

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

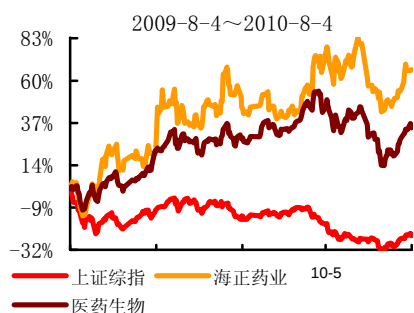
Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级：	推荐
跟踪评级：	谨慎推荐
目标价格：	30.4

市场数据

市价(元)	27.15
上市的流通A股(亿股)	4.84
总股本(亿股)	4.84
52周股价最高最低(元)	13.99-30.58
上证指数/深证成指	2627.00/10830.70
2009年股息率	0.59%

52周相对市场表现**相关研究****海正药业(600267.SH)****抗寄生虫药和内分泌药表现优异****投资要点**

- **盈利符合预期。**公司上半年实现主营业务收入 21.13 亿元，同比增长 19%；实现净利润 1.49 亿元，同比增长 40%，每股收益 0.31 元。
- **抗寄生虫药和内分泌药表现突出。**抗寄生虫药和内分泌药收入同比分别增长 38.50%、58.51%，毛利率分别增长 10.89、15.57 个百分点；抗肿瘤药、抗感染药、心血管药物同比分别增长 6.70%、21.18%、1.18%，毛利率分别增长-4.37、14.88、2.33 个百分点。以上带动整体医药工业同比增长 18.79%，毛利率提升 4.80 个百分点。
- **公司将启动非公开发行融资。**公司董事会已经审议通过了非公开发行方案，拟募集资金 13.7 亿元，发行数量 6100 万股，发行价格不低于 22.53 元/股。募集资金投入细胞毒抗肿瘤药物、抗结核病雷菲细胞毒注射液、培南类注射液等富阳制剂基地项目。项目达产后，预计产生销售收入 25 亿元，净利润 5.2 亿元。
- **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 3.69 亿元、4.64 亿元、6.02 亿元，同比分别增长 36%、26%、30%，每股收益 0.76 元、0.96 元、1.24 元。对应动态市盈率分别为 36 倍、28 倍、22 倍。给予公司 10 年 40 倍动态市盈率估值，合理价位 30.4 元。公司将极大受益于国际仿制药物的转移生产，是战略性投资品种。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4003.47	4872	5974	7238
增长率(%)	25.82	22	23	21
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	272.25	369.06	463.63	601.72
增长率(%)	39.39	36	26	30
毛利率(%)	27.76	29	29	30
净资产收益率(%)	11.39	13	14	16
EPS(元)	0.60	0.76	0.96	1.24
P/E(倍)	48.24	35.71	28.42	21.90
P/B(倍)	5.63	4.78	4.09	3.45

