

海正药业 (600267)

国内制剂高速增长，产业升级令人期待

——公司 2010 年年报点评

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读：

投资要点：

- 2010 年年报：主营收入、净利润分别为 45.45、3.66 亿元，同比上升 13.5%、34.4%。扣非后净利润 3.32 亿，同比上升 25.0%。EPS 0.76 元（增发摊薄后 0.70 元），符合市场预期。ROE 14.4%，每股经营性现金流 1.05 元。公司预计 2011 年营业收入、利润总额分别同比增长 17%、30%。
- 主要品种方面：1、抗肿瘤类药物同比增长 19.6%；2、内分泌药物、抗寄生虫药成为增长较快的品种，分别同比增长 38.1%、36.5%，毛利率有所提升；3、抗感染药同比下降 5.42%，若扣除 2009 年达菲中间体 2 亿的一次性收入，同比增长超过 40%，其中高毛利的培南类品种增速较快。
- 研发和营销促使期间费用有所增长：期间费用率 19.2%，同比提升 1.2 个百分点。其中国内营销改革、国际市场拓展使得销售费用率同比提升 0.4 个百分点；大量的研发投入使得管理费用率同比提升 1.5 个百分点。
- 国内制剂销售：2010 年公司开始实施营销改革，组织结构重心下移，国内制剂销售增长快速，收入达 7.96 亿元，同比增长 27.0%。2010 年新增覆盖了 2545 家医院，目前已覆盖 7000 多家医院；销售人员目前为 600 多人，业务人员比重提升到 82%，计划 2 年内增加到 1000 人；产品开始施行分线销售（肿瘤药、抗感染、内分泌等），提高品种销售效率。
- 国际出口业务：1、原料药：2011 年 3 月公告与辉瑞、礼来 Elanco、某制药企业合作提供兽药原料药；2、制剂：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。3、富阳基地：定向增发 13.7 亿，建设期 2 年，投产后用于国内制剂销售以及承接国际产业转移。
- 公司目前处于业绩爆发的前期，即将步入国际化产业转移带来的定制合同收获阶段，成长空间巨大。我们预计 2010、2011 年增发摊薄后 eps 0.95 元、1.28 元，同比增长 36%、35%，给予“增持”评级，目标价 40 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,003	4,545	5,546	6,697	7,980
(+/-)%	25.8%	13.5%	22.0%	20.8%	19.2%
经营利润 (EBIT)	420	488	702	921	1,127
(+/-)%	30.2%	16.0%	43.9%	31.2%	22.4%
净利润	272	366	499	674	839
(+/-)%	39.4%	34.3%	36.4%	35.2%	24.4%
每股净收益 (元)	0.52	0.70	0.95	1.28	1.60
每股股利 (元)	0.12	-	0.19	0.26	0.32

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	10.5%	10.7%	12.7%	13.8%	14.1%
净资产收益率 (%)	11.4%	13.6%	11.0%	13.2%	14.4%
投入资本回报率 (%)	11.3%	11.2%	13.2%	14.9%	17.2%
EV/EBITDA	30.9	26.1	19.0	13.9	11.3
市盈率	65.7	48.9	35.9	26.5	21.3
股息率 (%)	0.4%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级：增持

上次评级：增持

目标价格：40.00

上次预测：41.48

当前价格：34.10

2011.03.31

交易数据

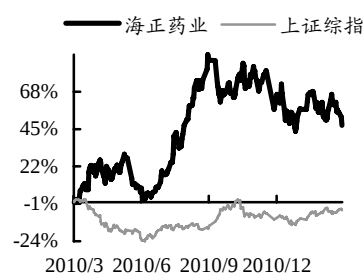
52 周内股价区间 (元)	22.55-45.30
总市值 (百万元)	17,896
总股本/流通 A 股 (百万股)	525/484
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	92%
日均成交量 (百万股)	3
日均成交值 (百万元)	111

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,698
每股净资产	5.14
市净率	6.6
净负债率	83%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.09	0.13
Q2	0.11	0.16
Q3	0.17	0.18
Q4	0.15	0.23
全年	0.52	0.70

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-5%	-6%	45%
相对指数	-7%	-13%	50%

相关报告

《增速略有放缓，稳步推进产业升级》	2010.10.25
《产业升级还看富阳基地》	2010.08.23
《增速符合预期》	2010.04.21
《业绩稳定，期待海外市场放量》	2010.03.29
《制剂销售占比提高，带动毛利率快速回升》	2008.08.26

