

2010年8月4日

黎莹
Ying-li@e-capital.com.cn
目标价(元) 31.00

公司基本信息

产业别	医药		
A 股价 (10/08/03)	27.15		
上证综合指数 (10/08/03)	2627.00		
股价 12 个月高/低	29.99/14.15		
总发行股数 (百万)	483.78		
A 股数 (百万)	483.78		
A 市值 (亿元)	131.35		
主要股东	浙江海正集团 (41.44%)		
每股净值 (元)	5.13		
股价/账面净值	5.29		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	16.03	-0.26	66.26

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2010-8-4		买入

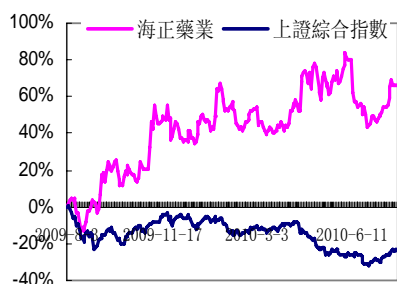
产品组合

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	21.16%
券商集合理财	0.25%

股价相对大盘走势



海正药业(600267CH)

Buy 买入

战略布局清晰，产业升级带来超预期

结论与建议：

2010 年上半年公司实现营收 21.36 亿元 (YOY+17.45%)，实现净利润 1.49 亿元 (YOY+39.97%)，每股收益 0.308 元，符合预期。

公司是国内原料药领导企业，近年逐步从原料药生产升级至制剂产品战略布局清晰，我们看好公司未来发展潜力，预计公司 2010、11 年将实现净利润分别为 3.65 亿元和 4.65 亿元，比分别增长 30.13%、27.37%，目前对应 PE 分别为 37 和 29 倍，产业升级过程中可能带来超预期，维持“买入”建议。

■ **2010 上半年业绩符合预期：**2010 年上半年公司实现营收 21.36 亿元 (YOY+17.45%)，实现净利润 1.49 亿元 (YOY+39.97%)，每股收益 0.308 元，符合预期。受惠毛利较高的抗感染药，抗寄生虫药，内分泌药药增速较快，上半年综合毛利率提高 1.57%，且期内费用控制得宜，使净利润增速(39.97%)的高于营收增速。

■ **原料药和制剂的齐头并进，长期发展战略逐步实现：**从原料药出口到制剂出口是公司的长期发展战略。自 2007 年海正大力发展国内制剂业务以来，制剂在公司营业收入和毛利中占的比重越来越高，2009 年制剂贡献毛利超过 50%，公司改变了过去依赖原料药出口的模式，实现了原料药和制剂的齐头并进，国际合作的加大和制剂生产线的募投更加将加速产业化的升级。

■ **定向增发投入制剂生产项目：**由于公司目前本部现有的制剂生产线已处于满负荷运行状态，解决产能瓶颈，公司拟非公开发行不超过 6100 万股，募集资金总额不超过人民币 13.6 亿元，用于本公司全资子公司海正药业（杭州）有限公司投资建设的制剂出口基地项目。

■ **盈利预测：**我们预计 2010 年/2011 年公司实现营收 49.62 亿元(YOY+24%) /60.41 亿元 (YOY+22%)，实现净利润 3.65 亿元 (YOY+30.13%) /4.65 亿元 (YOY+27.37%)，EPS 分别为 0.732 元/0.933 元，对应 2010 年/2011 年 PE 分别为 37 倍/29 倍，维持“买入”的投资建议。

接续下页.....

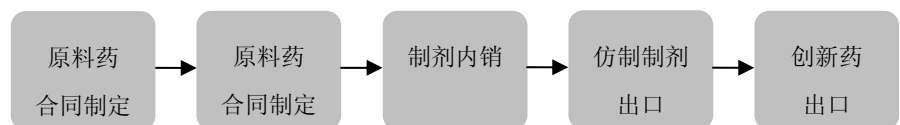
年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	140	195	272	354	451
同比增减	%	69.39%	39.84%	39.39%	30.13%	27.37%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.29	0.40	0.56	0.73	0.93
同比增减	%	69.39%	39.84%	39.39%	30.13%	27.37%
A 股市盈率(P/E)	X	94	67	48	37	29
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%	0.74%

海正药业为国内领先由原料药出口转向制剂出口领跑企业

公司为国内领先的原料药和制剂生产企业，主营业务为原料药、制剂的生产销售业务（49.5%）和医药流通业务（49.4%），自产产品利润贡献超过9成。旗下产品主要包括抗肿瘤药物、抗感染药物、心血管药物、抗寄生虫药物、内分泌药物、免疫抑制剂等。

近年来，海正药业逐步由初级的特色原料药生产商向仿制药生产商成长，最后实现创新药生产商，由原料出口向制剂出口的产业升级，长期发展战略明确且逐步实现。实现路径为原料药出口-原料药合同定制-制剂内销-仿制制剂的出口-创新药出口。目前为止，公司已有21个产品获得FDA批准，18个产品获得COS证书，居国内首位。

表、海正药业战略规划布局



资料来源：公司、群益证券(2010/08)

2010年上半年公司实现营收21.36亿元（YOY+17.45%）；实现利润总额1.82亿元（YoY+38.07%）；实现归属于上市公司股东的净利润1.49亿元（YOY+39.97%），每股收益0.308元，符合预期。

如下表，得益于毛利较高的抗感染药，抗寄生虫药，内分泌药药增速较快，上半年综合毛利率提高1.57%，且期内费用控制得宜，使净利润增速(39.97%)的高于营收增速。

表、海正药业各产品概况

单位:亿元/%

产品	营收	YoY(%)	毛利率(%)	绝对毛利率变化(%)	毛利润贡献(%)
抗肿瘤药	2.94	6.70%	87.26%	-4.37	43.28%
抗感染药	2.42	21.18%	52.93%	14.88	21.63%
心血管药	1.63	1.18%	19.20%	2.33	5.28%
抗寄生虫药	1.85	38.50%	30.62%	10.88	9.53%
内分泌药	1.20	58.51%	56.61%	15.57	11.47%
其它药品	0.28	21.03%	57.01%	-2.12	2.72%
药品销售	10.79	19.08%	3.34%	-0.05	6.07%

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

下面针对公司各产品展望说明：

抗肿瘤药物：盈利主力，期待新产品带动再增长

抗肿瘤药物是公司的优势品种（利润~50%，毛利率~90%）。近年来，公司逐步由抗肿瘤原料药出口，转向为国内制剂为主，目前抗肿瘤类的销售收入有约 70% 来自国内制剂销售。

公司抗肿瘤药物主要产品为蒽环抗生素类抗肿瘤药，以柔红霉素为母核，蒽环类抗肿瘤原料药生产规模居全国第一位。近几年来，随着公司通过研发投入，抗肿瘤新产品在过去几年持续放量增长，抗肿瘤药物毛利率持续提高，目前为接近 90% 的毛利。

然而，由于市场竞争加剧和抗生素类抗肿瘤药物比重下滑，整体抗肿瘤药物的增速有所放缓。2010 年上半年，抗肿瘤药物实现营收 2.94 亿元（YOY+ 6.70%），其中更高毛利的制剂增速下滑更多，毛利率下降 4.37%。由于未来新产品的逐步投放市场和抗肿瘤药物生产线的募投项目的逐渐达产，我们预计抗肿瘤药物增长将会重振。

抗感染药物：国内制剂增长将成主要动力

抗感染药物是公司利润第二大贡献产品（毛利润占比 23.38%）。2006 年起，公司已经逐步淘汰了头孢类产品，升级到培南类（碳青霉烯类）、氨基糖苷类和 β -内酰胺类酶抑制剂。

2010 年上半年抗感染药实现营收 2.42 亿元（YOY+ 21.18%），随着亚胺培南和美罗培南的专利到期，仿制药市场需求强劲，上游原料药需求提高，公司产品结构的调整，高毛利的亚胺培南和美罗培南放量增长，占比提高，毛利率提高 14.88%。制剂类产品销量占比在逐年提高，该类药看好公司抗感染类国内制剂的增长，毛利率相应提高。

心血管类药物：高峰已过、占比提升有限

公司心血管类药物主要是降血脂的他汀类产品，另外还有一些降压的沙坦类产品。他汀类产品曾经是公司利润的主要来源，但是由于该产品的价格已经告别高位，目前公司心血管类产品的营收在逐渐降低。

2010 年上半年心血管药实现营收 1.63 亿元（YOY+ 1.18%）。心血管类主要还是以原料药出口为主，国内制剂占比不高。预期增速比较平稳。

抗寄生虫药及内分泌药：新业务成长快速

抗寄生虫类药是公司的传统优势业务，起步较早。2010 年上半年抗寄生虫药及兽药实现营收 1.85 亿元（YOY+ 38.50%），毛利率提高 10.89%，公司富阳的抗寄生虫药用项目莫西克汀、泰乐菌素等原料药生产线已开始陆续投产，看好未来成长。

此外，内分泌原料药也是公司 06 年开始的新业务，主要产品包括阿卡波糖和奥利司他。由于阿卡波糖和奥利司他高速增长，2010 年上半年内分泌药实现营收 1.20 亿元（YOY+ 58.51%），毛利率大幅提高 15.57%。由于全球糖尿病药物市场和减肥药市场的快速增长，预期与之相伴的内分泌药物将相应保持较高增速。

定向增发投入制剂生产项目

由于公司目前本部现有的制剂生产线已处于满负荷运行状态，解决产能瓶颈，公司拟非公开发行不超过 6100 万股，募集资金总额不超过人民币 13.6 亿元，用于本公司全资子公司海正药业（杭州）有限公司投资建设的制剂出口基地项目。

募投项目的投向主要包括细胞毒抗肿瘤药、培南类注射剂、抗结核病类非细胞毒注射剂三大类。我们认为此次制剂项目的募投，加速公司实现由原料药生产向制剂产品国际化的跨越，为公司未来成长奠定基石。

表、募投资项目规划

药别	产品	产能规划
细胞毒抗肿瘤药	水针剂	2,500 万瓶
	冻干粉针	2500 万瓶
	固体制剂	1.6 亿片
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	冻干粉针	1,000 万瓶

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

盈利预测

我们预计 2010 年/2011 年公司实现营收 49.62 亿元 (YOY+24%) /60.41 亿元 (YOY+22%)，实现净利润 3.65 亿元 (YOY+30.13%) /4.65 亿元 (YOY+27.37%)，EPS 分别为 0.732 元/0.933 元，对应 2010 年/2011 年 PE 分别为 37 倍/29 倍。公司当前估值水平合理，但是我们看好公司未来发展潜力，战略目标清晰，产业升级过程中可能带来超预期，维持“买入”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	4,962	6,041
经营成本	2,106	2,284	2,892	3,545	4,271
主营业务利润	733	898	1,111	1,417	1,770
销售费用	114	188	232	323	411
管理费用	321	351	411	571	695
财务费用	65	82	78	74	91
营业利润	202	241	343	435	554
补贴收入	2	10	22	10	10
税前利润	194	241	351	435	554
所得税	51	40	66	104	143
少数股东损益	3	5	6	11	14
归属于母公司所有者的净利润	140	195	272	354	451

附二：合并资产负债表

百万元	2007	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	200	404	641	771	811
存货	401	563	580	542	548
应收账款	369	420	606	524	654
流动资产合计	1,074	1,629	2,050	2541	2689
长期股权投资	2	1	15	12	14
固定资产	1,715	2,206	2,740	2897	2560
无形资产及其它资产合计	175	248	361	412	386
资产总计	2,986	4,121	5,199	6854	7452
流动负债合计	1,325	1,976	1,485	1452	1854
长期负债合计	284	597	1,283	1452	1567
负债合计	1,609	2,572	2,768	2456	3128
少数股东权益	14	36	40	44	48
股东权益合计	1,363	1,513	2,391	2854	3156
负债及股东权益合计	2,986	4,121	5,199	5310	6284

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	541	586
投资活动产生的现金流量净额	-271	-651	-947	-856	-986
筹资活动产生的现金流量净额	-144	629	567	670	770
现金及现金等价物净增加额	20	198	92	355	370

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。