

2011-03-23

医药生物

海正药业 600267-SH

软硬件优势显著，大海正扬帆起航

◆增发拓展国际化空间，为转移生产构架大平台

公司最近完了定向增发，募集资金扣除费用后 13.36 亿已经到位。增发项目全部投向富阳基地的制剂出口基地项目，其建设的标准符合美国 cGMP 的规范。该项目是公司从原料药向国内制剂向国际制剂挺进的关键一步，使得公司把原料药上的竞争优势向高毛利率的下游拓展，未来的盈利能力将显著提升，成长也更加具有稳定性。目前国内通过 cGMP 认证的制造平台的企业还非常稀缺，在未来一段时间将有数家企业获得该认证，海正药业主攻出口注射剂，壁垒更高。公司希望在 2014 年实现制剂出口欧美市场。

◆国际合作开花结果，国内最具实力和声誉的国际合作方：

公司和多家跨国企业接触的时间和频率都在国内首屈一指。最近，公司和礼来、辉瑞等著名企业签订了长期的产品合作合同，相关的 3 个产品进入了产业化生产和商业化供货阶段。3 个品种中 2 个是兽药产品，向礼来和辉瑞直接提供原料药，另一个合作项目是抗肿瘤药物的中间体。预计每年新增销售收入 3000 万美元。

国际企业筛选合作伙伴的考察期长，旨在选中技术过硬而且能稳定供应的合作伙伴。对于礼来和辉瑞这样要转移的项目都是市场规模很大的，对于国内的企业而言都是大项目。海正的技术和规模上正是国内的翘楚，通过长年对国际市场的开发，早在当下国际产业转移和一体化生产的背景下，将最为受益。

◆多路开花，打开新局面：

海正也通过和西班牙公司合作，获得了他克莫司在欧洲的首仿。因为欧洲各国流程需要独立申请，所以进入其市场的时间相对较慢。其中部分国家可能需要寻找新的制剂生产伙伴或者销售代理公司，但是所有的原料药将由海正提供。

通过一年的国内销售改革，目前公司一线销售人员达到了 600 人规模，3 年内将扩展到 1500 人，主要服务于自产的抗肿瘤药物，布局在二甲以上医院。

海正美国公司目前主要还是注册和申报为主。目前已经拜访了海正所有的美国客户，未来将能为生产转移牵线搭桥。直至通过通过美国公司制剂出口。

我们认为海正药业在软件和硬件上的突出优势，将成为国内承接国际生产转移的最大受益者。我们非常看好公司中长期的发展。增发后，2011-2012 年摊薄 eps 分别为 0.98 和 1.32 元。给予目标价 45 元，“买入”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	4,356	4,907	5,743
营业收入增长率	12.09%	25.82%	8.81%	12.65%	17.04%
净利润（百万元）	195	272	361	514	694
净利润增长率	39.84%	39.39%	32.64%	42.26%	35.19%
EPS（元）	0.40	0.56	0.75	0.98	1.32
ROE（归属母公司） （摊薄）	12.91%	11.39%	13.41%	11.44%	13.70%
P/E	90	65	49	37	27
P/B	12	7	7	4	4
EV/EBITDA	37	31	25	19	15

调升

买入

当前价格	36.30 元
目标价格	45.00 元
目标期限	12 个月

分析师：姚杰（执业证书编号：S0930510120006）

021-22169153

yaoj@ebscn.com

联系人：姜恩铸

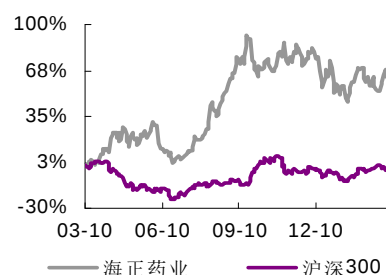
021-22169319

jiangez@ebscn.com

市场数据

总股本(百万股)	525
总市值(百万元)	19,098
流通比例(%)	92.18%
12 个月最高/最低(元)	45.30/22.55
近 3 月日均成交量(百万股)	3.01
主要股东	浙江海正集团有限公司

股价表现(12 个月)