模型更新时间: 2011.03.31

股票研究

必需消费

医药

海正药业 (600267)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 40.00

上次预测: 41.48

当前价格: 34.10

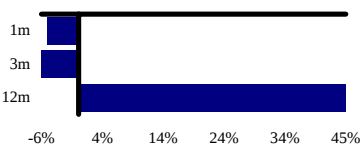
公司网址

www.hisunpharm.com

公司简介

公司为中国领先的原料药生产企业，是中国最大的抗生素、抗肿瘤药物生产基地之一，研发领域涵盖化学合成、微生物发酵、生物技术、天然植物提取及制剂开发等多个方面，产品治疗领域涉及抗肿瘤、心血管系统、抗感染、抗寄生虫、内分泌调节、免疫抑制、抗抑郁等。与国内 30 多家知名的科研院校保持着密切的协作关系，在多所大学建有实验室。与美国、日本、欧洲等国外研究机构开展新药合作研究开发，与国外大公司通过项目转移、委托开发等模式进行合作。公司 80% 以上的原料药产品销往 22 多个国家，特别是欧美及中

绝对价格回报 (%)



52 周价格范围

22.55-45.30

市值(百万)

17,896

财务预测（单位：百万元）

损益表

营业收入	4,003	4,545	5,546	6,697	7,980
营业成本	2,892	3,215	3,813	4,530	5,353
税金及附加	27	26	33	40	48
营业费用	232	282	333	402	495
管理费用	411	536	666	804	958
EBIT	420	488	702	921	1,127
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	-1	42	0	0	0
财务费用	78	55	79	79	80
营业利润	343	433	623	842	1,047
所得税	72	76	112	152	189
少数股东损益	6	9	12	16	20
净利润	272	366	499	674	839

资产负债表

货币资金、交易性金融资产	641	494	1,359	1,185	1,638
其他流动资产	1,410	1,505	1,796	2,152	2,555
长期投资	15	157	150	150	150
固定资产合计	1,807	2,069	3,334	4,208	4,498
无形及其他资产	361	383	383	383	383
资产合计	5,199	5,922	7,847	8,659	9,633
流动负债	1,485	1,579	1,650	1,772	1,921
长期负债	1,283	1,598	1,608	1,708	1,808
股东权益	2,431	2,744	4,589	5,180	5,904
投入资本(IC)	3,713	4,366	5,322	6,177	6,545

现金流量表

NOPLAT	334	406	576	755	924
折旧与摊销	211	260	326	481	599
流动资金增量	133	23	195	235	253
资本支出	532	603	1,101	1,100	700
自由现金流	1,210	1,291	2,197	2,571	2,476
经营现金流	479	646	653	1,025	1,288
投资现金流	(663)	(742)	(1,117)	(1,120)	(720)
融资现金流	621	190	1,329	(79)	(115)
现金流净增加额	437	94	865	(174)	453

财务指标

成长性					
收入增长率	25.8%	13.5%	22.0%	20.8%	19.2%
EBIT 增长率	30.2%	16.0%	43.9%	31.2%	22.4%
净利润增长率	39.4%	34.3%	36.4%	35.2%	24.4%
利润率					
毛利率	27.8%	29.3%	31.3%	32.4%	32.9%
EBIT 率	10.5%	10.7%	12.7%	13.8%	14.1%
净利润率	6.8%	8.0%	9.0%	10.1%	10.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	11.4%	13.6%	11.0%	13.2%	14.4%
总资产收益率(ROA)	5.2%	6.2%	6.4%	7.8%	8.7%
投入资本回报率(ROIC)	11.3%	11.2%	13.2%	14.9%	17.2%

运营能力

存货周转天数	74	72	68	66	66
应收账款周转天数	49	52	49	49	50
总资产周转天数	419	440	447	444	413
净利润现金含量	1.72	1.73	1.28	1.49	1.50
资本支出/收入	13.29%	13.26%	19.84%	16.43%	8.77%

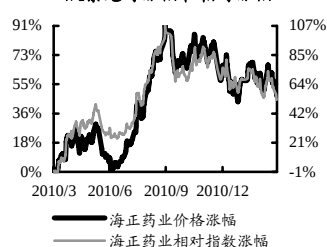
償債能力

资产负债率	53.2%	53.7%	41.5%	40.2%	38.7%
净负债率	53.9%	64.4%	20.9%	23.9%	14.9%

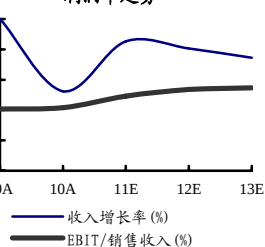
估值比率

PE	65.7	48.9	35.9	26.5	21.3
PB	7.5	6.6	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	30.9	26.1	19.0	13.9	11.3
P/S	4.12	3.63	3.23	2.67	2.24
股息率	0.4%	0.0%	0.6%	0.8%	0.9%

