

化学原料药



王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

推荐 (维持)

项军
021-38565838
xiangjun@xyzq.com.cn

海正药业 (600267)

出口和内销齐头并进

2010年9月1日

投资要点

- 我们近期参加了海正药业的股东大会，并且与管理层就公司未来发展战略作了交流。公司未来的主要看点还是制剂出口，同时国内制剂的战略地位也在逐渐提高，我们认为海正是国内最具国际化特色的研发驱动型企业，是原料药产业升级的领军者，维持长期“推荐”评级。

调研要点：

- **非公开发行股票预案顺利通过。**经股东大会表决，公司的非公开发行股票预案顺利通过，此次融资将降低公司资产负债率，减少财务费用，并为富阳制剂基地的建设奠定了坚实的基础。
- **制剂出口稳步推进。**制剂出口主导的产业升级是我们看好海正的最大理由，在欧洲上市的首仿产品他克莫司胶囊有望带来不菲收益（维持2011年将占据10%的欧洲市场份额，增厚EPS0.09元的判断）。继他克莫司之后，还有多个品种将进入欧盟制剂的申报，欧洲市场目前是公司制剂国际化的主攻方向，向美国FDA申报ANDA则是下一步的工作重点。
- **海正制剂出口的优势。**公司的主要优势还是体现在技术层面：原料药和制剂的一体化、高规格的抗肿瘤注射剂生产线（由于细胞毒性大，国外很难审批通过）以及多年积累的发酵半合成技术；和印度等主要竞争对手相比，国内的基础建设和资本市场的融资环境都更为完善。
- **在国际化方向上，海正药业无疑是国内化学制药企业的标杆，**未来几年内，将有一批国内企业可以达到美国或欧盟的制剂GMP标准，进入国际市场。这一过程将带来企业盈利的快速增长，我们认为，在这一时期可以给予很高的估值（参考印度企业在转型期的估值水平，参见《三年不飞，一飞冲天，海正药业深度报告》等）
- **国家对出口给予很高的重视。**据了解，工信部将确定3-5家企业做制剂出口的样板公司，给予一定的补贴。此外，如果能做到出口，对国内同类产品的销售也会有促进作用。
- **加大人才引进力度。**公司近期从海外招聘了两名高管，均在国际大型制药公司（惠氏和葛兰素史克）有多年的工作经验，分别主管研发和供应链管理。高端人才的引进，对公司增强研发实力和规范管理起到了积极的作用。
- **国内制剂业务战略地位提升。**为了在转型期内保持业绩稳定增长，公司将进一步加强国内制剂业务，尤其是营销。在继续积极开发新品种的基础上，公司拟在三年内将医药代表人数扩大到1200-1500人，并学习外资企业的营销模式，建立省一级的销售分公司，在地市一级实现全品种、全医院、全辐射。国内制

剂业务的加强，将促进公司业绩快速增长，为制剂国际化提供投资的安全边际。

- **盈利预测。**我们预估公司 2010-2012 年 EPS 分别为：0.74、1.06 和 1.47 元，制剂出口和国内制剂的增长都将驱动公司快速成长，维持长期“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2102	2543	3073
货币资金	641	468	574	699
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	606	711	873	1063
其他应收款	4	4	5	6
存货	580	664	784	934
非流动资产	3148	4256	4731	5064
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	15	159	159	159
投资性房地产	14	14	14	14
固定资产	1807	2980	3678	4118
在建工程	933	716	508	404
油气资产	0	0	0	0
无形资产	361	351	341	330
资产总计	5199	6358	7274	8137
流动负债	1485	2184	2573	2708
短期借款	671	1078	1587	1587
应付票据	60	85	116	118
应付账款	421	440	529	643
其他	333	580	342	360
非流动负债	1283	1436	1436	1436
长期借款	1226	1356	1356	1356
其他	57	81	81	81
负债合计	2768	3620	4010	4144
股本	484	484	484	484
资本公积	882	882	882	882
未分配利润	814	1077	1540	2181
少数股东权益	40	48	60	76
股东权益合计	2431	2737	3264	3993
负债及权益合计	5199	6358	7274	8137

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	272	357	515	712
折旧和摊销	211	237	313	370
资产减值准备	5	24	22	23
无形资产摊销	13	10	10	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	78	123	151	164
投资损失	1	0	0	0
少数股东损益	6	8	12	16
营运资金的变动	143	135	270	288
经营活动产生现金流量	479	625	753	995
投资活动产生现金流量	-663	-1349	-806	-705
融资活动产生现金流量	621	551	159	-164
现金净变动	437	-173	106	125
现金的期初余额	404	641	468	574
现金的期末余额	841	468	574	699

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4003	4678	5742	6993
营业成本	2892	3313	3911	4662
营业税金及附加	27	32	39	48
销售费用	232	271	345	434
管理费用	411	477	632	769
财务费用	78	123	151	164
资产减值损失	20	10	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	-1	-0	-0	-0
营业利润	343	451	653	905
营业外收入	22	10	10	10
营业外支出	15	5	5	5
利润总额	351	456	658	910
所得税	72	91	132	182
净利润	279	365	527	728
少数股东损益	6	8	12	16
归属母公司净利润	272	357	515	712
EPS (元)	0.56	0.74	1.06	1.47

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	25.8%	16.9%	22.7%	21.8%
营业利润增长率	42.4%	31.6%	44.8%	38.6%
净利润增长率	39.4%	31.0%	44.3%	38.3%
盈利能力(%)				
毛利率	27.8%	29.2%	31.9%	33.3%
净利率	6.8%	7.6%	9.0%	10.2%
ROE	11.4%	13.3%	16.1%	18.2%

偿债能力(%)

资产负债率	53.2%	56.9%	55.1%	50.9%
流动比率	1.38	0.96	0.99	1.13
速动比率	0.97	0.65	0.67	0.77

营运能力(次)

资产周转率	0.86	0.81	0.84	0.91
应收帐款周转率	7.31	6.70	6.85	6.83

每股资料(元)

每股收益	0.56	0.74	1.06	1.47
每股经营现金	0.98	1.29	1.56	2.06
每股净资产	4.94	5.56	6.62	8.10

估值比率(倍)

PE	60.56	46.22	32.02	23.16
PB	6.90	6.13	5.15	4.21

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
- 中 性: 相对表现与市场持平
- 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
- 推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
- 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
- 回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

重要声明

兴业证券系列报告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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。