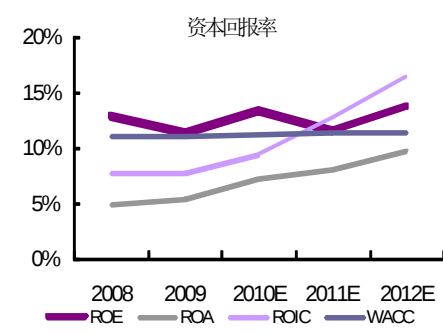
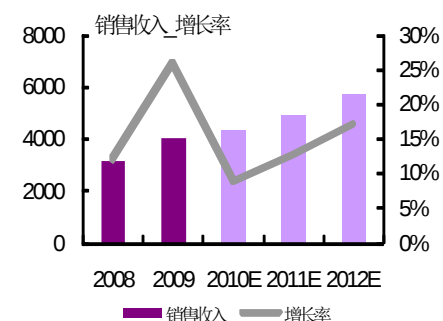
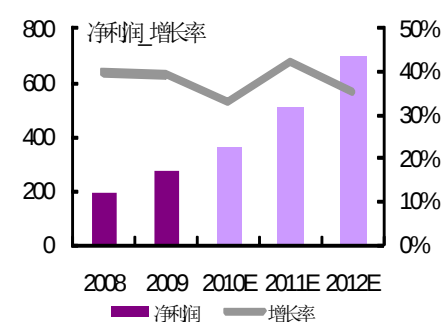
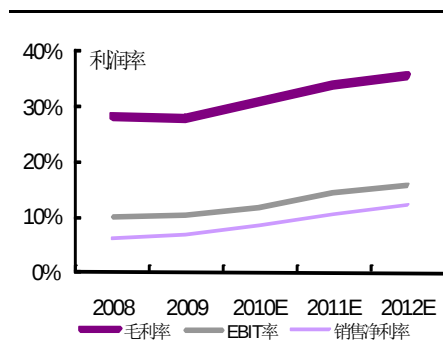


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-3.22	-11.30	59.73
绝对收益	-1.34	-11.07	57.32

相关报告：

产业升级即将实现，销售革新拉动内销
..... 2010-09-06

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	4,356	4,907	5,743
营业成本	2,284	2,892	3,014	3,248	3,704
折旧和摊销	177	211	265	278	288
营业税费	20	27	28	32	37
销售费用	188	232	292	334	396
管理费用	351	411	497	579	683
财务费用	82	78	55	41	28
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	465	674	887
利润总额	241	351	469	674	887
少数股东损益	5	6	9	12	15
归属母公司净利润	195.32	272.25	361.12	513.72	694.49

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	4,121	5,199	5,222	6,627	7,294
流动资产	1,629	2,050	2,313	3,948	4,873
货币资金	404	641	762	2,227	2,878
交易型金融资产	0	0	0	5	5
应收账款	420	606	737	830	972
应收票据	111	113	126	142	167
其他应收款	3	4	3	4	5
存货	563	580	579	626	717
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	22	22	22
固定资产	1,576	1,807	1,832	1,788	1,674
无形资产	248	361	343	326	310
总负债	2,572	2,768	2,479	2,076	2,149
无息负债	737	838	815	850	923
有息负债	1,836	1,930	1,664	1,226	1,226
股东权益	1,549	2,431	2,743	4,551	5,145
股本	449	484	484	525	525
公积金	452	1,093	1,149	2,551	2,658
未分配利润	612	814	1,061	1,415	1,887
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	539	709	824
净利润	195	272	361	514	694
折旧摊销	177	211	265	278	288
净营运资金增加	226	281	223	226	347
其他	-377	-292	-310	-309	-505
投资活动产生现金流	-651	-947	-39	-49	-29
净资本支出	-248	-361	50	50	30
长期投资变化	1	15	-7	0	0
其他资产变化	-404	-601	-82	-99	-59
融资活动现金流	629	567	-379	804	-143
股本变化	0	35	0	41	0
债务净变化	777	94	-266	-438	0
无息负债变化	187	102	-23	35	73
净现金流	199	93	122	1,465	652