来源：公司年报、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
抗肿瘤药	55726	61298	67428	74171
增长率 (%)	-2.52%	10.00%	10.00%	10.00%
毛利率 (%)	89.17%	88.00%	88.00%	88.00%
抗感染药	56596	69047	82856	99427
增长率 (%)	43.84%	22.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	43.91%	53.00%	55.00%	55.00%
心血管药	32355	35591	39150	42282
增长率 (%)	15.33%	10.00%	10.00%	8.00%
毛利率 (%)	18.68%	19.00%	19.00%	19.00%
抗寄生虫药及兽药	29462	41247	55684	72389
增长率 (%)	27.89%	40.00%	35.00%	30.00%
毛利率 (%)	22.47%	30.00%	30.00%	30.00%
内分泌药	18467	29547	44320	66480
增长率 (%)	55.25%	60.00%	50.00%	50.00%
毛利率 (%)	48.22%	56.00%	56.00%	56.00%
其他	5420	6558	7869	9443
增长率 (%)	49.41%	21.00%	20.00%	20.00%
毛利率 (%)	52.49%	57.00%	57.00%	57.00%
制剂出口	0	1000	20000	50000
增长率 (%)	0.00%	0.00%	1900.00%	150.00%
毛利率 (%)	0.00%	20.00%	20.00%	20.00%
海正药品合计	198025	244287	317307	414192
增长率 (%)	21.40%	23.36%	29.89%	30.53%
毛利率 (%)	49.97%	53.28%	51.17%	48.85%
非海正药品	193544	232252	267090	293799
增长率 (%)	32.59%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率 (%)	3.80%	3.34%	3.34%	3.34%
总收入	391602	476540	584398	707992
增长率 (%)	26.65%	21.69%	22.63%	21.15%
营业成本率	72.85%	71.06%	70.69%	70.04%
毛利率 (%)	27.15%	28.94%	29.31%	29.96%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2820	3741	4817
现金及等价物	641	1116	1656	2300
应收帐款	719	876	1074	1301
存货	580	694	846	1016
其它流动资产	111	135	165	200
非流动资产	3148	3603	3810	3882
长期股权投资	15	15	15	15
固定资产及其他	2741	3167	3286	3257
投资性房地产	14	14	14	14
无形资产	361	390	478	579
其它非流动资产	17	17	17	17
资产总计	5200	6423	7552	8700
流动负债	1485	1639	1845	2073
短期借款	704	704	704	704
应付帐款	481	576	703	843
其它流动负债	300	359	438	526
非流动负债	1283	1976	2424	2728
长期借款	1226	1908	2341	2628
其它非流动负债	57	68	83	100
负债合计	2768	3615	4269	4801
少数股东权益	40	49	59	74
归属于母公司所有者权益	2391	2760	3223	3825
负债和股东权益	5199	6423	7552	8700

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	430	514	585	700
净利润	279	378	475	616
资产减值准备	20	20	20	20
折旧和摊销	211	228	226	215
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	78	49	60	72
营运资本变动	-158	-160	-196	-223
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	-867	-682	-433	-287
资本支出	-858	-682	-433	-287
其它	-9	0	0	0
融资活动现金流	673	644	389	231
权益性融资	603	0	0	0
负债净变化	148	693	448	304
财务费用	-78	-49	-60	-72
现金净增加额	236	476	540	644
期初现金余额	403	639	1116	1656
期末现金余额	639	1116	1656	2300

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4872	5974	7238
营业成本	2892	3462	4223	5069
营业税金及附加	27	33	41	49
销售费用	232	307	376	456
管理费用	411	536	657	796
财务费用	78	49	60	72
资产减值损失	20	20	20	20
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	-1	0	0	0
营业利润	343	465	597	775
营业外收入	22	20	0	0
营业外支出	15	10	0	0
利润总额	351	475	597	775
所得税	72	98	123	159
净利润	279	378	475	616
少数股东损益	6	9	11	14
归属于母公司所	272	369	464	602
EBITDA	441	534	677	867
EPS（元）	0.56	0.76	0.96	1.24

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	25.8%	21.7%	22.6%	21.1%
营业利润	42.4%	35.7%	28.3%	29.8%
归属母公司净利	39.4%	35.6%	25.6%	29.8%
获利能力				
毛利率	27.8%	28.9%	29.3%	30.0%
净利率	6.8%	7.6%	7.8%	8.3%
ROE	11.4%	13.4%	14.4%	15.7%
ROIC	4.1%	7.7%	8.4%	9.4%
偿债能力				
资产负债率	53.2%	56.3%	56.5%	55.2%
流动比率	1.4	1.7	2.0	2.3
速动比率	1.0	1.3	1.6	1.8
营运能力				
总资产周转率	0.8	0.8	0.8	0.8
应收帐款周转率	5.6	5.6	5.6	5.6
应付帐款周转率	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)				
每股收益	0.56	0.76	0.96	1.24
每股经营现金	0.89	1.06	1.21	1.45
每股净资产	4.94	5.70	6.66	7.91
估值比率				
P/E	48.4	35.7	28.4	21.9
P/B	5.5	4.8	4.1	3.4
EV/EBITDA	7.6	6.3	5.0	3.9

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn