

化学原料药

周锐

执业证书编号: S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

海正药业

600267

推荐

启动非公开增长, 制剂升级突破在即

海正药业半年报出台, 同时公布了非公开增发方案。

投资要点:

■ **盈利能力增强, 经营性现金流状况良好。**海正药业 2010 年上半年无奈收入增长 17.5%, 归属于母公司的净利润同比增长 40%, 实现每股收益 0.31 元, 经营性现金流同比增长 85.4%, 财务状况良好;

■ **抗感染、寄生虫和内分泌药物是增长主要动力:**

抗感染药物除了受益于奥司他韦中间体之外, 亚胺培南和美罗培南专利的陆续过期带动原料药的放量, 国内培南类药物临床应用高速增长亦有贡献;

寄生虫药方面毛利率大幅提升, 主要是因为莫西克汀等新产品增长较快, 富阳寄生虫药生产线的陆续投产, 和英特威合作生产兽用预混剂产品等也为未来贡献增长动力;

内分泌药物:主要还是受奥利司他和阿卡波糖原料出口拉动, 毛利率继续抬高。

■ **启动非公开增发, 制剂升级突破在即。**海正药业在公布半年报的同时公布了非公开增发方案, 拟以 22.53 元向不超过 10 名特定投资者增发 6100 万股, 预计融资 13.6575 亿元, 全部投向海正药业(杭州)有限公司的制剂出口基地, 本次主要投向认证难度高的注射剂型; 生产基地的建设伴随着大量产品的认证, 我们认为海正的制剂升级已经到了突破的关键时候。

■ **未来存在加速增长的可能, 维持推荐评级。**目前在海正的业务结构中, 制剂占比还只有 20% 多, 印度成熟的仿制药企业制剂占比通常在 50% 以上, 海正还具有巨大的提升空间, 未来存在加速增长的可能, 维持推荐的投资评级。

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 27.07 元

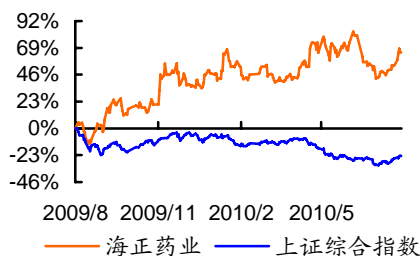
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2637.50
总股本(百万)	484
流通股本(百万)	484
流通市值(亿)	131
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	5.02
资产负债率	53.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海正药业	15.68	-0.54	9.03
上证综合指数	9.97	-8.12	-11.77



相关报告

- 《海正药业-发展战略清晰, 业绩稳健提升值得期待》2010-4-22
- 《海正药业-跨国合作短期见效, 制剂升级值得期待》2010-3-28
- 《海正药业-2 季度数据明显好转, 建议仍可作为主流医药配置》2009-8-28

主要财务指标

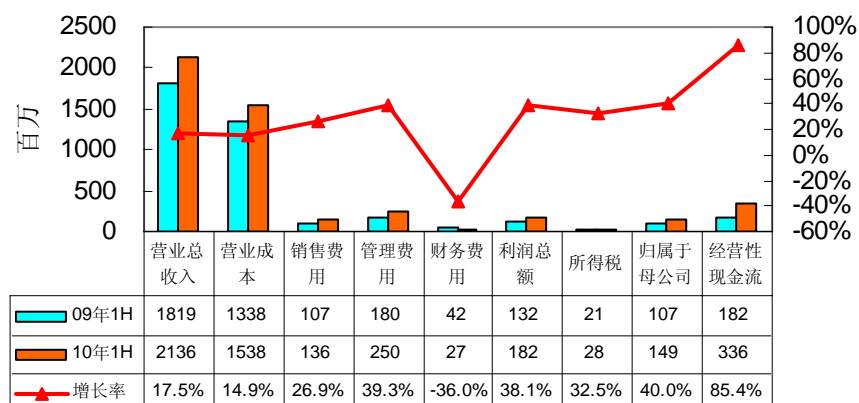
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4003	4890	5905	7186
同比(%)	26%	22%	21%	22%
归属母公司净利润(百万元)	279	353	462	632
同比(%)	39%	30%	31%	37%
毛利率(%)	27.8%	28.0%	28.0%	28.7%
ROE(%)	11.4%	13.1%	15.1%	17.6%
每股收益(元)	0.56	0.73	0.95	1.31
P/E	48.10	37.08	28.37	20.71
P/B	5.48	4.88	4.27	3.65
EV/EBITDA	23	18	15	12

资料来源: 中投证券研究所

一、盈利能力增强，经营性现金流状况良好

海正药业 2010 年上半年收入增长 17.5%，归属于母公司的净利润同比增长 40%，实现每股收益 0.31 元，经营性现金流同比增长 85.4%，经营状况良好。

图 1 海正药业 10 年中期主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

表 1：海正药业的季度盈利性数据

财务指标	09年1Q	09年2Q	09年3Q	09年4Q	10年1Q	10年2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业收入	85081	96807	110109	108350	101448	112188	15.9%	10.6%
营业成本	62842	70920	78944	76508	72788	80968	14.2%	11.2%
营业费用	4970	5738	7432	5088	6183	7410	29.1%	19.8%
管理费用	8441	9525	9678	13417	12064	12955	36.0%	7.4%
财务费用	2013	2148	2077	1512	1384	1281	-40.4%	-7.4%
营业利润	5655	7105	11096	10424	7994	9836	38.4%	23.0%
利润总额	6185	6984	10817	11080	8042	10142	45.2%	26.1%
所得税	1075	1071	1848	3202	1250	1594	48.8%	27.5%
归属于母公司净利润	4942	5708	8733	7842	6619	8288	45.2%	25.2%
EPS	0.10	0.12	0.18	0.16	0.14	0.17	45.2%	25.2%
毛利率	26.14%	26.74%	28.30%	29.39%	28.25%	27.83%	1.09%	-0.42%
营业费用率	5.84%	5.93%	6.75%	4.70%	6.10%	6.61%	0.68%	0.51%
管理费用率	9.92%	9.84%	8.79%	12.38%	11.89%	11.55%	1.71%	-0.34%
实际所得税率	2.37%	2.22%	1.89%	1.40%	1.36%	1.14%	-1.08%	-0.22%

