

海正药业（600267）：国际化进程起飞于富阳基地

增持（维持）

医药行业/化学原料药

当前股价：35.27 元

报告日期：2011 年 3 月 29 日

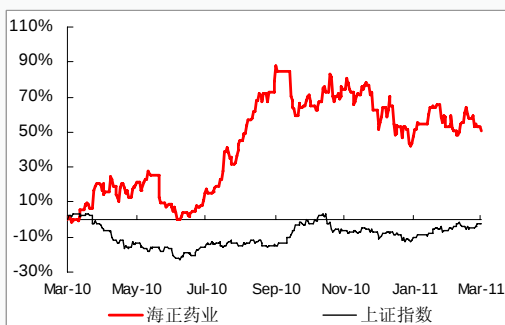
主要财务指标（单位：百万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	4,003	4,545	5,218	6,262
(+/-)	25.82%	13.51%	14.82%	20.00%
营业利润	343	433	560	685
(+/-)	42.39%	26.31%	29.42%	22.25%
归属于母公司 的净利润	272	366	482	588
(+/-)	39.39%	34.35%	31.67%	22.18%
每股收益（元）	0.52	0.70	0.92	1.12
市盈率（倍）	51	38	29	23

公司基本情况（2010 年 12 月 31 日止）

总股本/已流通股（万股）	52,482/48,378
流通市值（亿元）	170.63
每股净资产（元）	5.14
资产负债率（%）	53.66

股价表现（最近一年）



证券分析师 彭晓

执业证书编号：A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年，公司实现主营业务收入 45.44 亿元，同比增长 13.51%；实现营业利润 4.33 亿元，同比增长 26.31%；归属母公司净利润 3.66 亿元，同比增长 34.35%；基本每股收益 0.70 元。分配方案为每 10 股派现 1.5 元（含税）。
- **抗寄生虫药、内分泌药促业绩快增。**2010 年公司主要产品抗肿瘤药保持平稳增长，实现收入 6.66 亿元，同比增长 19.63%；内分泌药在奥利司他的带动下，实现收入 2.55 亿元，同比明显增长 38.12%；抗寄生虫药及兽药在新产品带动下，实现收入 4.02 亿元，同比明显增长 36.48%；但心血管药和抗感染药销售出现下滑，心血管药实现收入 3.16 亿元，同比减少 2.38%；抗感染药实现收入 5.35 亿元，同比减少 5.42%；
- **产品结构调整，毛利率略有提升。**因公司抗感染药毛利率高的新产品逐渐替代毛利率低的老产品，使抗感染药毛利率同比提升 9.26 个百分点；同时，毛利率较高的抗寄生虫药及兽药新产品和内分泌药销售增加，带动公司综合毛利率同比提升 1.49 个百分点，达到 29.25%。
- **期间费用率略增，投资收益大幅增长。**公司期间费用率同比增长 1.21 个百分点，但其中财务费用同比大幅减少 29.41%，财务费用率略降 0.73 个百分点。报告期内，公司处置长期股权投资，产生投资收益 4194 万元，投资收益大幅增加进一步促进了利润的增长。
- **富阳生产基地建设顺利，是未来的主要增长点。**继 2009 年 9 月奥利司他生产线投产后，2009 年募集资金项目：原料药基地抗寄生虫药用项目、柔红霉素产能提高及新增抗肿瘤系列药物生产技改项目也于 2010 年 9 月-12 月陆续建成。口服固体制剂项目和年产 2000kg 美罗培南技改项目也已进入安装调试阶段。此外，公司 2010 年募集资金项目继续在原制剂高技术项目基础上投资建设制剂出口基地建设，建设内容包括：细胞毒抗肿瘤药、培南类注射剂、抗结核病类非细胞毒注射剂三大类，项目预计将在 2012 年底建成。截止 2010 年，公司已有 24 个 API 品种获 FDA 注册，17 个 API 品种获 COS 证书。随着富阳基地多条新生产线的逐步投产，公司将把原料药优势进一步向下游扩张，制剂出口也有望取得突破，将成为公司未来业绩爆发式增长的动力。

- **研发实力强劲。**创新药方面，公司拥有 100 多个首仿产品。2010 年又完成 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。
- **国际合作促业务快速增长。**公司与美国礼来、辉瑞等国际著名制药企业长期开展技术和业务合作，成为其供应商伙伴，近期公司又与辉瑞子公司辉瑞亚太生产有限公司在美国签订了 CA 兽用药的供货协议。公司是中国药企国际化进程的排头兵，将成为全球制药市场向发展中国家转移过程中的最大受益者。
- **盈利预测及评级。**预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.92 元和 1.12 元，以最新收盘价计算，对应的动态市盈率分别为 29 倍和 23 倍，目前估值基本合理，公司是中国原料药企业国际化的排头兵，制剂出口取得突破之后，有望带来爆发式的增长。维持“增持”的投资评级。

图表 1 海正药业盈利预测

单位（万元）	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	400,347	454,451	521,801	626,161
增长率(%)	25.82%	13.51%	14.82%	20.00%
减：营业成本	289,214	321,519	364,999	437,050
毛利率(%)	27.76%	29.25%	30.05%	30.20%
减：营业税金及附加	2,738	2,558	2,922	3,506
销售费用	23,228	28,194	31,308	37,570
管理费用	41,061	53,609	58,703	70,130
财务费用	7,750	5,471	5,218	6,262
期间费用率	17.99%	19.20%	18.25%	18.20%
资产减值损失	2,026	3,986	2,609	3,131
加：公允价值变动净收益	7	-7	0	0
投资净收益	(56)	4,194	0	0
营业利润	34,281	43,301	56,041	68,512
增长率(%)	26.31%	29.42%	22.25%	166.89%
加：营业外收入	2,243	2,711	2,922	3,506
减：营业外支出	1,457	1,016	1,044	1,252
利润总额	35,066	44,996	57,920	70,766
增长率(%)	45.56%	28.32%	28.72%	22.18%
利润率(%)	8.76%	9.90%	11.10%	11.30%
减：所得税	7,196	7,561	8,688	10,615
实际税负比率(%)	17.00%	17.00%	15.00%	15.00%
净利润	27,870	37,435	49,232	60,151
归属于母公司所有者净利润	27,225	36,576	48,160	58,842
增长率(%)	39.39%	34.35%	31.67%	22.18%
净利润率(%)	6.80%	8.05%	9.23%	9.40%
少数股东损益	645	859	1,072	1,309
总股本（万股）	52,482	52,482	52,482	52,482
每股收益（元）	0.52	0.70	0.92	1.12
每股净资产（元）	4.56	5.14	5.60	6.05
净资产收益率（%）	11.66%	13.87%	16.75%	18.95%

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对其所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040