

2010年3月29日

刘荟
liuhui@e-capital.com.cn
目标价(元) 28.00

公司基本信息

产业别	医药
A 股价 (10/03/29)	24.03
上证综合指数 (10/03/29)	3123.80
股价 12 个月高/低	27.95 / 13.99
总发行股数 (百万)	483.78
A 股数 (百万)	483.78
A 市值 (亿元)	116.25
主要股东	浙江海正集团有限公司 (41.44%)
每股净值 (元)	4.94
股价/账面净值	4.86
	一个月 三个月 一年
股价涨跌 (%)	-3.96 -2.32 51.13

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2009-10-30	19.78	买入

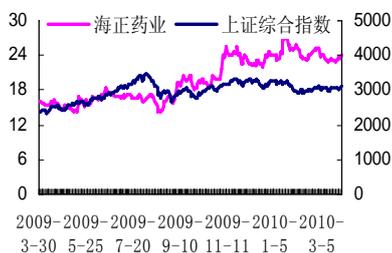
产品组合

非海正药品	48.34%
抗肿瘤药	13.92%
抗感染药	14.14%
心血管药	8.08%
抗寄生虫药	7.36%
内分泌药	4.61%

机构投资者占流通 A 股比例

一般法人	53.08%
基金	19.90%

股价相对大盘走势



海正药业(600267.SH)

Buy 买入

2010 年抗肿瘤药将恢复增长

结论与建议:

09 年公司净利润 2.72 亿元, 同比增长 39.39%, 基本符合预期。考虑到 2010 年抗肿瘤药的增速将有所恢复, 抗感染药和内分泌药将继续保持快速增长, 以及新产品的国际市场逐步拓展。预计公司 2010、2011 年将分别实现净利润 3.57 亿元和 4.35 亿元, 同比分别增长 31.29%和 21.77%, EPS 分别为 0.739 元和 0.90 元, 目前股价对应的 PE 分别为 32.5 倍和 26.7 倍。由于公司国际市场发展前景广阔, 给予买入的投资建议。

- 09 年公司实现营业收入 40.03 亿元, 同比增长 25.82%; 实现利润总额 3.51 亿元, 同比增长 45.56%; 实现归属于上市公司股东的净利润 2.72 亿元, 同比增长 39.39%, 实现每股收益 0.60 元, 公司计划按每 10 股派发现金股利 1.2 元。基本符合我们的预期。
- 从行业情况看, 09 年公司医药商业与医药工业的销售分别同比增长 32.59%和 20.08%。由于医药商业增幅较大, 产品结构调整使得公司综合毛利率同比下降 0.46 个百分点。而期间费用率同比下降 1.53 个百分点, 使得净利润增幅较大。
- 目前公司利润的主要来源仍为抗肿瘤药, 约占毛利的 45%。09 年因 Teva 等竞争对手降价, 肿瘤原料药价格受到较大影响, 使得肿瘤药整体销售收入出现 2.52%的小幅下降。但是考虑到 2010 年中, 柔红霉素产能提高及新增抗肿瘤系列药物生产技改项目将陆续投产, 预计 2010 年公司抗肿瘤药的增长将恢复到 15-20%。
- 09 年公司增长最快的两个部分是抗感染药和内分泌药, 销售分别同比增长 43.82%和 55.25%, 其中抗感染药的增长主要来自于达菲中间体, 销售收入近 2 亿元。预计 2010 年这两部分将继续保持较快增长。
- 考虑到 2010 年抗肿瘤药的增速将有所恢复, 抗感染药和内分泌药将继续保持快速增长, 以及新产品的国际市场逐步拓展。预计公司 2010、2011 年将分别实现净利润 3.57 亿元和 4.35 亿元, 同比分别增长 31.29%和 21.77%, EPS 分别为 0.739 元和 0.900 元, 目前股价对应的 PE 分别为 32.5 倍和 26.7 倍。由于公司国际市场发展前景广阔, 给予买入的投资建议。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	140	195	272	357	435
同比增减	%	69.38%	39.84%	39.39%	31.29%	21.77%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.311	0.435	0.563	0.739	0.900
同比增减	%	69.38%	39.84%	29.45%	31.29%	21.77%
A 股市盈率 (P/E)	X	77.3	55.3	42.7	32.5	26.7
股利 (DPS)	RMB 元	0.1	0.1	0.12	0.12	0.14
股息率 (Yield)	%	0.42%	0.42%	0.50%	0.50%	0.58%

