

海正药业(600267)年报点评

——业绩达到预期，未来更加值得期待

推荐

维持评级

健康护理/化学制药

发布时间：2010年3月27日

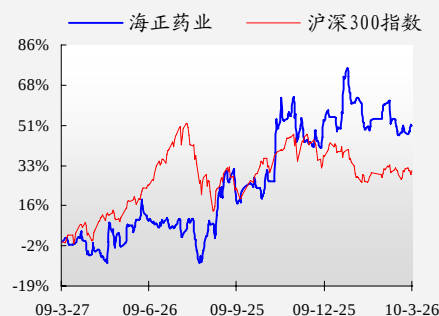
投资要点:

- 2009年，公司实现销售收入40亿元，同比增长25.82%，实现营业利润3.42亿元，同比增长42.39%，实现利润总额3.51亿元，同比增长45.56%，实现属于母公司的净利润2.72亿元，同比增长39.39%，期末股本摊薄后每股收益0.56元，符合我们的预期；
- 公司工业部分销售收入19.8亿元，同比增长21%，抗生素、抗寄生虫和内分泌板块增长速度较快，心血管药物有所恢复，而抗肿瘤产品出现下滑，工业产品毛利率普遍提升，整体提高了2.5个百分点；
- 商业部分增长33%到19.35亿元，但是毛利率有所降低；
- 公司的费用增长显著低于销售收入的增长，因此利润增长幅度加大；
- 公司在2009年增发融资6.5亿元，新获得长期贷款6亿元，负债压力已经得到较大的缓解；
- 公司一些在建的原料药项目将在2010年完成并给公司贡献销售收入，但是公司制剂出口项目预计还有有两年时间才能有实质性进展，公司的基因重组项目开始中试基地的建设，未来2-3年内能够完成产业化；
- 维持公司2010年和2011年每股收益0.80元和1.08元的业绩预测，维持推荐评级，年内目标价28元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	400,347	25.82	27,225	39.39	0.56		42	
2010E	474,574	18.54	38,844	42.68	0.80		29	
2011E	576,453	21.47	52,176	34.32	1.08		22	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-26

收盘价:	23.57 元
52周最高价:	27.95 元
52周最低价:	13.99 元
平均持仓成本:	23.52 元

基本数据

2009Q4

总股本(万股):	48,378
流通A股(万股):	48,378
每股收益(元):	0.56
每股净资产(元):	4.94
每股经营现金流(元):	0.98
市净率:	4.77

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地址: 上海市延安东路45号20楼

邮编: 200002

2009年3月27日，海正药业公布了2009年年度报告，2009年公司实现销售收入40亿元，同比增长25.82%，实现营业利润3.42亿元，同比增长42.39%，实现利润总额3.51亿元，同比增长45.56%，实现属于母公司的净利润2.72亿元，同比增长39.39%，期末股本摊薄后每股收益0.56元，符合我们的预期。

1、产品推陈出新

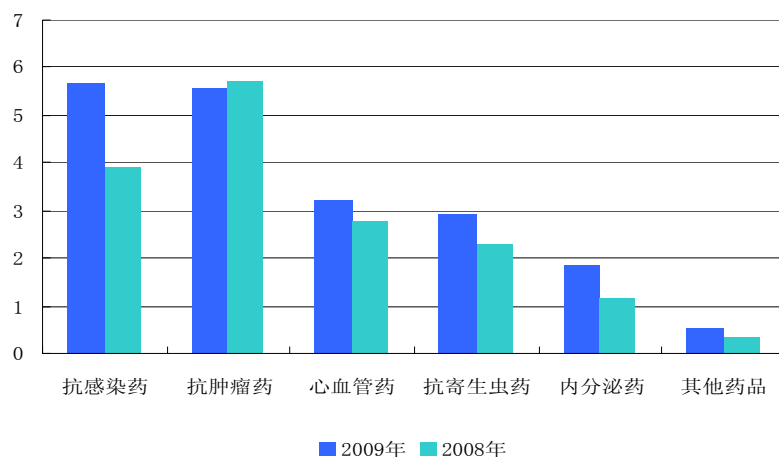
2004年以前公司的他汀类药物一枝独秀，2004-2007年间基本上是抗肿瘤药在独撑大局，进入2008年以后，随着公司新产品的逐步推出，抗寄生虫药物和内分泌药物已经成为公司增长的最主要力量。

2009年公司工业部分实现销售收入19.8亿元，同比增长21.4%。其中抗肿瘤药依然没有摆脱2008年阿霉素订单取消的影响，2009年实现销售收入5.57亿元，同比下降了2.52%；心血管药物有所恢复，实现销售收入3.24亿元，同比增长15%；抗感染药物受到达菲收储的正面影响，销售收入达到了5.66亿元，同比增长44%，其中达菲中间体销售收入过亿元；抗寄生虫药物实现销售收入2.95亿元，同比增长28%；而抗内分泌药物由于阿卡波糖和奥利司他两大品种的快速增长，销售收入达到1.85亿元，同比增长55%。

但是公司国内制剂销售业务增速大幅放缓，销售收入只增长13.41%到6.27亿元，我们认为主要受到营销政策调整以及公司的针剂产品不足。

2009年原材料和能源价格处于低位，所以公司工业部分所有品种的毛利率都有所提升，整体的毛利率提升了2.31个百分点。

图一、海正药业工业部分各产品线增长情况（单位：亿元）



数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

商业部分2009年继续快速增长，2009年实现销售收入19.35亿元，同比增长33%，

毛利率下滑了 0.1 个百分点到 3.8%。

公司的费用增长幅度低于销售收入的增长幅度，销售费用增长 23.23%，管理费用增长 17.12%，财务费用则下降了 5.57%。

公司近些年，在研发、EHS 建设以及国内外制剂产品认证和营销网络建设上投入巨大，2009 年研发投入达到 1.49 亿元。未来随着公司投资建设的新项目的投产产生销售收入，这些固定费用将会被摊薄，公司的费用率水平将有望进一步下降。