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%	8.81%	12.65%	17.04%
净利润增长率	39.84%	39.39%	32.64%	42.26%	35.19%
EBITDA 增长率	18.61%	26.41%	23.66%	26.38%	21.74%
EBIT 增长率	21.63%	30.35%	22.58%	37.43%	28.89%
估值指标					
PE	90	65	49	37	27
PB	12	7	7	4	4
EV/EBITDA	37	31	25	19	15
EV/EBIT	57	47	38	27	20
EV/NOPLAT	68	59	47	34	25
EV/Sales	6	5	4	4	3
EV/IC	5	4	4	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	28.22%	27.76%	30.81%	33.82%	35.52%
EBITDA 率	15.71%	15.78%	17.93%	20.12%	20.93%
EBIT 率	10.14%	10.51%	11.84%	14.45%	15.91%
税前净利润率	7.57%	8.76%	10.76%	13.73%	15.44%
税后净利润率 (归属母公司)	6.14%	6.80%	8.29%	10.47%	12.09%
ROA	4.87%	5.36%	7.09%	7.93%	9.73%
ROE (归属母公司) (摊薄)	12.91%	11.39%	13.41%	11.44%	13.70%
经营性 ROIC	7.66%	7.62%	9.29%	12.62%	16.35%
偿债能力					
流动比率	0.82	1.38	1.93	4.96	5.60
速动比率	53.93%	99.03%	144.60%	417.07%	477.94%
归属母公司权益/有息债务	0.82	1.24	1.62	3.66	4.14
有形资产/有息债务	2.10	2.50	2.93	5.14	5.70
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.40	0.56	0.75	0.98	1.32
每股红利	0.09	0.12	0.17	0.22	0.30
每股经营现金流	0.46	0.98	1.11	1.35	1.57
每股自由现金流(FCFF)	0.69	0.98	0.85	1.07	1.24
每股净资产	3.13	4.94	5.57	8.56	9.66
每股销售收入	6.58	8.28	9.00	9.35	10.94

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。

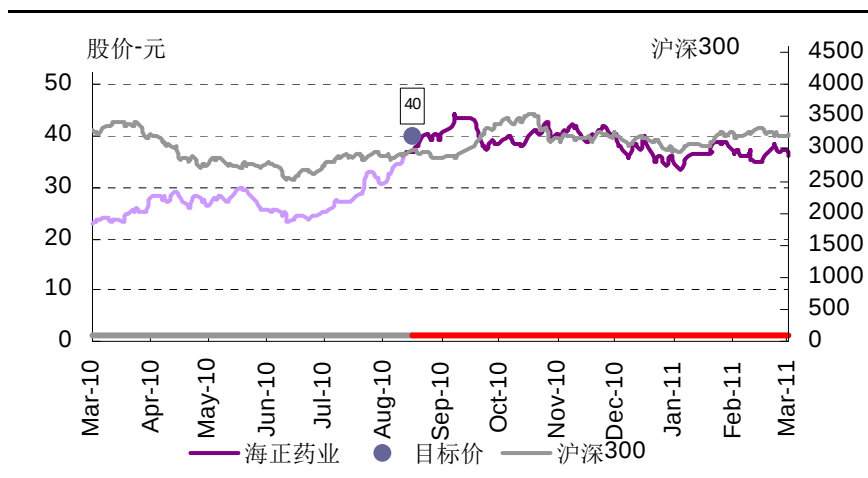
分析师声明

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）

分析师：姚杰



日期	股价	目标	评级
2010-09-06	36.88	40.00	增持
2010-11-24	36.88	40.00	增持

买入	增持	中性
减持	卖出	

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。

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@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	杨月		18910037319	yangyue1@ebscn.com
上海				
	杨日昕(主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂(主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
	韩佳	021-22169491	13761273612	hanjia@ebscn.com
深圳				
	王汗青(主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lix1@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
	江虹	0755-83024029	13810482013	jianghong1@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

风险提示及免责声明

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（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。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发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整。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，本公司不就任何人依据报告中的内容而最终操作建议作出任何形式的保证和承诺。

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，本公司及其附属机构（包括光大证券研究所）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。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在作出投资决策前，建议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。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于1996年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。

本公司经营业务许可证编号：z22831000

本公司已获业务资格：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；证券资产管理；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的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正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一参考因素。