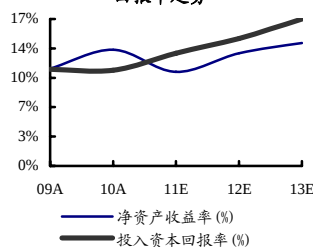
股票绝对涨幅和相对涨幅



利润率趋势



回报率趋势



净资产(现金)/净负债

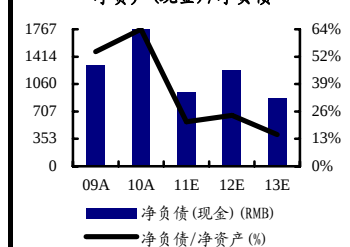


表 1: 利润表分析 (百万元)

	09 年	10 年	增量	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	10-3Q	10-4Q
主营收入	4,003	4,545	541	851	968	1,101	1,084	1,014	1,122	1,138	1,270
同比 %	25.8%	13.5%		9.5%	21.9%	36.8%	34.4%	19.2%	15.9%	3.3%	17.2%
环比 %				5.6%	13.8%	13.7%	-1.6%	-6.4%	10.6%	1.4%	11.6%
毛利率	27.8%	29.3%		26.1%	26.7%	28.3%	29.4%	28.3%	27.8%	30.6%	30.1%
主营毛利	1,111	1,329	218	222	259	312	318	287	312	348	382
同比 %	23.8%	19.6%		-5.8%	18.5%	32.6%	52.9%	28.9%	20.6%	11.7%	20.1%
环比 %				6.8%	16.4%	20.4%	2.2%	-10.0%	8.9%	11.5%	9.8%
主营税金/收入	0.7%	0.6%		0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%
销售费用	232	282	50	50	57	74	51	62	74	82	64
销售费用/收入	5.8%	6.2%		5.8%	5.9%	6.7%	4.7%	6.1%	6.6%	7.2%	5.0%
管理费用	411	536	125	84	95	97	134	121	130	126	160
管理费用/收入	10.3%	11.8%		9.9%	9.8%	8.8%	12.4%	11.9%	11.5%	11.1%	12.6%
财务费用/收入	1.9%	1.2%		2.4%	2.2%	1.9%	1.4%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%
期间费用率	18.0%	19.2%		18.1%	18.0%	17.4%	18.5%	19.4%	19.3%	19.5%	18.8%
营业利润	343	391	48	57	71	111	105	80	90	116	105
营业利润率	8.6%	8.6%		6.7%	7.3%	10.1%	9.7%	7.9%	8.0%	10.2%	8.2%
同比 %	42.6%	13.9%		-6.9%	29.9%	61.8%	84.7%	41%	27.0%	4.7%	0.1%
环比 %				-0.1%	25.6%	56.1%	-5.7%	-24%	12.9%	28.7%	-9.9%
公允价值变动	0	(0)	(0)	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	(1)	42	43	0	0	0	0	0	8	5	29
营业外收支净额	8	17	9	5	-1	-3	7	0	3	-1	14
(公允价值 + 投资收益 + 营业外收支) / 利润总额	2.1%	13.1%		8.5%	-1.8%	-2.6%	5.6%	0.5%	11.0%	4.0%	28.8%
利润总额	351	450	99	62	70	108	111	80	101	121	147
税前利润率	8.8%	9.9%		7.3%	7.2%	9.8%	10.2%	7.9%	9.0%	10.6%	11.6%
同比 %	45.6%	28.3%		4.3%	30.3%	64.8%	77.6%	30.0%	45.2%	11.8%	32.8%
环比 %				-0.9%	12.9%	54.9%	2.4%	-27.4%	26.1%	19.3%	21.7%
实际税率	20.5%	16.8%		17.4%	15.3%	17.1%	28.9%	15.5%	15.7%	20.0%	15.6%
少数股东损益/利润总额	1.8%	1.9%		2.7%	2.9%	2.2%	0.3%	2.2%	2.6%	2.8%	0.6%
净利润	272	366	94	49	57	87	78	66	83	93	123
同比 %	39.4%	34.3%		10.9%	49.4%	63.5%	32.6%	33.9%	45.2%	6.9%	57.3%
环比 %				-16.4%	15.5%	53.0%	-10.2%	-15.6%	25.2%	12.6%	32.2%
eps(增发摊薄后)	0.52	0.70		0.09	0.11	0.17	0.15	0.13	0.16	0.18	0.24

数据来源: Wind 资讯, 国泰君安证券研究

作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊（贡献作者）:

S0880110110074

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责化学药、商业、器械等子行业，CPA。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		