资料来源：海正药业历年报表、中投证券研究所 除了比例以外都是万元

从季度数据来看，海正 10 年 2 季度单季实现了收入和利润同比环比均有较大的增长幅度，利润的增长幅度高于收入的增长幅度与毛利率提高有较大的关系。

二、抗感染、寄生虫和内分泌药物继续高速增长

长

海正药业 2010 年上半年主要产品中抗感染药、寄生虫药和内分泌药的毛利同比增长幅度较大。

抗感染药除了受益于奥司他韦中间体之外，亚胺培南和美罗培南专利的陆续过期带动原料药的放量，国内培南类药物临床应用高速增长亦有贡献；

寄生虫药方面毛利率大幅提升，主要是因为莫西克汀等新产品增长较快，富阳寄生虫药生产线的陆续投产，和英特威合作生产兽用预混剂产品等也为未来贡献增长动力；

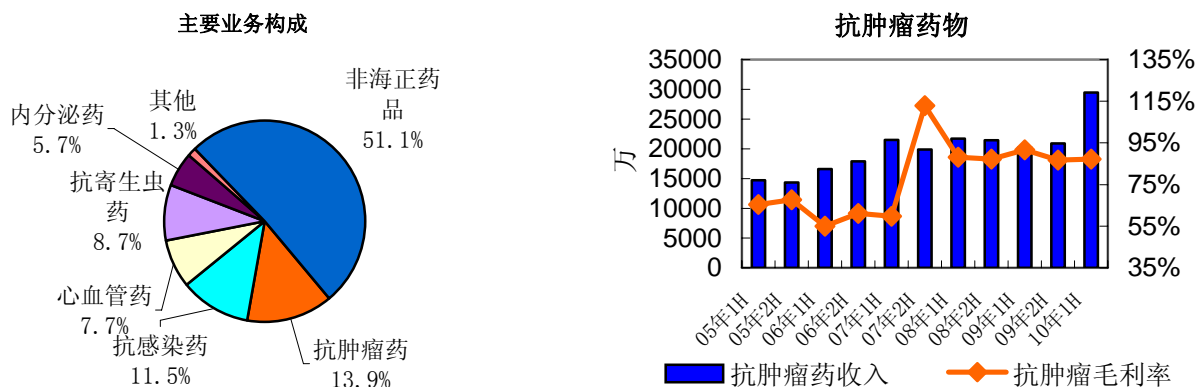
内分泌药物主要还是受奥利司他和阿卡波糖原料出口拉动，毛利率继续抬高。

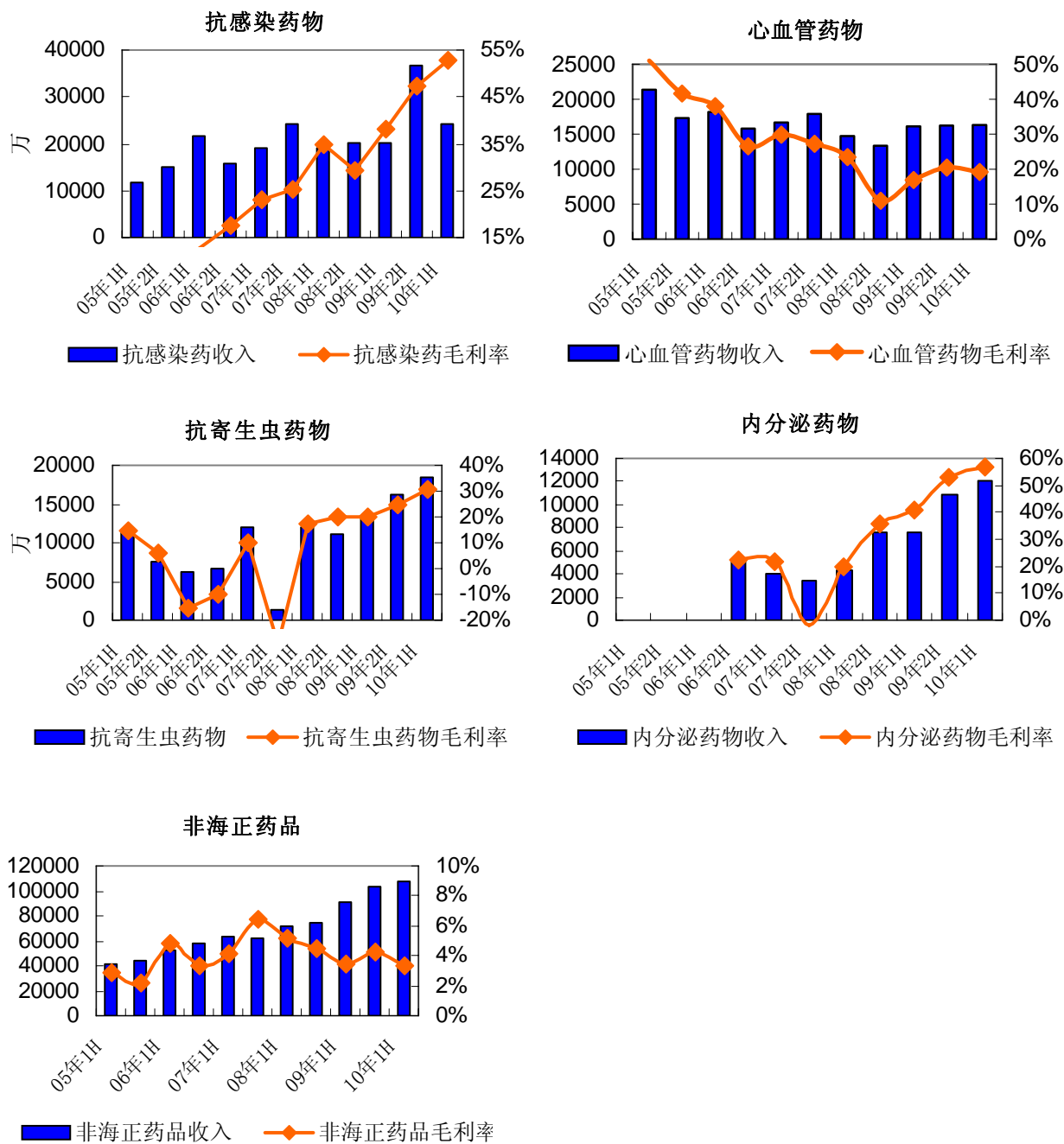
表 2：海正药业的主要产品利润贡献分析

产品类别	09 年 1H		10 年 1H		毛利增加值	收入同比增长	毛利同比增长
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率			
抗肿瘤药	27589	91.63%	29437	87.26%	407	6.70%	1.61%
抗感染药	20012	38.05%	24250	52.93%	5221	21.18%	68.57%
心血管药	16129	16.87%	16319	19.20%	412	1.18%	15.15%
抗寄生虫药	13337	19.74%	18472	30.62%	3023	38.50%	114.84%
内分泌药	7585	41.04%	12023	56.61%	3693	58.51%	118.65%
其他	2340	59.13%	2832	57.01%	231	21.03%	16.69%
海正产品	86992	49.14%	103334	53.94%	12990	18.79%	30.39%
非海正药品	90640	3.39%	107938	3.34%	532	19.08%	17.33%
合计	177643	25.79%	211289	28.09%	13537	18.94%	29.55%

资料来源：海正药业半年报、中投证券研究所 除了比率外，均为万元

图 2：海正药业主要产品增长情况





资料来源：海正药业历年报表、中投证券研究所

三、启动非公开增发，制剂升级突破在即

海正药业在公布半年报的同时公布了非公开增发方案，拟以 22.53 元向不超过 10 名特定投资者增发 6100 万股，预计融资 13.6575 亿元，全部投向海正药业（杭州）有限公司的制剂出口基地。

