

2010-09-06

西药

海正药业 600267.SH

产业升级即将实现，销售革新拉动内销

◇ 事件：公司召开股东大会

审议并通过 2 项重要提案

①富阳分公司在建三条生产线建设将于年底结束，公司向银行借贷 5000 万元以弥补短期流动性缺口。

②公司为建设富阳分公司 3 条注射剂生产线，将通过定向增发的形式，募集 13.6 亿元资金。

◆具有国际视野和经验的新高管加入

公司引入了两个具有丰富行业经验的高级管理人员。朱天民担任公司副总裁，主管研发。其原先供职于美国惠氏研发部，在从之前的工作和学习中积累非常丰富的化学合成、生化技术以及分析技术的经验。吕有才主要管理公司的供应链。其在 GSK 等公司长期担任相关工作，具有从中国到全球范围管理的经验。我们认为这两位高级管理人员的加盟将加强公司国际化战略，进一步带领从 API 供应向合作开发等更高阶段迈进。

◆药品降价对抗肿瘤板块影响不大

公司认为药品降价势在必行，高毛利率的抗肿瘤药物售价也会下调。但是目前对于海正这个影响并不严重。因为公司抗肿瘤药收入的 65% 来自 API，甚至可以在公司更先进的成本控制下，进一步提升毛利率。至于公司已有的抗肿瘤制剂产品，其主要竞争对手是国外企业，他们承受的价格压力更大。公司目前正在加大了原有产品的营销投入能做到以量补价。而且老产品成本控制依然有较大的潜力可以应对部分降价压力。此外，公司凭借研发优势和产品储备，会陆续有新的产品推出。新产品将在定价上有一定优势，从而加强抗肿瘤制剂整体盈利能力。

◆营销模式改变，合理利用资源

公司承认产品内销是自己的短板，将用 3-5 年建立自己的国内销售体系（1200 人左右，实现人数翻番）。公司将在 2010 年内建立省级分公司，改革以前以医药代表分品种分科室公关，从而开始以省为单位全产品全医院全科室的营销战略。这可以整合公司的营销资源，解决长期来因产品种类较多而分散了营销资源的弊端。目前上海分公司已经建立，销售额从 80 万到 130 万，再到目前的 180 万，逐月增加。

◆海外合作成果巨大，国内合作步步深入

在对外合作方面，公司目前较为重视合作研发模式。和西班牙 CINFA 公司在他克莫司上成功的合作帮助公司进入了欧洲市场（估算为 7 亿美元的市场，份额可能在 20%）。也间接打开了南美等发展中市场。

对内合作上，公司和军事医学科学院合作深入。早先公司在北京与军事医学科学院合作成立了单抗实验室，并有院士参与合作。09 年，双方又合作建设了一个新的实验室主要研究环境和放射性问题。09 年公司也购入了 2 个抗辐射产品，其中一个具有较大的潜力。另外，军事医学科学院将在浙江省建立一个分支机构，为东海舰队提供保障，主攻疫苗、抗病毒药物等方向。我们认为军事医学科学院强大的研发能力对公司有

增持

当前价格	36.88 元
目标价格	40.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

姚杰（执业证书编号：S0930109032580）

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人：

姜恩铸

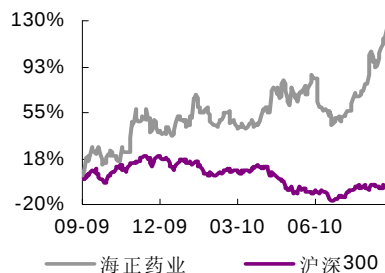
021-22169319

jiangez@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	484
总市值(百万元)	16,898
流通比例(%)	100.00%
12 个月最高/最低(元)	37.37/17.90
近 3 月日均成交量(百万股)	3.36
主要股东	浙江海正集团有限公司

股价表现(12 个月)



相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

很大的促进作用，能开辟出另一个独具特色的业务板块。而且，公司很有可能成为军事医学科学院等机构产业化一大平台。

◆三条新注射剂生产线亮点显著

本次提出的定增方案所投入的三条生产线均为注射剂，分别是细胞毒抗肿瘤药、培南类抗生素和抗结核类药物注射剂，规格较高（符合 cGMP 标准），均为是专线专用，有较强的特殊性。而且在设计时就考虑了全隔离和半隔离，实现了人药分离。该种生产线国内还是唯一，将能为军事医学科学院等机构提供封闭体系的生产平台，如细胞毒类及免疫抑制剂等产品。类似产品的生产线，部分国家的审批有所限制，将可能成为海正的出口对象。其中，培南类注射剂生产线目前国内很少。据估计公司目前的产能远不能满足市场需求。

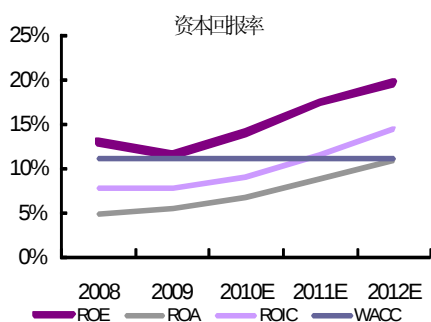
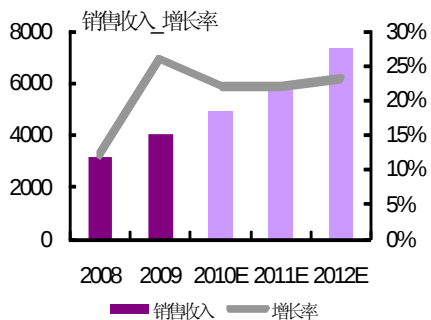
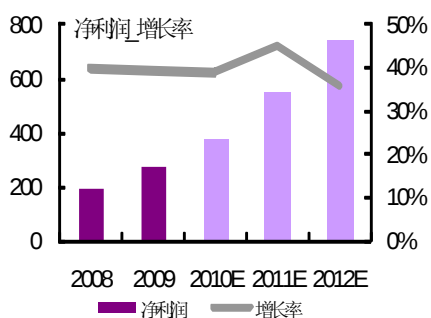
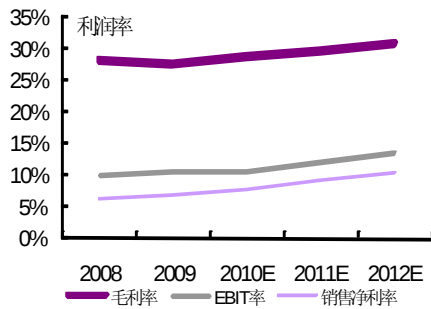
◆盈利预测

公司随着富阳项目不断投入生产，产能瓶颈将逐步缓解，产品系列将得到拓展。富阳高标准的生产线将成为承接国际企业转移生产的理想平台。我们认为公司基本面不断向好，产业升级即将实现，中长期盈利增长有保障。如不考虑此次定增的摊薄，我们预计公司 2010-2012 年 eps 为 0.78、1.13、1.53 元（CAGR 为 40%）。如 2011 年增发（6100 万股），则摊薄后 2011 年 eps 为 1.00 元。我们给予公司 6 个月目标价格 40 元，对应 2011 年 pe40x，给予公司“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	3,182	4,003	4,884	5,959	7,329
营业收入增长率	12.09%	25.82%	22.00%	22.00%	23.00%
净利润（百万元）	195	272	378	547	741
净利润增长率	39.84%	39.39%	38.66%	44.91%	35.53%
EPS（元）	0.40	0.56	0.78	1.13	1.53
ROE（归属母公司）（摊薄）	12.91%	11.39%	13.93%	17.25%	19.56%
P/E	87	62	45	31	23
P/B	11	7	6	5	4
EV/EBITDA	35	30	35	25	18

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3,182	4,003	4,884	5,959	7,329
营业成本	2,284	2,892	3,482	4,183	5,065
折旧和摊销	177	211	26	39	49
营业税费	20	27	29	36	44
销售费用	188	232	308	358	403
管理费用	351	411	537	644	806
财务费用	82	78	66	83	89
公允价值变动损益	0	0	3	5	0
投资收益	0	-1	1	1	1
营业利润	241	343	450	651	909
利润总额	241	351	460	666	901
少数股东损益	5	6	9	12	15
归属母公司净利润	195.32	272.25	377.51	547.06	741.45

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,121	5,199	5,762	6,345	7,046
流动资产	1,629	2,050	2,621	3,193	3,912
货币资金	404	641	855	1,043	1,283
交易型金融资产	0	0	0	5	5
应收帐款	420	606	826	1,008	1,240
应收票据	111	113	142	173	213
其他应收款	3	4	4	5	6
存货	563	580	672	813	989
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	15	15	15	15
固定资产	1,576	1,807	2,072	2,267	2,393
无形资产	248	361	343	326	310
总负债	2,572	2,768	3,003	3,111	3,179
无息负债	737	838	906	1,024	1,177
有息负债	1,836	1,930	2,097	2,087	2,002
股东权益	1,549	2,431	2,759	3,233	3,867
股本	449	484	484	484	484
公积金	452	1,093	1,151	1,235	1,349
未分配利润	612	814	1,075	1,453	1,958
少数股东权益	36	40	49	61	76

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	221	473	203	414	566
净利润	195	272	378	547	741
折旧摊销	177	211	26	39	49
净营运资金增加	226	281	439	448	567
其他	-377	-292	-639	-620	-791
投资活动产生现金流	-651	-947	-32	-49	-29
净资本支出	-248	-361	50	50	30
长期投资变化	1	15	0	0	0
其他资产变化	-404	-601	-82	-99	-59
融资活动现金流	629	567	43	-177	-297
股本变化	0	35	0	0	0
债务净变化	777	94	167	-10	-85
无息负债变化	187	102	68	118	153
净现金流	199	93	214	188	240

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	12.09%	25.82%	22.00%	22.00%	23.00%
净利润增长率	39.84%	39.39%	38.66%	44.91%	35.53%
EBITDA 增长率	18.61%	26.41%	-14.79%	42.34%	36.43%
EBIT 增长率	21.63%	30.35%	21.77%	41.93%	37.04%
估值指标					
PE	87	62	45	31	23
PB	11	7	6	5	4
EV/EBITDA	35	30	35	25	18
EV/EBIT	55	45	37	26	19
EV/NOPLAT	66	57	44	31	23
EV/Sales	6	5	4	3	3
EV/IC	5	4	4	4	3
盈利能力 (%)					
毛利率	28.22%	27.76%	28.70%	29.80%	30.90%
EBITDA 率	15.71%	15.78%	11.02%	12.86%	14.26%
EBIT 率	10.14%	10.51%	10.49%	12.21%	13.60%
税前净利润率	7.57%	8.76%	9.42%	11.17%	12.29%
税后净利润率 (归属母公司)	6.14%	6.80%	7.73%	9.18%	10.12%
ROA	4.87%	5.36%	6.71%	8.81%	10.74%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.91%	11.39%	13.93%	17.25%	19.56%
经营性 ROIC	7.66%	7.62%	8.89%	11.53%	14.32%
偿债能力					
流动比率	0.82	1.38	1.52	1.74	2.06
速动比率	53.93%	99.03%	113.07%	129.91%	153.90%
归属母公司权益/有息债务	0.82	1.24	1.29	1.52	1.89
有形资产/有息债务	2.10	2.50	2.58	2.88	3.36
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.40	0.56	0.78	1.13	1.53
每股红利	0.09	0.12	0.18	0.25	0.34
每股经营现金流	0.46	0.98	0.42	0.86	1.17
每股自由现金流(FCFF)	0.69	0.90	-0.04	0.34	0.63
每股净资产	3.13	4.94	5.60	6.56	7.84
每股销售收入	6.58	8.28	10.10	12.32	15.15

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

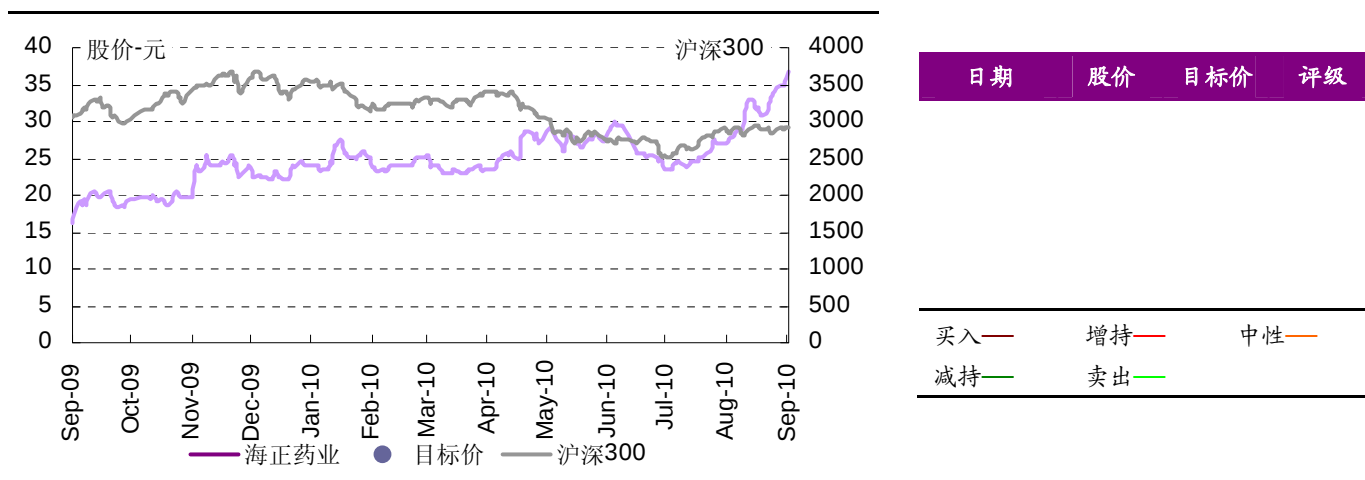
姚杰，澳大利亚VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

海正药业（600267）



资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

买入—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
 增持—未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
 中性—未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
 卖出—未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebsecn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebsecn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebsecn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebsecn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebsecn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebsecn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebsecn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebsecn.com
	王莉本	021-22169083	13641659577	wanglb@ebsecn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebsecn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebsecn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebsecn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebsecn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebsecn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebsecn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebsecn.com
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebsecn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebsecn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebsecn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表、篡改或者引用。