2、项目继续建设中，增发融资缓解资金压力

从 2007 年开始，公司进行了高额的固定资产投资。2009 年公司投资额超过 11 亿元，比 2008 年增加了 4 亿元。在公司建设的项目中，美洛培南项目、抗寄生虫项目以及柔红霉素项目投资基本完成，项目在 2010 年陆续开始投产，而制剂生产线项目还在建设中。另外公司还对原有的生产线进行陆续的改造，改造每年能给公司带来很大的成本节约，2009 年这部分的费用节约就达到了 1.73 亿元。

公司 3 年近 20 亿元的投资给公司带来了较大的资金压力，公司主要通过国家开发银行的长期贷款和资本市场融资来解决，2009 年公司增发融资 6.5 亿元，从国家开发银行，进出口银行等获得了 12 亿元的 2-4 年期贷款，满足了公司建设投资的需求。

公司目前贷款总额达到了 19 亿元，但是公司的短期贷款下降到 6 亿元，长期贷款中一部分利息费用可以资本化，2009 年资本化的利息费用达到 5500 万元，因此短期内公司的财务负担并不重。

从公司的资产负债来看，公司应收账款增加了 50%到 6 亿元，主要是公司商业部分增加的应收账款，另外达菲的收储也给公司增加了 1 亿元的应收账款，而公司其他的资本项目变化不大。负债方面，除了长期贷款有较大幅度增长以外，公司的其他项目也变化不大。公司增发以后，资产负债率从 2008 年的 62%下降到 53%的水平。

公司依然保持着较高的经营性现金流，2009 年公司的经营性现金流达到了 4.73 亿元，良好的现金流量能够保证公司在 2011-2013 年的还款周期内能够保持正常的经营。

3、盈利预测与投资建议

2010 年，公司的多项在建项目都将陆续投产，公司的制剂出口项目也将在 2012 年以后能够有实质性的进展，虽然不能够短期为公司贡献业绩，但是在国内药品招标过程中将起到一定的促进作用。

在药品梯队建设中，公司已经开始计划建设基因重组药物的中试基地，意味着公司的基因重组药物也将在 2-3 年内实现产业化，公司多年的研发投入将会产生效

益。

我们预计维持公司 2010 年和 2011 年每股收益 0.80 元和 1.08 元的业绩预测，维持推荐的投资评级，年内目标价 28 元，相当于 10 年 35 倍市盈率。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2838.77	3181.98	4003.47	4745.74	5764.53
减: 营业成本	2105.64	2284.16	2892.14	3426.42	4147.58
营业税金及附加	19.07	20.10	27.38	32.46	39.42
营业费用	113.90	188.50	232.28	271.46	317.05
管理费用	321.31	350.58	410.61	467.46	550.51
财务费用	64.68	82.07	77.50	73.01	70.59
资产减值损失	13.44	15.82	20.26	0.00	0.00
加: 投资收益	1.38	0.00	-0.56	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.07	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	202.10	240.74	342.81	474.94	639.38
加: 其他非经营损益	-8.16	0.15	7.86	10.00	12.00
利润总额	193.94	240.90	350.66	484.94	651.38
减: 所得税	51.11	40.21	71.96	87.29	117.25
净利润	142.83	200.69	278.70	397.65	534.13
减: 少数股东损益	3.16	5.36	6.45	9.21	12.37
归属母公司股东净利润	139.67	195.32	272.25	388.44	521.76
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	113.25	309.05	528.14	949.15	1152.91
应收和预付款项	472.05	660.97	830.15	809.51	1022.91
存货	401.14	563.15	579.52	562.62	622.40
其他流动资产	1.18	0.00	0.07	0.07	0.07
长期股权投资	2.38	1.41	15.35	15.35	15.35
投资性房地产	3.55	23.43	14.20	12.54	10.87
固定资产和在建工程	1714.83	2206.03	2740.05	2962.70	2892.08
无形资产和开发支出	174.54	247.96	361.28	320.89	280.50
其他非流动资产	0.00	1.03	0.89	0.89	0.89
资产总计	2882.92	4013.04	5069.66	5633.72	5997.98
短期借款	715.00	1036.50	671.00	846.54	826.66
应付和预收款项	443.03	623.73	655.55	724.12	878.47
长期借款	284.00	593.00	1225.93	1225.93	1025.93
其他负债	63.87	210.60	86.57	86.57	86.57
负债合计	1505.90	2463.82	2639.05	2883.15	2817.63
股本	449.28	449.28	483.78	483.78	483.78
资本公积	266.57	266.57	882.07	882.07	882.07

留存收益	647.15	797.54	1024.87	1335.62	1753.03
归属母公司股东权益	1363.00	1513.39	2390.72	2701.47	3118.88
少数股东权益	14.02	35.83	39.89	49.10	61.47
股东权益合计	1377.02	1549.22	2430.61	2750.57	3180.35
负债和股东权益合计	2882.92	4013.04	5069.66	5633.72	5997.98
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	502.40	303.35	550.35	911.70	906.02
投资性现金净流量	-270.71	-650.61	-947.24	-491.80	-290.16
筹资性现金净流量	-143.81	628.69	567.09	1.11	-412.10
现金流量净额	84.81	280.10	169.50	421.01	203.76

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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征价。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。本报告版权归我公司所有。