

2011-03-29

医药生物

海正药业 600267-SH

业绩平稳增长，新海正潜力巨大

◇ 事件：公司公布年报

◆业绩符合预期，公司运营平稳：

公司 2010 年实现主营收入 45.4 亿元，同比增长 13.5%；实现归属于母公司净利润 3.7 亿元，同比增加 34.35%，全面摊薄 eps 为 0.76 元，符合预期。公司第四季度收入 12.7 亿，净利润 1.23 亿，同比分别增长 17%和 56%，主要是部分产品收入在四季度确认。

10 年公司管理费用为 5.4 亿，同比大幅上涨 30.6%，管理费用率升高了 1.54 个百分点，主要原因是职工薪酬支出提升了 63%，以及研发费用增加了 29%。销售费用为 2.8 亿，同比增加 21%，销售费用率上升了 0.4 个百分点，基本保持稳定。公司财务费用 5.4 亿元，同比下降明显，主要是短期贷款减少后，利息支出减少。

公司推出 10 派 1.5 元的分配方案。

◆国内销售效果显现，国际合作值得期待：

抗肿瘤类产品得益于销售力度的增强，收入同比增长 20%，维持在毛利率 86%。兽药类因为新增产能的投产，收入增加 38%，毛利率也上升了 10 个百分点。抗感染类药物收入下降 5%，但毛利率同比提升了近 10 个百分点。

2010 年，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。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。注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸、奥司他片为国内首家。

富阳基地不断投入生产，将拉动兽药、内分泌等产品实现较快增长。截至目前，公司已有 24 个 API 品种获 FDA 注册，17 个 API 品种获 COS 证书，均为国内首位。这也说明海正的相关技术和规模上是国内的翘楚。在当下国际产业转移和一体化生产的背景下，随着富阳基地的建成和通过认证，海正将受益于产业转移和制剂出口。

◆公司未来亮点颇多，看好长期发展：

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，同时公司积极开发后备产品，在多领域培养增长点，努力打造自主品牌。我们非常看好公司中长期的发展。我们预计 2011-2013 年摊薄 eps 分别为 0.93、1.28 和 1.63 元。给予目标价 45 元，“买入”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	4,003	4,545	5,295	6,205	7,337
营业收入增长率	25.82%	13.51%	16.51%	17.19%	18.24%
净利润（百万元）	272	366	490	674	855
净利润增长率	39.39%	34.35%	34.06%	37.40%	26.98%
EPS（元）	0.52	0.70	0.93	1.28	1.63
ROE（归属母公司） （摊薄）	11.39%	13.56%	10.77%	13.17%	14.70%
P/E	68	51	38	27	22
P/B	8	7	4	4	3
EV/EBITDA	30	28	30	21	17

维持

买入

当前价格	35.27 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@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

021-22169319

jiangez@ebsecn.com

)

市场数据

总股本(百万股)	525
总市值(百万元)	18,510
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)	3.06
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	-5.50	-11.52	47.86
绝对收益	-3.67	-5.17	44.81

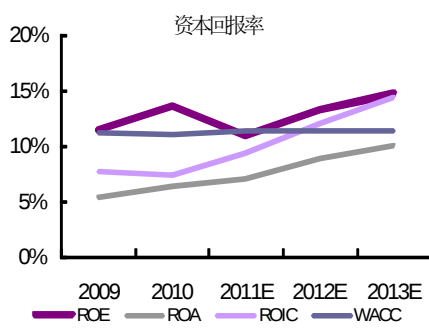
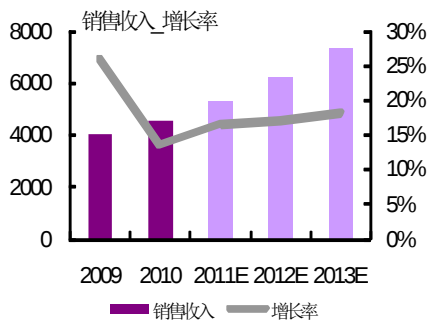
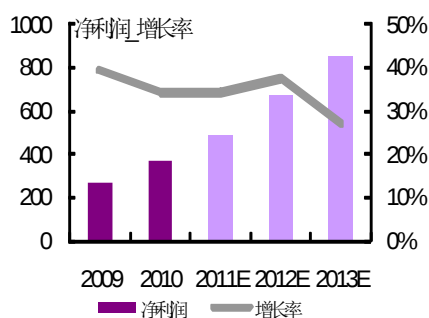
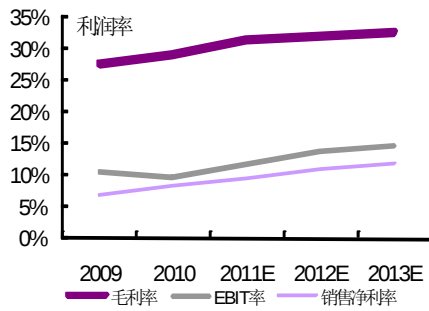
相关报告：

软硬件优势显著，大海正扬帆起航
 2011-03-23
 产业升级即将实现，销售革新拉动内销
 2010-09-06

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。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,003	4,545	5,295	6,205	7,337
营业成本	2,892	3,215	3,633	4,224	4,942
折旧和摊销	211	260	30	47	60
营业税费	27	26	34	40	48
销售费用	232	282	334	397	462
管理费用	411	536	572	676	785
财务费用	78	55	35	34	44
公允价值变动损益	0	0	3	0	0
投资收益	-1	42	1	1	1
营业利润	343	433	590	824	1,045
利润总额	351	450	600	824	1,045
少数股东损益	6	9	9	12	15
归属母公司净利润	272.25	365.76	490.33	673.73	855.49

