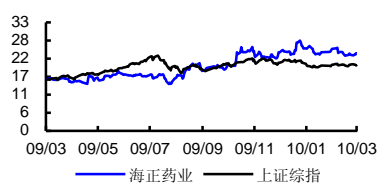


动态报告
医药保健
制药与生物
海正药业(600267)
推荐
09 年报点评

(维持评级)

2010 年 3 月 29 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	23.57
总股本/流通 A 股(百万股)	483.78/483.78
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	11,402.69/11,402.69
上证综指/深圳成指	3,059.72/12,240.36
12 个月最高/最低(元)	27.50/14.21

财务数据

净资产值(百万元)	1,662.30
每股净资产(元)	3.44
市净率	6.86
资产负债率	65.17%
息率	0.42%

相关研究报告:

《海正药业 09 年三季报点评: 经营逐季向好, 业绩略超预期》——2009-10-30

《海正药业中报点评: 二季度增速加快》——2009-8-28

《海正药业: 盈利能力显著提升, 期待产业升级》——2009-3-3

分析师: 陈栋

电话: 021-60933147

E-mail: chendong1@guosen.com.cn

分析师: 贺平鸽

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

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。

财报点评

产业升级步伐加快

● 09 年摊薄 EPS0.56 元符合预期, 经营现金流优异

公司 09 年实现营业收入 40.03 亿元, 同比增长 25.82%; 归属于母公司股东净利润 2.72 亿元, 同比增长 39.39%。摊薄 EPS 为 0.56 元, ROE 为 16.30%。经营性现金流 0.98 元/股, 同比大增 113.69%。分配方案为 10 股派现 1.2 元。

● 医药工商业齐头并进, 研发投入 1.49 亿元, 产品结构不断优化

工业收入 19.80 亿元, 同比增长 21.4%, 毛利率 49.97%, 提升 2.31 个百分点。研发持续高投入, 占母公司销售额 8.7%, 阿卡波糖、奥利司他等新品种出口欧美高端市场, 成为新增增长点; 同时优化生产大幅降低生产成本, 促工业整体毛利率逐季提高。其中制剂收入 6.27 亿元, 同比增长 13.41%, 毛利率略降但仍高达 81.27%。商业规模居浙江省第四: 收入 19.35 亿元, 同比增长 32.59%。期间费用率下降 1.5 个百分点。

● 国际化步伐加快, 合同生产初获回报

09 年公司加快了国际化的步伐, 在美国设立了全资的销售公司, 自主开发市场和拓展销售渠道, 并藉此加强海外药政注册工作。10 年 2 月认购赛金控股 4.5% 股份, 以期在优势原料药出口的基础上, 促进制剂出口业务的发展。

与雅来、先灵葆雅的两个合作项目 09 年贡献毛利超过 8000 万, 后续产品也已跟进和续签。在承接项目转移过程中确立的综合能力将使公司未来 3-5 年在全球药品生产转移中获得更多机会。

● 维持“推荐”评级

经过 3 年的战略转型, 海正已走出靠单业务板块支撑发展和由此导致的业绩波动, 并将迎来全球化学制药由原料转移到制剂转移的历史机遇, 多年的储备项目和国际合作将使公司逐步进入“产业升级”的收获期, 国内制剂销售力度的加强也将使盈利能力进一步提升。预计 10-12 年 EPS 分别为 0.71、0.89、1.11 元, 同比增长 26%、25%和 25%, 动态 PE33x、27x、21x, 维持“推荐”评级, 一年期目标价 27-29 元 (11PE30-33x)。

盈利预测和财务指标

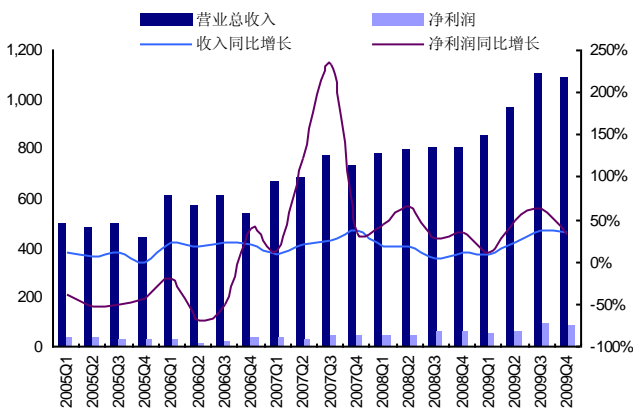
	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,182	4,003	4,856	5,638	6,483
(+/-%)	12.1%	25.8%	21.3%	16.1%	15.0%
净利润(百万元)	195	272	342	429	537
(+/-%)	39.8%	39.4	25.8%	25.3%	25.1%
每股收益(元)	0.43	0.56	0.71	0.89	1.11
EBIT Margin			11.2%	11.6%	12.2%
净资产收益率 (ROE)	12.9%	11.4%	12.8%	14.3%	15.6%
市盈率 (PE)	54.2	41.9	33.3	26.6	21.2
EV/EBITDA			20.4	16.6	14.1
市净率 (PB)	7.00	4.28	4.28	3.79	3.32