营运分析

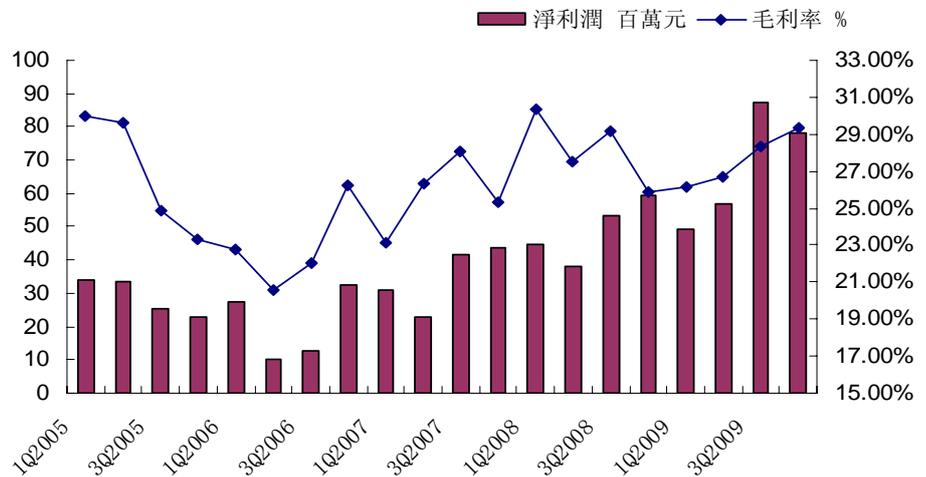
09 年净利润增长近 40%，期间费用率下降 1.5 个百分点。

09 年公司实现营业收入 40.03 亿元，同比增长 25.82%；实现利润总额 3.51 亿元，同比增长 45.56%；实现归属于上市公司股东的净利润 2.72 亿元，同比增长 39.39%，实现每股收益 0.60 元，公司计划按每 10 股派发现金股利 1.2 元。基本符合我们的预期。

净利润增幅较大，一方面来自于销售额的增加，另一方面是费用率的下降。由于公司推行“扁平化管理”，压缩管理层级，使得管理费用率同比下降 0.76 个百分点，同时公开增发募资也使财务费用率同比下降 0.64 个百分点，整体期间费用率同比下降 1.53 个百分点。

从行业情况看，09 年公司医药商业与医药工业分别实现销售收入 19.35 亿元和 19.80 亿元，分别同比增长 32.59% 和 20.08%。由于医药商业增幅较大，产品结构调整使得公司综合毛利率同比下降 0.46 个百分点。

图 1：公司净利润及毛利率情况



资料来源：公司年报，群益证券整理

产品

预计 2010 年公司各主要产品将继续较快增长。

目前公司利润的主要来源仍为抗肿瘤药，约占毛利的 45%。09 年因 Teva 等竞争对手降价，肿瘤原料药价格受到较大影响，使得肿瘤药整体销售收入出现 2.52% 的小幅下降。但是考虑到 2010 年中，柔红霉素产能提高及新增抗肿瘤系列药物生产技改项目将陆续投产，届时柔红霉素、来曲唑等产品的产能一共将增加近 5000 公斤，制剂产能也将增加 75 亿片。

另外，扩展版基本药物目录（其它医疗机构部分）有望于今年公布。预计将有为数众多的抗肿瘤药物入选，如多柔比星（阿霉素）、柔红霉素、丝裂霉素、亚叶酸钙、环磷酰胺、甲氨蝶呤、白消安等品种均极有可能出现在该份目录中。由于公司抗肿瘤基本药物品种最为齐全，且在多个品种上竞争对手极少，有望成为扩展版目录的最大受益者。预计 2010 年公司抗肿瘤药的增长将恢复到 15-20%，主要来自制剂部分。

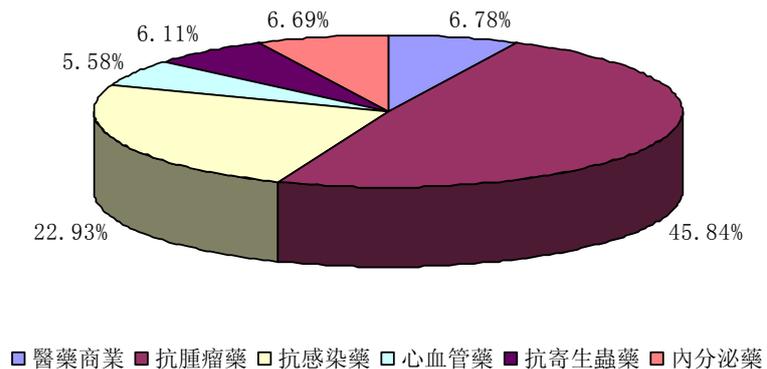
09 年公司增长最快的两个部分是抗感染药和内分泌药，销售额分别同比增长 43.82% 和 55.25%。其中抗感染药的增长主要来自于达菲中间体（销售收入近 2 亿元），而内分泌药的增长则是由于阿卡波糖、奥利司他 API 生产线在富阳基地投产，产量迅速增加。

2010 年抗感染药的增长将主要来自于培南类产品在日本和巴西的市场拓展，同

时相关制剂生产线改造完成后投入使用，预计整体销售增幅在 15%左右。

而内分泌药阿卡波糖、奥利司他在欧美市场的拓展空间仍然巨大，虽单一品种销售接近亿元，但整体基数较小，未来产品的快速增长仍将延续，预计 2010 年仍将增长 40%以上。

图 2：公司主要产品利润占比



资料来源：公司年报，群益证券整理

国际合作

新产品有望以首仿进入欧洲市场，前景较好。

在国际销售方面，公司加大自主市场开发的力度，在美国设立全资的销售公司，加强与客户的直接联系，及时了解客户需求，完善原料药的国际化销售渠道。同时，公司与国内外科研究所建立了良好的合作关系，与礼来、先灵葆雅等国际著名制药企业也开展了技术和业务合作。

同时公司接受了美国 FDA 对公司的第十一次现场检查，获得顺利通过，至 09 年底公司已有 21 个产品获得美国 FDA 批准，18 个产品获得欧洲 COS 证书。09 年公司自营原料药及制剂出口达到 5513 万美元。2010 年公司他克莫司片剂(肝脏及肾脏移植患者的首选免疫抑制药物)有望在欧洲以首仿身份上市，相对宽松的竞争环境有利于公司市场规模的扩大，预计 3 年内该产品将占据 10%的欧洲市场份额。

盈利预测

未来发展前景广阔，给予买入的投资建议。

考虑到 2010 年抗肿瘤药的增速将有所恢复，抗感染药和内分泌药将继续保持快速增长，以及新产品的国际市场逐步拓展。预计公司 2010、2011 年将分别实现净利润 3.57 亿元和 4.35 亿元，同比分别增长 31.29%和 21.77%，EPS 分别为 0.739 元和 0.900 元，目前股价对应的 PE 分别为 32.5 倍和 26.7 倍。由于公司国际市场发展前景广阔，给予买入的投资建议。

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	2007	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	2,839	3,182	4,003	4,698	5,515
经营成本	2,106	2,284	2,892	3,400	3,957
主营业务利润	714	878	1,084	1,271	1,525
销售费用	114	189	232	273	320
管理费用	321	351	411	470	535
财务费用	65	82	78	94	110
营业利润	202	241	343	425	548
补贴收入	2	10	22	10	12
税前利润	194	241	351	431	555
所得税	51	40	72	65	111
少数股东损益	3	5	6	9	9
归属于母公司所有者的净利润	140	195	272	357	435

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	200	404	641	496	383
存货	401	563	580	637	701
应收账款	369	420	606	618	631
流动资产合计	1,073	1,629	2,050	1,852	1,815
长期股权投资	2	1	15	16	20
固定资产	1,715	2,206	2,740	3,247	3,348
无形资产及其它资产合计	175	248	361	420	437
资产总计	2,986	4,121	5,199	5,569	6,914
流动负债合计	1,325	1,971	1,485	1,440	2,651
长期负债合计	284	601	1,283	1,394	1,147
负债合计	1,609	2,572	2,768	2,834	3,798
少数股东权益	14	36	40	44	49
股东权益合计	1,363	1,513	2,391	2,690	3,067
负债及股东权益合计	2,986	4,121	5,199	5,569	6,914

附三：合并现金流量表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	438	221	473	621	756
投资活动产生的现金流量净额	-271	-651	-947	-1,242	-1,512
筹资活动产生的现金流量净额	-144	629	567	476	643
现金及现金等价物净增加额	23	199	93	-145	-113

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)有限公司相信用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)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场, 或会买入, 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j @。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。

群益大中华产业研究团队

台北总公司研究部

电话 886-2-8789-8888 传真 886-2-8789-2949

姓名	电子邮件信箱	负责产业
陈志豪	Chihhao_Chen@capital.com.tw	资深副总裁

总经及市场策略处

曾炎裕	Alan_Tseng@capital.com.tw	总经与市场策略
徐国安	Kuoan_Hsu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
傅恒聿	fusky.fu@capital.com.tw	总体经济、美国经济与股市
洪庆钟	shawn.hung@capital.com.tw	国际股市
赖鹤年	A94918@capital.com.tw	台股市场策略、原物料
陈育榆	eyu.chen@capital.com.tw	台股市场策略

产业研究一处

张治家	cc.chang@capital.com.tw	非电子
林建良	A94917@capital.com.tw	金融
陈泓东	don.chen@capital.com.tw	营建、营造、设备、PCB
吕雅菁	allison.lu@capital.com.tw	水泥、食品、百货
黄岚霏	raphaer.huang@capital.com.tw	塑化、纺织、橡胶、化工、造纸
庄慧君	angela.chuang@capital.com.tw	钢铁、工具机、油电燃气、机电
曹伯瑄	po.tsao@capital.com.tw	生技、航运、观光

产业研究二处

陈志全	ken.chen@capital.com.tw	CIS、光电
陈执中	austin.chen@capital.com.tw	电信、通讯设备、软件、安防
杨永辉	A94798@capital.com.tw	手机/零组件、GPS
傅坤泰	kuntai.fu@capital.com.tw	光电
谢昌佑	yol.shie@capital.com.tw	太阳能、LED、DSC
柯王炳勋	ben.kowang @capital.com.tw	TFT-LCD、Touch-Panel

产业研究三处

锺宏德	Blue_Chung@capital.com.tw	IC、PC
苏鹤翎	chelsey_su @capital.com.tw	IC设计
陈俐妍	ly.chen@capital.com.tw	半导体制造、封测、内存、光罩与耗材
陈浩彰	sean.chen@capital.com.tw	IC设计、散热、机壳、/电池、hinge
吴昉冀	jerry.wu@capital.com.tw	EMS、系统、NB、MB、IPC、通路
王文雯	A95018@capital.com.tw	PCB、冲压件、电源、PC周边、被动组件、连接器

上海代表处

电话 86-21-5888-7188 传真 86-21-5888-2929

姓名	电子邮件信箱	负责产业
林静华	amy_lin@capital.com.tw	资深副总裁
李彬	Kelvin@ e-capital.com.cn	市场
胡嘉铭	James@e-capital.com.cn	家电、通信、电子、软件
朱吉翔	zhujixiang@e-capital.com.cn	钢铁、建材、地产、水泥
韩伟琪	WeiQi_Han@e-capital.com.cn	海运、航空、基建、汽车、机械
李明霞	Limingxia@e-capital.com.cn	石化、煤炭
丘栋荣	Dolon_qiu@ e-capital.com.cn	电力、饮料、消费
刘荟	Lihui@e-capital.com.cn	医药、传媒、纺织、造纸、消费
白冰洋	Bingyang_bai@e-capital.com.cn	公路、海运、航空、基建、旅游
胡恺敏	Michael_Hu@e-capital.com.cn	电子、电力设备、新能源

群益证券(香港)有限公司

电话 852-2105-9966 传真 852-2104-6006

姓名	电子邮件信箱	负责产业
曾永坚	Jaseper_tsang@e-capital.com.hk	研究部董事
黄熏辉	Hh_huang@e-capital.com.hk	策略、总经
黄文泰	Eric_wong@e-capital.com.hk	地产、金融
王俊华	Nicky_wong@e-capital.com.hk	零售消费、食品/饮料