资产负债表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总资产	5,199	5,922	7,135	7,780	8,648
流动资产	2,050	1,999	3,243	3,884	4,783
货币资金	641	494	1,359	1,681	2,185
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收账款	606	627	896	1,050	1,241
应收票据	113	123	154	180	213
其他应收款	4	6	4	5	6
存货	580	655	703	821	964
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	15	157	164	164	164
固定资产	1,807	2,069	2,397	2,650	2,814
无形资产	361	383	364	346	328
总负债	2,768	3,177	2,527	2,596	2,744
无息负债	838	946	1,021	1,090	1,239
有息负债	1,930	2,231	1,506	1,506	1,506
股东权益	2,431	2,744	4,608	5,184	5,904
股本	484	484	525	525	525
公积金	1,093	1,125	2,523	2,626	2,757
未分配利润	814	1,090	1,505	1,966	2,540
少数股东权益	40	46	55	67	82

现金流量表 (百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	473	509	303	515	728
净利润	272	366	490	674	855
折旧摊销	211	260	30	47	60
净营运资金增加	281	117	433	411	443
其他	-292	-234	-650	-616	-631
投资活动产生现金流	-947	-668	-41	-49	-29
净资本支出	-361	-383	50	50	30
长期投资变化	15	157	-7	0	0
其他资产变化	-601	-441	-84	-99	-59
融资活动现金流	567	161	604	-144	-195
股本变化	35	0	41	0	0
债务净变化	94	302	-726	0	0
无息负债变化	102	108	75	69	149
净现金流	93	3	865	322	504

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	25.82%	13.51%	16.51%	17.19%	18.24%
净利润增长率	39.39%	34.35%	34.06%	37.40%	26.98%
EBITDA 增长率	26.41%	11.70%	-7.78%	39.00%	26.93%
EBIT 增长率	30.35%	5.95%	39.33%	38.04%	26.88%
估值指标					
PE	68	51	38	27	22
PB	8	7	4	4	3
EV/EBITDA	30	28	30	21	17
EV/EBIT	45	44	31	23	18
EV/NOPLAT	57	53	38	27	21
EV/Sales	5	4	4	3	3
EV/IC	4	4	4	3	3
盈利能力 (%)					
毛利率	27.76%	29.25%	31.39%	31.93%	32.65%
EBITDA 率	15.78%	15.53%	12.29%	14.58%	15.65%
EBIT 率	10.51%	9.81%	11.73%	13.82%	14.83%
税前净利润率	8.76%	9.90%	11.33%	13.28%	14.24%
税后净利润率 (归属母公司)	6.80%	8.05%	9.26%	10.86%	11.66%
ROA	5.36%	6.32%	7.00%	8.81%	10.07%
ROE (归属母公司) (摊薄)	11.39%	13.56%	10.77%	13.17%	14.70%
经营性 ROIC	7.62%	7.26%	9.37%	12.03%	14.29%
偿债能力					
流动比率	1.38	1.27	3.48	3.89	4.17
速动比率	99.03%	85.11%	272.91%	306.50%	332.55%
归属母公司权益/有息债务	1.24	1.21	3.02	3.40	3.87
有形资产/有息债务	2.50	2.47	4.50	4.94	5.53
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.52	0.70	0.93	1.28	1.63
每股红利	0.11	0.00	0.21	0.29	0.36
每股经营现金流	0.90	0.97	0.58	0.98	1.39
每股自由现金流(FCFF)	0.91	1.28	0.31	0.59	0.96
每股净资产	4.56	5.14	8.68	9.75	11.09
每股销售收入	7.63	8.66	10.09	11.82	13.98

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。

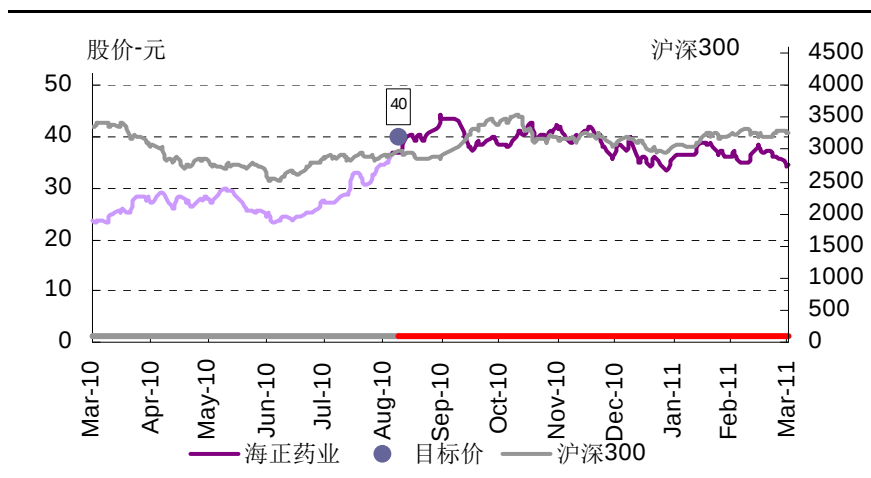
分析师声明

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



资料来源：光大证券研究所

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
2011-03-23	35.99	45.00	买入

买入	增持	中性
减持	卖出	

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	lxy1@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
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。