

海正药业（600267）

推荐（维持）

国内制剂快速增长，产业转移渐入佳境

市场数据

报告日期	2011-3-28
收盘价(元)	35.27
总股本(百万股)	524.82
流通股本(百万股)	483.78
总市值(百万元)	18510.34
流通市值(百万元)	17062.92
净资产(百万元)	2575.28
总资产(百万元)	5806.18
每股净资产	4.91

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4545	5514	6529	7768
同比增长(%)	13.5%	21.3%	18.4%	19.0%
净利润(百万元)	366	512	687	885
同比增长(%)	34.3%	40.0%	34.2%	28.7%
毛利率(%)	29.3%	31.6%	33.1%	34.1%
净利率(%)	8.0%	9.3%	10.5%	11.4%
净资产收益率(%)	13.6%	11.3%	13.1%	14.5%
每股收益(元)	0.70	0.98	1.31	1.69
每股经营现金流(元)	0.97	1.29	1.65	2.06

相关报告

《非公开增发完成，转型期粮草充足》2011-3-16

《承接国际间产业转移渐入佳境》2011-3-7

《国内制剂和产业转移两翼齐飞》2011-2-20

投资要点

事件：

海正药业公布2010年报：公司实现营业收入454,451万元，同比增长13.51%；归属上市公司股东的净利润为36,576万元，同比增长34.35%；扣除非经常性损益后的净利润为33,239万元，同比增长25.01%；每股收益0.76元。利润分配方案10派1.5元（含税）。公司预计，2011年实现营业收入52.18亿元，同比增长17%，实现利润总额5.84亿元，同比增长30%。

点评：

公司的业绩略超我们的预期。

- **收入增长平稳，国内制剂是亮点。**报告期间，海正药品实现销售收入22.50亿元，同比增长13.61%，其中制剂的销售收入为7.96亿元，同比增长26.96%，表现抢眼；非海正药品实现销售收入22.16亿元，同比增长14.48%。分产品来看，抗肿瘤药实现销售收入6.67亿元，同比增长19.63%；抗感染药的销售收入为5.35亿元，同比下降5.42%，主要原因是2009年有2亿元的达菲中间体的一次性收入；心血管药的销售收入为3.16亿元，同比下降2.38%，基本保持平稳；抗寄生虫及兽药的销售收入为4.02亿元，同比增长36.48%；内分泌药的收入为2.55亿元，同比增长38.12%。总体而言，抗肿瘤药、抗寄生虫及兽药、内分泌药是销售收入增长的主要驱动力。

- **毛利率大幅提升。**海正药品的毛利率达到53.89%，同比大幅上升3.92

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人：项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

个百分点，其中抗肿瘤药的毛利率为 85.87%，同比下降 3.3 个百分点；抗感染药的毛利率达到 53.17%，同比大幅上升 9.26 个百分点；心血管药的毛利率为 18.02%，基本持平；抗寄生虫药及兽药毛利率为 33.35%，上升 10.88 个百分点；内分泌药的毛利率为 51.26%，同比上升 3 个百分点。公司的毛利率大幅提升，主要得益于产品结构调整，高毛利率的制剂产品销售的比重加大，而且与跨国公司的合作项目也具备较好的盈利能力。

- **期间费用率提升明显。**报告期间，公司的销售费用率为 6.20%，上升 0.4 个百分点，主要源于对国内制剂营销投入的加大；管理费用率 11.80%，上升 1.5 个百分点，由于公司正处于从原料药出口向仿制药国际化转型的关键阶段，大量的研发投入必不可少，因此管理费用率持续上升。
- **“营销年”成效显著。**公司的制剂销售收入同比增长 27%，明显快于海正药品的总体增速，得益于 2010 “营销年”卓有成效的工作：国内制剂方面，公司实施营销重心下移的组织变革，从“以产品为中心，以总部为中心”向以省区为中心的销售体制、以医院为中心的多产品综合推广体制转变，全年总计开发医院 2545 家，进一步提高医院覆盖率；国际业务方面，国际营销团队在稳固现有客户的基础上有计划、有目标的开发新客户、新市场，全年新开发客户 98 家；对关键客户和战略性客户，实现多品种合作。
- **研发新品源源不断。**研发是海正一贯的优势，2010 年无论是仿制药、创新药还是国际制剂品种申报方面，都取得了丰硕的成果。仿制药研发：公司依托特色微生物发酵及半合成、分子改良、手性催化、色谱分离、杂质鉴定与分离等关键技术，拥有 100 多个首仿产品，2010 年完成了 12 个避工艺专利产品的开发，同时完成 8 个大品种的技术改造；创新药研发：完成 500 个化合物的药效筛选和 10 个候选化合物的药理研究；申请国内国际化合物专利 5 项；有 3 个新药今年有望申报临床试验 2010 年；海外产品申报：新增 4 个原料药品种获得美国 FDA 注册，3 个原料药品种在欧盟多国和其他国家获得批准，目前累计已有 15 个制剂品种在近 40 个国家注册。其中：制剂他克莫司胶囊在欧盟 27 个国家、美罗培南粉针在吉尔斯坦和土库曼获得上市批准。截止目前，公司已有 24 个 API 品种获 FDA 注册，17 个 API 品种获 COS 证书。后面，公司还将抓住生物制药产业化的时机，升级研发体系和技术平台，着力推进小分子药物向大分子药物升级，重点开展脂质体、纳米制剂、靶向制剂、控缓释和速释、大分子给药系统等型制剂的研究，着力推进从原料药向制剂产品链的升级。
- **短期看国内制剂和转移生产，长期看制剂国际化。**在我们之前的多篇报告中，我们已经深入分析了海正未来仿制药国际化的光辉前景，目前公司正处于从原料药出口向制剂国际化转型的关键时期，固定资产和研发费用投入都较大，在这个转型过渡期内，国内制剂的持续增长和国际间产业转移的订单将成为公司业绩的有力保证，从公司此前公告的订单来看，公司已与多家跨国制药企业签订了长期合作协议，产业转移渐入佳境。长期来看，在平稳渡过 1-2 年的转型期之后，公司的仿制药国际化战略将步入真正的收获期，制剂出口

有望取得爆发式的增长，海正有可能成长为国际化的品牌仿制药企业。

- **盈利预测。**我们维持此前的盈利预测，预估 2011-2013 年增发后摊薄 EPS 分别为：0.98、1.31 和 1.69 元，短期来看，估值合理，有一定的安全边际；长期来看，海正的仿制药国际化前景值得期待，维持“推荐”评级。

表 1、海正药业分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q	QOQ	2009	2010	YOY		说明
营业收入	1014	1122	1138	1270	11.6%	4003	4545	13.5%		
营业成本	728	810	790	888	12.4%	2892	3215	11.2%		
毛利	287	312	348	382	9.8%	1111	1329	19.6%		
销售费用	62	74	82	64	-21.8%	232	282	21.4%		
管理费用	121	130	126	160	27.2%	411	536	30.6%		
财务费用	14	13	14	14	1.4%	78	55	-29.4%		
资产减值	5	0	2	32	1237.2%	20	40	96.7%		
公允价值	0	0	0	-0		0	-0	-200.0%		
投资收益	-0	8	5	29	441.4%	-1	42	#####		
营业利润	80	98	121	133	9.7%	343	433	26.3%		
利润总额	80	101	121	147	21.7%	351	450	28.3%		
净利润	66	83	93	123	32.2%	272	366	34.3%		
EPS	0.137	0.171	0.193	0.255	32.2%	0.563	0.756	34.3%		
销售费用率	6.1%	6.6%	7.2%	5.0%	-2.2%	5.8%	6.2%	0.4%		
管理费用率	11.9%	11.5%	11.1%	12.6%	1.5%	10.3%	11.8%	1.5%		
财务费用率	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	-0.1%	1.9%	1.2%	-0.7%		
所得税率	15.5%	15.7%	20.0%	15.6%	-4.4%	20.5%	16.8%	-3.7%		
毛利率	28.3%	27.8%	30.6%	30.1%	-0.5%	27.8%	29.3%	1.5%		
净利润率	6.5%	7.4%	8.2%	9.7%	1.5%	6.8%	8.0%	1.2%		

资料来源：天软投资系统

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1999	2348	2759	3264
货币资金	494	551	653	777
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	627	764	904	1076
其他应收款	6	5	7	8
存货	655	768	890	1043
非流动资产	3923	4644	4982	5272
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	157	159	159	159
投资性房地产	12	12	12	12
固定资产	2069	3130	3807	4267
在建工程	1276	938	619	460
油气资产	0	0	0	0
无形资产	383	367	349	331
资产总计	5922	6992	7740	8536
流动负债	1579	1804	1850	1742
短期借款	451	598	756	523
应付票据	104	120	123	157
应付账款	426	510	602	692
其他	598	576	369	369
非流动负债	1598	586	585	585
长期借款	1506	506	506	506
其他	92	80	79	80
负债合计	3177	2390	2436	2327
股本	484	525	525	525
资本公积	882	2175	2175	2175
未分配利润	1090	1551	2169	2965
少数股东权益	46	57	73	92
股东权益合计	2744	4602	5305	6209
负债及权益合计	5922	6992	7740	8536

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	366	512	687	885
折旧和摊销	260	280	354	413
资产减值准备	13	23	22	23
无形资产摊销	22	16	17	18
公允价值变动损失	-0	0	0	0
财务费用	55	94	71	66
投资损失	-42	-50	-50	-50
少数股东损益	9	11	15	20
营运资金的变动	40	177	240	275
经营活动产生现金流量	646	675	867	1079
投资活动产生现金流量	-742	-958	-655	-655
融资活动产生现金流量	190	340	-111	-300
现金净变动	94	57	102	124
现金的期初余额	641	494	551	653
现金的期末余额	735	551	653	777

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4545	5514	6529	7768
营业成本	3215	3770	4369	5121
营业税金及附加	26	31	37	44
销售费用	282	347	424	505
管理费用	536	662	797	948
财务费用	55	94	71	66
资产减值损失	40	45	50	60
公允价值变动	-0	0	0	0
投资收益	42	50	50	50
营业利润	433	614	831	1074
营业外收入	27	20	20	20
营业外支出	10	5	5	5
利润总额	450	629	846	1089
所得税	76	106	144	185
净利润	374	523	703	904
少数股东损益	9	11	15	20
归属母公司净利润	366	512	687	885
EPS (元)	0.70	0.98	1.31	1.69

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	13.5%	21.3%	18.4%	19.0%
营业利润增长率	26.3%	41.8%	35.4%	29.2%
净利润增长率	34.3%	40.0%	34.2%	28.7%
盈利能力(%)				
毛利率	29.3%	31.6%	33.1%	34.1%
净利率	8.0%	9.3%	10.5%	11.4%
ROE	13.6%	11.3%	13.1%	14.5%

偿债能力(%)

资产负债率	53.7%	34.2%	31.5%	27.3%
流动比率	1.27	1.30	1.49	1.87
速动比率	0.83	0.86	0.99	1.25

营运能力(次)

资产周转率	0.82	0.85	0.89	0.95
应收帐款周转率	6.94	7.48	7.40	7.41

每股资料(元)

每股收益	0.70	0.98	1.31	1.69
每股经营现金	0.97	1.29	1.65	2.06
每股净资产	5.14	8.66	9.97	11.65

估值比率(倍)

PE	50.61	36.14	26.93	20.93
PB	6.86	4.07	3.54	3.03

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。