具体投向为：年产细胞毒抗肿瘤药：水针剂 2,500 万瓶、冻干粉针 2,500

万瓶、固体制剂 1.6 亿片粒；培南类注射剂：无菌分装粉针 200 万瓶、冻干粉针 200 万瓶；非细胞毒注射剂（抗结核病类药等）：冻干粉针 1,000 万瓶等

从投资可看，主要是投向注射剂型，欧美的注射剂型认证难度高，目前国内只有深圳立健等极少数公司有注射剂型产品出口到欧美规范市场；

对于海正而言，继氟伐他汀后，公司首仿药物免疫抑制剂他克莫司有望于下半年登陆欧洲市场。此外公司，2010-2012 年将会有 40-50 个产品申请递交 FDA，其中不乏最高难度的挑战专利的品种。

目前在海正的业务结构中，制剂占比还只有 20%多，印度成熟的仿制药企业制剂占比通常在 50%以上，海正未来制剂占比大幅提高是必然的。

我们认为海正药业目前已经到了制剂出口的关键阶段，未来在制剂升级过程中，公司业绩存在加速增长的可能，我们对公司 10 年-12 年的盈利预测为：0.73. 0.95 和 1.31 元，维持推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2424	2851	3482
现金	641	705	775	967
应收账款	606	741	894	1088
其它应收款	4	4	5	6
预付账款	107	130	157	190
存货	580	706	852	1027
其他	113	138	167	203
非流动资产	3148	3232	3276	3268
长期投资	15	15	15	15
固定资产	1807	2257	2453	2528
无形资产	361	359	356	353
其他	964	601	452	372
资产总计	5199	5656	6127	6749
流动负债	1485	1526	1590	1685
短期借款	671	604	544	489
应付账款	421	513	619	746
其他	393	409	427	450
非流动负债	1283	1226	1226	1226
长期借款	1226	1226	1226	1226
其他	57	0	0	0
负债合计	2768	2752	2816	2911
少数股东权益	40	40	40	40
股本	484	484	484	484
资本公积	882	882	882	882
留存收益	1025	1320	1698	2225
归属母公司股东权益	2391	2686	3064	3591
负债和股东权益	5199	5478	5920	6542

现金流量表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	473	460	645	793
净利润	279	353	462	632
折旧摊销	211	229	286	329
财务费用	78	133	127	120
投资损失	1	0	0	0
营运资金变动	-99	-216	-247	-309
其它	4	-38	18	21
投资活动现金流	473	-317	-332	-321
资本支出	862	308	322	311
长期投资	0	0	0	0
其他	1335	-9	-10	-10
筹资活动现金流	567	-258	-271	-279
短期借款	-366	-67	-60	-54
长期借款	633	0	0	0
普通股增加	35	0	0	0
资本公积增加	616	0	0	0
其他	-350	-191	-210	-225
现金净增加额	92	-114	42	192

利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4890	5905	7186
营业成本	2892	3523	4251	5123
营业税金及附加	27	33	40	49
营业费用	232	274	325	395
管理费用	411	502	606	737
财务费用	78	133	127	120
资产减值损失	20	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	343	426	556	762
营业外收入	22	0	0	0
营业外支出	15	0	0	0
利润总额	351	426	556	762
所得税	72	72	95	130
净利润	279	353	462	632
少数股东损益	6	0	0	0
归属母公司净利润	272	353	462	632
EBITDA	631	787	969	1210
EPS (元)	0.56	0.73	0.95	1.31

主要财务比率				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.8%	22.1%	20.8%	21.7%
营业利润	42.4%	24.1%	30.7%	37.0%
归属于母公司净利润	39.4%	29.7%	30.7%	37.0%
获利能力				
毛利率	27.8%	28.0%	28.0%	28.7%
净利率	6.8%	7.2%	7.8%	8.8%
ROE	11.4%	13.1%	15.1%	17.6%
ROIC	11.3%	14.0%	16.0%	19.4%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	50.2%	47.6%	44.5%
净负债比率				
流动比率	1.38	1.59	1.79	2.07
速动比率	0.97	1.11	1.23	1.43
营运能力				
总资产周转率	0.86	0.90	1.00	1.12
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	8.12	7.54	7.51	7.50
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.56	0.73	0.95	1.31
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.95	1.33	1.64
每股净资产(最新摊薄)	4.94	5.55	6.33	7.42
估值比率				
P/E	48.10	37.08	28.37	20.71
P/B	5.48	4.88	4.27	3.65
EV/EBITDA	23	18	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434