09 年业绩符合预期

公司 09 年实现营业收入 40.03 亿元，同比增长 25.82%；利润总额 3.51 亿元，同比增长 45.56%；归属于母公司股东净利润 2.72 亿元，同比增长 39.39%。实现 EPS 为 0.60 元（摊薄后 0.56 元），扣除非经常性损益后的净利润 2.66 亿元，合每股 0.59 元，同比增长 33.00%，ROE 为 16.30%。经营性现金流 0.98 元/股，同比大增 113.69%，盈利质量优异。

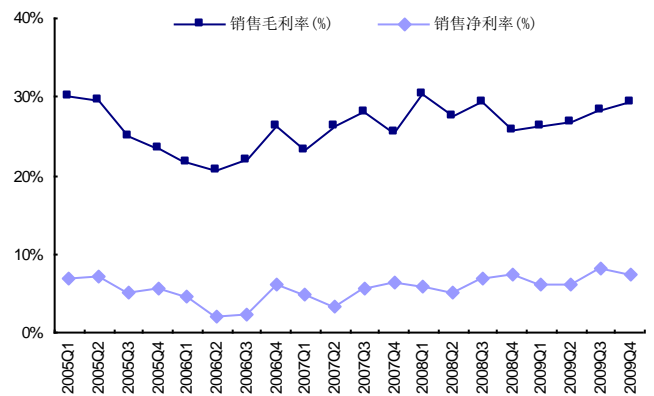
分配方案为 10 股派现 1.2 元（含税）。

图 1：2005-2009 海正药业单季度收入与净利润（百万元）



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 2：2005-2009 海正药业盈利水平变化



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

工商业业务齐头并进，期间费用控制良好

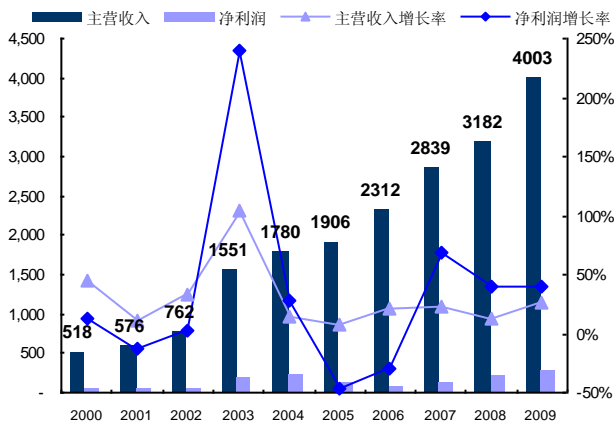
09 年公司医药工业收入 19.80 亿元，同比增长 21.4%，毛利率 49.97%，同比提升 2.31 个百分点；其中制剂收入 6.27 亿元，同比增长 13.41%，毛利率略降 0.45 个百分点至 81.27%。公司的医药商业销售收入 19.35 亿元，同比增长 32.59%，毛利率降低 1.04 个百分点至 3.8%。09 年公司的综合毛利率逐季提高，全年毛利率 27.15%，同比略降 0.3 个百分点。

公司的费用控制能力良好，09 年公司销售费用率和管理费用率分别同比下降 0.12 个百分点和 0.76 个百分点，贷款利率下调和公开增发募资也使财务费用降低 0.64 个百分点，从而使期间费用率下降 1.5 个百分点。09 年公司研发投入 1.49 亿元，占母公司销售收入的 8.7%，高水平的研发投入将确保公司拥有持续的技术优势。

工业细分业务板块分析

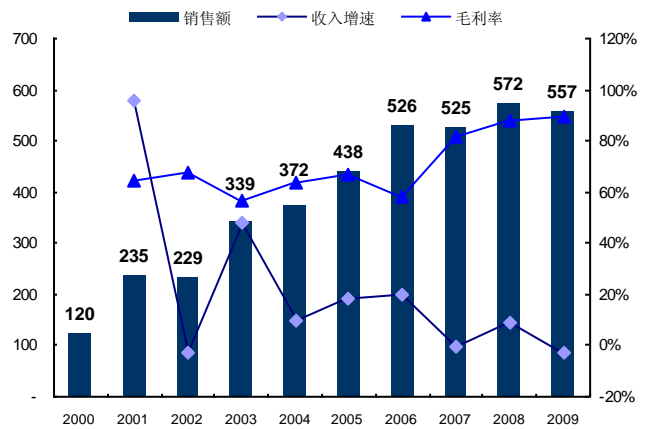
抗肿瘤药：09 年贡献了自有产品 28% 的收入和 50% 的毛利，实现销售收入 5.57 亿元，同比下降 2.52 个百分点，降幅比 09 年中期缩小 3.4 个百分点，显现复苏迹象。受内销和外销比重变化影响，毛利率提升 1.47 个百分点至 89.17%。10 年将借助于新客户的开发和老客户的供应商转移，以及多西他赛、奥沙利铂等重量级品种的上市，抗肿瘤药将重回增长轨道。

图 3: 00-09 海正药业收入与净利润 (百万元)



数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 4: 00-09 海正药业抗肿瘤药毛利率与销售额 (百万元)



数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

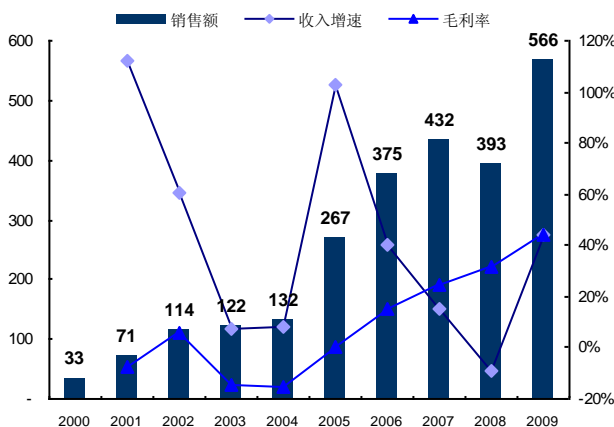
抗感染药: 收入增长 43.8%至 5.66 亿, 超过抗肿瘤药, 其中高毛利的培南类抗生素下半年开始放量, 使毛利率大幅提升 11.93 个百分点至 43.91%。亚胺培南 09 年受国内招标影响销量未达到预期, 预计 10 年逐步放量并新增 5000 万元收入; 培南类已成功进入日本、巴西市场, 预计年新增 5000 万销售。

心血管类: 他汀类原料药价格已止跌回升, 09 年收入增长 15.33%至 3.24 亿元, 终结几年来的下降趋势, 毛利率同比略升 1.16%个百分点。客户的供应商转移及可能的价格提升将使心血管药未来 3 年仍保持增长势头。

抗寄生虫药: 收入增长 27.89%至 2.95 亿元, 毛利率再次提升 3.92 个百分点。目前已完成 5 个工业化生产的新驱虫药的储备, 其中 3 个为国内独家, 未来成长可期。

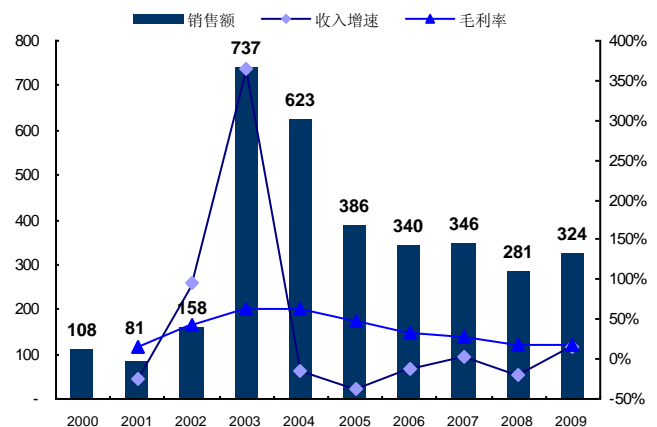
内分泌药: 阿卡波糖、奥利司他等内分泌原料药目前处于高速增长期, 09 收入同比增长 55.25%至 1.85 亿元, 单一品种销售已接近亿元, 毛利率也同比大幅提升 18.21 个百分点。欧美市场巨大容量将使增长趋势得到延续。

图 5: 00-09 海正药业抗感染药毛利率与销售额 (百万元)



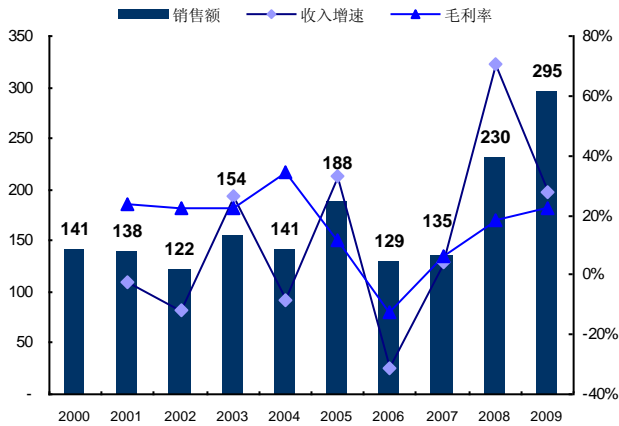
数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 6: 00-09 海正药业心血管药毛利率与销售额 (百万元)



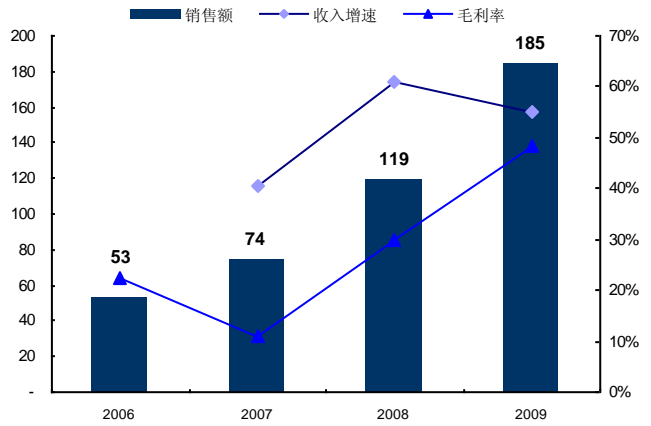
数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 7: 00-09 年海正药业寄生虫药毛利率与销售额 (百万元)



数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

图 8: 00-09 海正药业内分泌药毛利率与销售额 (百万元)



数据来源: 公司报告, 国信证券经济研究所

国际化步伐加快, 合同生产初获回报

09 年公司加快了国际化的步伐, 在美国设立了全资的销售公司, 自主进行市场开发和拓展销售渠道, 并藉此加强海外药政注册工作。目前公司已有 21 个产品获得美国 FDA 批准, 18 个产品获得欧洲 COS 证书, 两个制剂产品获得 EMEA 的批准, 实现了以原料药注册为主向制剂注册的延伸。10 年 2 月公司以 980 万美元认购赛金控股 4.5% 股份, 以期在优势原料药出口的基础上, 促进制剂出口业务的发展。

公司的合同生产业务取得初步业绩回报, 与雅来、先灵葆雅的两个项目 09 年贡献毛利超过 8000 万, 后续产品也已跟进和续签; 与礼来、辉瑞的项目也将陆续启动。在承接项目转移过程中确立的 cGMP 理念、EHS 体系和国际化项目管理等综合能力将使公司在全球药品生产转移中获得更多机会。

制剂出口方面, 继 08 年出口欧盟 90 万粒氟伐他丁之后, 09 年出口量达到了 1000 万粒。他克莫司片剂在欧盟独家仿制成功, 预计将在 10 年上市, 有望在 3 年内占据 10% 欧洲市场份额。

维持“推荐”评级

经过 3 年的战略转型, 海正已走出靠单业务板块支撑发展和由此导致的业绩波动, 并将迎来全球化学制药由原料转移到制剂转移的历史机遇, 多年的储备项目和国际合作将使公司逐步进入“产业升级”的收获期, 国内制剂销售力度的加强也将使盈利能力进一步提升, 我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.71、0.89、1.11 元, 同比增长 26%、25% 和 25%, 动态 PE33x、27x、21x, 维持“推荐”评级, 一年期目标价 27-29 元 (11PE30-33x)。

