

海普瑞：肝素钠业务继续保持高增长势头

公司 2010 年半年报点评

报告关键点：

- 公司肝素钠原料药业务继续保持高增长势头
- FDA 等级原料药二季度才开始销售，普通等级肝素钠大幅增长
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至140元

报告摘要：

- 公司肝素钠原料药业务继续保持高增长势头。2010年上半年，公司实现营业收入18.09亿元，同比增长131.86%，实现归属于母公司的净利润5.99亿元，同比增长127.09%，实现每股收益1.6元。全球肝素钠市场继续保持稳定增长，公司的高品质肝素钠原料药仍旧保持了较高的增长速度，美国大剂量肝素钠市场仍处于供不应求状态，预计这种增长势头还将持续。
- FDA 等级原料药由于美国药典修订二季度才开始销售，普通等级肝素钠大幅增长。2010年上半年，公司FDA等级原料药实现销售收入2.5亿元，同比下降33.53%，主要原因是美国药典去年10月1日开始修订，提高了肝素钠产品的质量标准，公司为配合美国FDA检查和认证，暂停了FDA等级肝素钠的供货，从今年4月才开始恢复供货，因此公司的FDA等级原料药产品实际上只销售了一个季度。因此公司在今年一季度加大了普通等级原料药的供货，公司上半年普通等级的肝素钠原料药实现销售收入15.6亿元，同比增长了285.71%。
- 公司的产品质量标准高，将继续在美国大剂量肝素钠市场占据主导地位。公司依靠先进生产工艺打造了具有高质量标准肝素钠原料药，将继续在美国大剂量肝素钠市场占据领导地位。由于大剂量肝素钠市场对纯度的要求非常高，公司的FDA等级原料药将继续保持供不应求状态，预计公司下半年FDA等级原料药销量将恢复增长。由于公司解决了部分关键工艺的技术问题，产能得到一定的释放，我们预计公司全年的总体产量将有可能同比增长10%。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至140元。我们预计公司2010年-2011年EPS分别为3.08元和4.23元，由于公司未来几年还将保持较高的增长速度，若按照公司2011年业绩给予30-35倍的PE来估值，则调高12个月目标价至140元，维持公司“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：赛诺菲-安万特，APP等大客户依赖造成业绩波动的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	435.2	2,224.1	2,962.1	3,908.1	5,100.7
Growth(%)	45.4%	411.0%	33.2%	31.9%	30.5%
净利润	161.4	809.1	1,239.4	1,699.8	2,296.7
Growth(%)	136.8%	401.3%	52.4%	37.2%	35.1%
毛利率(%)	56.2%	48.3%	53.0%	53.9%	55.8%
净利润率(%)	37.1%	36.4%	41.6%	43.3%	44.8%
每股收益(元)	0.40	2.02	3.08	4.23	5.71
每股净资产(元)	0.77	2.68	15.02	19.27	25.01
市盈率	331.2	66.1	43.3	31.6	23.4
市净率	173.6	49.9	8.9	6.9	5.3
净资产收益率(%)	52.4%	75.6%	20.6%	22.0%	23.0%
ROIC(%)	77.4%	219.7%	116.0%	84.7%	76.0%
EV/EBITDA	57.2	49.0	33.6	24.3	17.3
股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 140.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 130.00 元

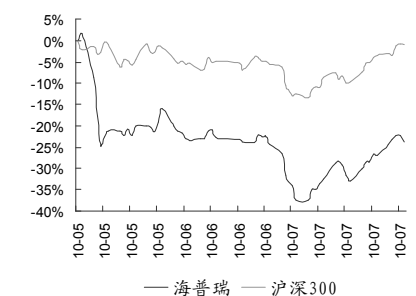
现价： 133.58 元

报告日期： 2010-08-02

市场数据

总市值(百万元)	53,445.36
流通市值(百万元)	4,287.92
总股本(百万股)	400.10
流通股本(百万股)	32.10
12 个月最高/最低	105.00/188.88 元
十大流通股(%)	15.20%
股东户数	31,718

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	2.01	(17.27)	(0.56)
绝对收益	15.58	(23.74)	(23.74)

