2010 年 10 月 26 日

黎瑩
Ying_li@e-capital.com.cn

目標價(元) 40.00

公司基本資訊

產業別	醫藥
A 股價 (10/10/25)	39.52
深證成份指數 (10/10/25)	3051.42
股價 12 個月高/低	44.15/19.69
總發行股數 (百萬)	483.78
A 股數 (百萬)	483.78
A 市值（億元）	191.19
主要股東	浙江海正集團有限公司(41.44%)
每股淨值 (元)	5.32
股價/帳面淨值	7.43

	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-2.42	56.27	93.63

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-10-25	39.52	買入

產品組合

非海正藥品	48.34%
抗腫瘤藥	13.92%
抗感染藥	14.14%
心血管藥	8.08%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	23.06%
一般法人	53.08%

股價相對大盤走勢

海正藥業(600267.CH) Hold 持有

戰略佈局清晰，產業升級爲看點

結論與建議：

公司是國內原料藥領導企業，近年逐步從原料藥生產升級至製劑產品戰略佈局清晰，預計公司 10、11 年將實現淨利潤分別爲 3.54 億元和 4.51 億元，比分別增長 30.13%、27.37%，目前對應 PE 分別爲 55 和 43 倍，雖然看好公司未來發展潛力，但考慮到目前估值較高，給予“持有”的投資建議。

- 2010 年 1-3Q業績符合預期：2010 年 1-3Q公司實現營收 32.74 億元（YOY+12.13%），實現淨利潤 2.42 億元（YOY+25.05%），每股收益 0.501 元，符合預期。受惠毛利較高的抗感染藥，抗寄生蟲藥，內分泌藥藥增速較快，1-3Q綜合毛利率提高 1.77%。
- 原料藥和製劑的齊頭並進，長期發展戰略逐步實現：從原料藥出口到製劑出口是公司的長期發展戰略。自 2007 年海正大力發展國內製劑業務以來，製劑在公司營業收入和毛利中占的比重越來越高，2009 年製劑貢獻毛利超過 50%，公司改變了過去依賴原料藥出口的模式，實現了原料藥和製劑的齊頭並進，國際合作的加大和製劑生產線的募投更加將加速產業化的升級。
- 定向增發投入製劑生產項目：由於公司目前本部現有的製劑生產線已處於滿負荷運行狀態，解決產能瓶頸，公司擬非公開發行不超過 6100 萬股，募集資金總額不超過人民幣 13.6 億元，用於本公司全資子公司海正藥業（杭州）有限公司投資建設的製劑出口基地專案。
- 盈利預測：我們預計 2010 年/2011 年公司實現營收 49.62 億元（YOY+24%）/60.41 億元（YOY+22%），實現淨利潤 3.54 億元（YOY+30.13%）/4.51 億元（YOY+27.37%），EPS 分別爲 0.73 元/0.93 元，對應 2010 年/2011 年 PE 分別爲 55 倍/43 倍，考慮到目前估值較高，給予“持有”的投資建議。

……接續下頁……

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	140	195	272	354	451
同比增減	%	69.39%	39.84%	39.39%	30.13%	27.37%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.29	0.40	0.56	0.73	0.93
同比增減	%	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%

預期報酬(Expected Return；ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER ≧ 30%)；買入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
賣出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	2,839	3,182	4,003	4,962	6,041
經營成本	2,106	2,284	2,892	3,545	4,271
主營業務利潤	733	898	1,111	1,417	1,770
銷售費用	114	188	232	323	411
管理費用	321	351	411	571	695
財務費用	65	82	78	74	91
營業利潤	202	241	343	435	554
補貼收入	2	10	22	10	10
稅前利潤	194	241	351	435	554
所得稅	51	40	66	104	143
少數股東損益	3	5	6	11	14
歸屬于母公司所有者的淨利潤	140	195	272	354	451

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	200	404	641	771	811
存貨	401	563	580	542	548
應收賬款	369	420	606	524	654
流動資產合計	1,074	1,629	2,050	2541	2689
長期股權投資	2	1	15	12	14
固定資產	1,715	2,206	2,740	2897	2560
無形資產及其它資產合計	175	248	361	412	386
資產總計	2,986	4,121	5,199	6854	7452
流動負債合計	1,325	1,976	1,485	1452	1854
長期負債合計	284	597	1,283	1452	1567
負債合計	1,609	2,572	2,768	2456	3128
少數股東權益	14	36	40	44	48
股東權益合計	1,363	1,513	2,391	2854	3156
負債及股東權益合計	2,986	4,121	5,199	5310	6284

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	438	221	473	541	586

投資活動產生的現金流量淨額	-271	-651	-947	-856	-986
籌資活動產生的現金流量淨額	-144	629	567	670	770
現金及現金等價物淨增加額	20	198	92	355	370