表 1: 海正药业 2007-2009 单季度财务指标

	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4
盈利质量												
每股收益 EPS(元)	0.069	0.051	0.093	0.097	0.099	0.085	0.119	0.132	0.110	0.127	0.194	0.162
每股收益(EPS)(扣除非经常性损益/摊薄)	0.069	0.052	0.102	0.098	0.102	0.087	0.124	0.133	0.100	0.130	0.200	0.160
每股经营性现金流(期末)	0.124	0.214	0.507	0.129	0.080	0.166	-0.021	0.267	0.118	0.286	0.191	0.382
盈利能力												
净资产收益率 ROE(%)	2.42	1.79	3.23	3.27	3.22	2.72	3.74	3.99	3.26	3.69	5.40	3.87
总资产净利率 ROA(%)	1.09	0.77	1.43	1.52	1.47	1.17	1.50	1.51	1.17	1.28	1.88	1.56
销售净利率(%)	4.77	3.35	5.54	6.29	5.89	4.97	6.88	7.45	6.01	6.11	8.14	7.27
销售毛利率(%)	23.18	26.34	28.09	25.36	30.36	27.51	29.21	25.85	26.14	26.74	28.30	29.39
营业费用率(%)	3.35	4.65	3.78	4.28	6.97	6.99	6.35	3.45	5.84	5.93	6.75	4.70
管理费用率(%)	9.89	11.32	12.45	11.42	12.53	9.83	10.78	10.96	9.92	9.84	8.79	12.38
财务费用率(%)	2.12	2.56	2.06	2.39	2.11	2.43	2.62	3.13	2.37	2.22	1.89	1.40
增长指标												
营业收入同比增长率(%)	9.36	20.07	26.20	37.16	17.42	17.22	4.37	10.64	9.46	21.92	36.83	34.43
营业收入环比增长率(%)	24.63	2.33	13.82	-5.52	6.70	2.15	1.35	0.16	5.56	13.78	13.74	-1.60
营业利润同比增长率(%)	13.83	135.38	201.34	63.75	29.59	39.20	2.59	15.59	-6.85	29.88	61.49	84.11
营业利润环比增长率(%)	56.59	-16.10	70.42	-26.86	23.93	-9.88	25.59	-17.60	-0.13	25.65	56.17	-6.06
归属母公司股东的净利润同比增长率(%)	13.51	123.10	233.17	35.79	43.69	65.54	27.73	35.13	10.88	49.44	63.55	32.56
归属母公司股东的净利润环比增长率(%)	-3.78	-25.62	81.18	4.71	1.82	-14.30	39.80	10.78	-16.46	15.50	53.00	-10.21
营运效率												
应收账款周转天数	50.29	49.99	48.96	44.32	46.05	48.06	49.79	44.61	50.8	50.42	53.49	46.14
存货周转天数	77.29	75.18	75.54	72.74	71.41	72.21	73.74	75.99	83.75	76.47	71.71	71.12
总资产周转率	0.23	0.46	0.72	0.98	0.25	0.48	0.69	0.9	0.2	0.41	0.65	0.86
偿债能力												
流动比率	0.85	0.81	0.81	0.81	0.8	0.82	0.79	0.82	0.94	0.99	0.97	1.38
速动比率	0.54	0.53	0.52	0.51	0.51	0.54	0.52	0.54	0.64	0.68	0.68	0.99
资产负债率(%)	55.17	56.01	56.17	53.88	55.94	59.44	61.43	62.41	66.15	65.43	65.17	53.25

数据来源: Wind 资讯

表 2: 海正药业主要产品分类及预测 (万元)

收入预测	2008	2009	2010E	2011E
抗肿瘤药	57166	55726	64085	70493
同比增长	8.8%	-2.5%	15.0%	10.0%
毛利率	87.7%	89.2%	89.0%	89.0%
抗感染药	39348	56596	73575	88290
同比增长	-8.9%	43.8%	30.0%	20.0%
毛利率	32.0%	43.9%	43.5%	44.0%
心血管药	28055	32355	37208	40929
同比增长	-18.8%	15.3%	15.0%	10.0%
毛利率	17.5%	18.7%	18.5%	18.5%
抗寄生虫药	23038	29462	38301	45961
同比增长	70.5%	27.9%	30.0%	20.0%
毛利率	18.6%	22.5%	22.0%	22.0%
内分泌药	11895	18467	25854	33610
同比增长	60.9%	55.3%	40.0%	30.0%
毛利率	30.0%	48.2%	45.0%	45.0%
其他药品	3614	5420	7588	9485
同比增长	95.3%	50.0%	40.0%	25.0%
毛利率	62.7%	52.5%	50.0%	50.0%
非海正药品	145971	198026	246610	288768
同比增长	16.5%	21.4%	24.5%	17.1%
毛利率	4.8%	50.0%	48.6%	48.2%
收入合计	309087	391570	474992	551407
同比增长	11.04%	26.69%	21.30%	16.09%
综合毛利率	27.44%	27.15%	27.00%	27.04%

资料来源: 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	641	535	562	806
应收款项	723	865	1004	1155
存货净额	580	722	828	948
其他流动资产	107	130	151	173
流动资产合计	2050	2252	2545	3083
固定资产	2740	3173	3440	3567
无形资产及其他	361	349	337	325
投资性房地产	32	32	32	32
长期股权投资	15	15	15	15
资产总计	5199	5822	6369	7022
短期借款及交易性金融负债	704	704	704	704
应付款项	481	600	688	788
其他流动负债	300	371	425	486
流动负债合计	1485	1674	1817	1977
长期借款及应付债券	1226	1326	1326	1326
其他长期负债	57	111	164	218
长期负债合计	1283	1436	1490	1543
负债合计	2768	3111	3307	3521
少数股东权益	40	46	54	64
股东权益	2391	2665	3008	3437
负债和股东权益总计	5199	5822	6369	7022

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.56	0.71	0.89	1.11
每股红利	0.10	0.14	0.18	0.22
每股净资产	4.94	5.51	6.22	7.10
ROIC	9%	10%	12%	14%
ROE	11%	13%	14%	16%
毛利率	28%	28%	28%	28%
EBIT Margin	11%	11%	12%	12%
EBITDA Margin	16%	15%	16%	16%
收入增长	26%	21%	16%	15%
净利润增长率	39%	26%	25%	25%
资产负债率	54%	54%	53%	51%
息率	1.6%	0.6%	0.8%	0.9%
P/E	41.9	33.3	26.6	21.2
P/B	4.8	4.3	3.8	3.3
EV/EBITDA	21.7	20.4	16.6	14.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4856	5638	6483
营业成本	2892	3516	4070	4668
营业税金及附加	27	32	37	43
销售费用	232	277	316	357
管理费用	411	488	559	628
财务费用	78	108	111	110
投资收益	(1)	(1)	(1)	(1)
资产减值及公允价值变动	(20)	(16)	(16)	(16)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	343	419	527	662
营业外净收支	8	8	8	8
利润总额	351	427	535	669
所得税费用	72	77	96	121
少数股东损益	6	8	10	12
归属于母公司净利润	272	342	429	537

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	272	342	429	537
资产减值准备	4	(7)	0	0
折旧摊销	211	170	229	269
公允价值变动损失	20	16	16	16
财务费用	78	108	111	110
营运资本变动	(74)	(71)	(70)	(80)
其它	(2)	13	8	10
经营活动现金流	432	463	612	752
资本开支	(717)	(600)	(500)	(400)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	(731)	(600)	(500)	(400)
权益性融资	654	0	0	0
负债净变化	633	100	0	0
支付股利、利息	(177)	(68)	(86)	(107)
其它融资现金流	(1031)	0	0	0
融资活动现金流	535	32	(86)	(107)
现金净变动	236	(105)	27	244
货币资金的期初余额	404	641	535	562
货币资金的期末余额	641	535	562	806
企业自由现金流	(229)	(56)	197	435
权益自由现金流	(627)	(44)	106	345

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

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
				陈 玲	0755-82133400
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164	秦 波	010-82252922	吴美玉	010-82252911
基础化工		医药		石油与石化	
邱 伟	0755-82133263	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
		陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	凌 晨	021-60933157
电子元器件		纺织服装		农业	
		方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148	谢鸿鹤	0755-82130646		
煤炭		建筑		中小股票	
李 然	0755-82130681	邱 波	0755-82133390	陈 健	0755-82133476
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	陈爱华	0755-82133397
				祝 彬	0755-82132518
				王一峰	010-82250828
				邵 达	0755- 82132098
固定收益		投资基金		量化投资	
李怀定	021-60933152	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
张 旭	010-82254210	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
高 宇	0755-82133528	刘舒宇	0755-82131822	戴 军	021-60933166
蔺晓熠	021-60933146	彭怡萍		林晓明	021-60933154
侯慧娣	021-60875161			秦国文	0755-82133528
				程景佳	021- 60933166
				赵斯尘	021- 60875174
指数与产品设计					
焦 健	0755-82131822				
赵学昂	0755-82131822				
王军清	0755-82133297				
阳 瑾	0755-82131822				
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		许娅	021-60875176 13482495069		
		江智俊	021-60875175 15221772073		
		孔华强	021-60875170 13681669123		