长, 同时海正辉瑞在战略市场(中段市场)已成功实现突破, 为未来制剂收入高增长奠定坚实基础:**
 - 海正辉瑞:** 14 年海正辉瑞实现销售收入 49.5 亿, 同比增长 14.7%, 实现净利润 5.11 亿, 同比增长 14.8%, 总体呈稳健增长态势。我们预计原海正品种实现 5%-10% 增长, 辉瑞注入品种增速或达 20%。14 年海正辉瑞成功在战略市场(中段市场)实现突破, 已建立一支属地化营销队伍, 同时新增覆盖近 1000 个品种次。我们认为, 战略市场的成功突破将实现公司制剂业务未来长期可持续高增长。
 - 省公司销售制剂品种:** 省医药公司主要销售品种有腺苷蛋氨酸、氨基葡萄糖, 14 年分别实现销售收入 2.25 亿, 1.51 亿, 同比分别增长 34%、42%。我们认为, 公司自营明星品种的高增长未来仍有望持续。
- 原料药整体维持增长, 合同订制业务实现快速发展。** 14 年公司原料药实现收入 17.68%, 同比增长 3%, 毛利率 37.11%, 同比微幅下降 1.13 个百分点。原料药合同订制业务 14 年收入 3.69 亿, 同比增长 34%, 我们认为, 原料药合同订制业务未来仍有望维持较高增速。

- **医药商业快速增长，电商业务成为亮点。**14年公司医药商业收入41亿，同比增长22%，其中医药电商云开亚美大药房收入接近9000万，同比增长150%。未来公司医药电商业务将通过电商平台（天猫、京东）、移动终端（微信）、金融网络（招商银行）及自建的云开药网等多种模式覆盖更多终端客户市场，提升市场占有率。
- **毛利率下降、管理费用率提高、财务费用率提高共同驱动利润增速低于收入增速。**(1)、14年公司综合毛利率33.48%，13年同期34.67%，同比下降一个多百分点，公司毛利率下降一方面是因为低毛利率的医药商业收入增速高于整体增速，另一方面则是因为14年年中约20亿在建工程转固带动制造费用快速增长（14年自有品种制造费用同比增长18.12%，超收入增速）。(2)、14年公司销售费用率13.06%，同比下降1.52个百分点，主要因为市场推广费有所下降。(3)、14年公司管理费用率11.63%，同比增长0.63个百分点，主要因为职工薪酬增加，同时费用化研发费用由13年3.97亿增长至14年4.18亿。(4)、14年公司财务费用率明显增加，由13年1.62%提升至14年1.91%，同比增长39%。
- **固定资产、在建工程、有息负债仍处高位，短期利润仍有压力。**14年年报显示，公司固定资产48亿（13年底27亿），在建工程44亿（13年底45亿），有息负债36亿（13年底29.8亿）。未来在建工程转固以及财务费用负担或将使公司短期利润持续承压。
- **现金流表现优异。**14年公司经营净现金流5.71亿，同比增长8.3%，远超公司净利润。公司优异的现金流数据也为未来利润的长期高增长预留了充足的空间。
- **总体而言，短期仍有压力、但长期向好态势不变。**由于公司目前仍处于大规模投入期，短期内固定资产折旧压力以及高额财务负担均将使公司利润承受一定压力。但作为转型期公司，我们认为市场更应关注公司制剂收入的高增长。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，长期向好趋势明确。
- **盈利预测：**我们维持公司2015-16年归母净利润4.04亿，5.48亿，同比分别增长32%、36%，全面摊薄后EPS分别为0.42元、0.57元，对应当前股价市盈率分别为50倍、37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，上调公司目标价至21-23.1元，对应15年PE为50-55倍。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。

图表 1: 海正药业收入预测 (单位: 百万)

单位: 百万元	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
海正成品药						
销售额	1006	1510	1637	1891	2212	2615
YOY	6.29%	50.15%	8.38%	15.50%	17.00%	18.20%
毛利率	77.23%	81.96%	80.06%	80.00%	80.00%	81.00%
腺苷蛋氨酸						
销售额		167	225	338	473	614
YOY			34.73%	50.00%	40.00%	30.00%
其他海正成品药						
销售额 (万元)		1343	1412	1553	1740	2001
YOY			5.10%	10.00%	12.00%	15.00%
海正原料药						
销售额	1693	1716	1768	1821	1876	1932
YOY	5.07%	1.36%	3.04%	3.00%	3.00%	3.00%
毛利率	33.58%	38.24%	37.11%	37.00%	37.00%	37.00%
非海正药品						
销售额	2999	5248	6561	7818	9096	10422
YOY	19.48%	74.99%	25.02%	19.15%	16.36%	14.57%
毛利率	2.69%	20.40%	21.31%	22.22%	23.17%	24.14%
辉瑞成品药						
销售额		2144	2725	3406	4156	4987
YOY			27.12%	25.00%	22.00%	20.00%
毛利率		46.05%	47.52%	47.52%	47.52%	47.52%
其他非海正药品						
销售额	2999	3104	3836	4411	4941	5435
YOY	19.48%	3.51%	23.57%	15.00%	12.00%	10.00%
毛利率	2.69%	2.69%	2.69%	2.69%	2.69%	2.69%
其他业务						
销售额	97	125	3	3	3	3
YOY	5.43%	28.87%	-97.60%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	37.81%	16.01%	-77.94%	-77.94%	-77.94%	-77.94%
总体合计						
销售收入	5795	8599	9969	11532	13187	14971
YOY	12.31%	48.40%	15.93%	15.68%	14.35%	13.53%
毛利率	25.24%	34.71%	33.73%	34.00%	34.65%	35.71%

来源: 齐鲁证券研究所

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。