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

海普瑞：高技术壁垒带来高成长	2010-07-18
海普瑞：全球肝素钠原料药行业领导者	2010-04-21

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-30

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	435.2	2,224.1	2,962.1	3,908.1	5,100.7	成长性					
减: 营业成本	190.8	1,150.5	1,392.2	1,801.7	2,255.5	营业收入增长率	45.4%	411.0%	33.2%	31.9%	30.5%
营业税费	0.3	1.0	1.2	1.4	1.8	营业利润增长率	170.4%	385.0%	53.7%	37.2%	35.1%
销售费用	2.3	3.7	4.4	5.5	7.1	净利润增长率	136.8%	401.3%	52.4%	37.2%	35.1%
管理费用	36.2	94.2	124.4	162.2	211.7	EBITDA 增长率	140.9%	364.1%	49.5%	36.7%	36.5%
财务费用	7.7	15.0	-35.6	-86.3	-109.7	EBIT 增长率	148.3%	374.0%	47.7%	34.5%	35.5%
资产减值损失	-0.0	-0.0	-	-	-	NOPLAT 增长率	117.6%	389.9%	47.2%	34.5%	35.5%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	72.7%	178.8%	84.3%	50.9%	32.5%
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-	EBIT/营业收入	110.2%	247.7%	461.5%	28.3%	29.8%
营业利润	197.9	959.8	1,475.4	2,023.6	2,734.2	利润率					
加: 营业外净收支	-0.5	2.0	-	-	-	毛利率	56.2%	48.3%	53.0%	53.9%	55.8%
利润总额	197.4	961.8	1,475.4	2,023.6	2,734.2	营业利润率	45.5%	43.2%	49.8%	51.8%	53.6%
减: 所得税	36.0	152.7	236.1	323.8	437.5	净利率	37.1%	36.4%	41.6%	43.3%	44.8%
净利润	161.4	809.1	1,239.4	1,699.8	2,296.7	EBITDA/营业收入	48.6%	44.1%	49.5%	51.3%	53.7%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	47.2%	43.8%	48.6%	49.6%	51.5%
货币资金	161.1	445.4	4,527.6	5,281.7	6,732.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	33	6	27	64	90
应收帐款	107.9	200.8	247.5	305.2	398.3	流动营业资本周转天数	211	103	128	121	118
应收票据	-	-	4.1	5.4	7.0	流动资产周转天数	307	144	412	555	524
预付帐款	1.7	29.6	57.4	93.5	138.6	应收帐款周转天数	78	25	27	25	24
存货	259.4	579.3	686.6	839.2	1,050.5	存货周转天数	144	68	77	70	67
其他流动资产	-	-0.0	0.0	-0.0	0.0	总资产周转天数	346	158	466	657	645
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	244	115	180	222	238
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	52.4%	75.6%	20.6%	22.0%	23.0%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	27.9%	58.8%	19.7%	21.3%	22.3%
固定资产	40.2	38.5	407.3	988.0	1,575.1	ROIC	77.4%	219.7%	116.0%	84.7%	76.0%
在建工程	-	76.5	345.9	447.6	388.5	费用率					
无形资产	2.7	2.6	2.7	2.8	2.8	销售费用率	0.5%	0.2%	0.2%	0.1%	0.1%
其他非流动资产	5.9	4.0	9.7	10.1	10.3	管理费用率	8.3%	4.2%	4.2%	4.2%	4.2%
资产总额	578.9	1,376.6	6,288.7	7,973.2	10,303.1	财务费用率	1.8%	0.7%	-1.2%	-2.2%	-2.1%
短期债务	122.4	180.0	143.0	100.2	100.0	三费/营业收入	10.6%	5.1%	3.1%	2.1%	2.1%
应付帐款	15.8	32.5	40.0	51.8	64.9	偿债能力					
应付票据	-	-	-	-	-	资产负债率	46.8%	22.3%	4.4%	3.3%	2.9%
其他流动负债	54.1	17.6	29.4	45.1	65.5	负债权益比	88.1%	28.6%	4.6%	3.4%	3.0%
长期借款	76.0	64.0	64.0	64.0	64.0	流动比率	2.76	5.45	25.99	33.10	36.15
其他非流动负债	2.8	12.2	2.5	2.5	2.5	速动比率	1.41	2.94	22.76	28.85	31.58
负债总额	271.1	306.3	279.0	263.6	296.8	利息保障倍数	26.57	64.94	-40.49	-22.44	-23.94
少数股东权益	-	5.4	11.6	20.1	31.6	分红指标					
股本	90.0	360.0	400.1	400.1	400.1	DPS(元)	-	0.13	-	-	-
留存收益	217.8	704.9	5,598.1	7,289.4	9,574.6	分红比率	0.0%	6.4%	0.0%	0.0%	0.0%
股东权益	307.8	1,070.3	6,009.8	7,709.6	10,006.3	股息收益率	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	161.4	809.1	1,239.4	1,699.8	2,296.7	EPS(元)	0.40	2.02	3.08	4.23	5.71
加: 折旧和摊销	6.3	8.6	27.4	68.5	112.8	BVPS(元)	0.77	2.68	15.02	19.27	25.01
资产减值准备	-0.0	-0.0	-	-	-	PE(X)	331.2	66.1	43.3	31.6	23.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	173.6	49.9	8.9	6.9	5.3
财务费用	10.1	8.1	5.8	-35.6	-86.3	P/FCF	-	287.6	168.6	79.8	39.8
投资收益	-	-	-	-	-	P/S	122.8	24.0	18.0	13.7	10.5
少数股东损益	-	-	6.2	8.5	11.5	EV/EBITDA	57.2	49.0	33.6	24.3	17.3
营运资金的变动	-140.6	-489.1	-176.4	-220.2	-317.8	CAGR(%)	119.2%	41.6%	34.0%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	40.1	355.8	1,061.0	1,470.4	1,993.6	PEG	2.8	1.6	1.3	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-10.7	-54.9	-671.1	-751.1	-641.1	ROIC/WACC	7.9	22.5	11.9	8.7	7.8
融资活动产生现金流量	99.7	-16.6	3,698.7	43.5	109.4	REP	4.1	2.1	2.2	1.9	1.6

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034