

订单带动利润快速增长

事件：

公司昨日发布业绩预增公告，预计中期公司实现归属于母公司所有者的净利润与去年同期相比增长 50% 以上，即 2.23 亿元以上，合每股收益 0.43 元以上。

我们的分析：

业绩略超我们的预期。公司利润增幅略高于我们的预期，持续了一季度的较高增速。与一季度相同，公司预增中披露其增长主要原因是由于继续加大优势品种的国内外市场开拓力度，获得更多订单，因此产品销售收入增长，实现净利润大幅增长。我们同样认为，近期持续的订单获得将是公司短期业绩的持续拉动力。

合作订单不断获得仍是短期主要的增长动力。今年一季度公司已经公告称，其与 Elanco, Pfizer 等国际企业的三个合作兽药、抗肿瘤药中间体产品将于 2011 年进入产业化生产和向合作方商业化供货阶段，预计新增年销售收入 3000 万美元；与辉瑞亚太签订了 CA 兽药供货协议新增销售收入 1500—2500 万美元，显示了国际订单生产的强劲需求。我们认为这一合作生产的产业转移趋势预计在未来数年仍将维持，公司有望持续受益；而且公司前期公告其与辉瑞将成立合资公司，进行药品的研发与销售，显示公司在与国际大型药企的合作正由简单的原料药加工向更深更广的范围拓展，前景可期。

制剂出口仍是远期增长点。我们认为公司的短期增长将主要有原料药订单驱动，但公司致力于实现由原料药向品牌仿制药制剂出口的战略规划仍是决定其长期投资价值的主要因素。我们认为至少公司在原料药国际注册方面有丰富的储备和经验，在研发上亦有深厚的底蕴积累，因此有望凭借其原料药品种的优势逐步实现向成品药的过渡。我们预计公司完成生产线建设、ANDA 文号，开始市场开拓等一些列工作仍需几年时间，但其仿制药制剂的规范市场出口业务仍将决定公司的投资价值。

盈利预测：

根据公司的预增公告，我们小幅调整公司 11—12 年盈利预测至 1.02 元（原 0.99 元）和 1.38 元（原 1.33 元）。我们维持之前观点：目前海正药业面临广阔的国际市场机遇，长期来看，其欧美仿制药制剂出口业务成败决定其长期投资价值；但短期业绩的增长仍将主要来自于原料药的定制生产业务，这部分的趋势我们依旧看好。短期估值合理，从长期角度，仍维持公司买入的投资评级。

风险因素：投资与折旧过大，原料药价格大幅波动，制剂市场开拓低于预期。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 **(维持)**

股价 (2011 年 7 月 7 日) 37.96 元

目标价格 42.00 元

总股本/A 股 (亿股) 5.25

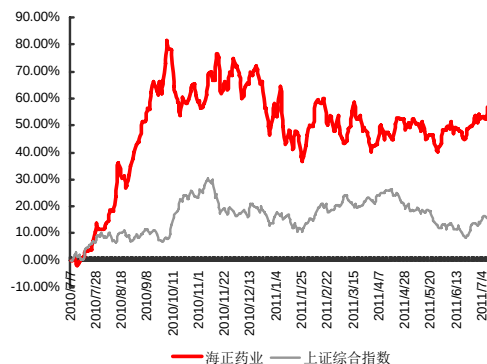
A 股市值 (亿元) 199

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 7 月 8 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2009	2010	2011E	2012E	
营业收入	4003	4545	5377	6371	
同比(%)	26%	14%	18%	18%	
净利润	272	366	533	724	
同比(%)	39%	34%	46%	36%	
毛利率(%)	27.8%	29.3%	31.9%	33.6%	
ROE(%)	11.5%	13.6%	12.0%	14.4%	
每股收益(元)	0.56	0.76	1.02	1.38	
P/E (倍)	67.45	50.21	37.39	27.50	
P/B (倍)	7.56	6.69	4.38	3.84	

相关报告	时间
一季度业绩快速增长	2011-4-6
主营稳健增长 出口前景广阔	2010-3-29

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	2050	1999	2810	2775	营业收入	4003	4545	5377	6371
现金	641	494	1030	693	营业成本	2892	3215	3662	4228
应收账款	606	627	753	892	营业税金及附加	27	26	30	36
其它应收款	4	6	5	6	营业费用	232	282	334	395
预付账款	107	95	108	124	管理费用	411	536	622	749
存货	580	655	769	888	财务费用	78	55	73	59
其他	113	123	145	172	资产减值损失	20	40	23	27
非流动资产	3148	3923	4671	5128	公允价值变动收益	0	-0	0	0
长期投资	15	157	157	157	投资净收益	-1	42	20	20
固定资产	1807	2069	2954	3581	营业利润	343	433	652	897
无形资产	361	383	383	383	营业外收入	22	27	1	1
其他	964	1314	1177	1008	营业外支出	15	10	1	1
资产总计	5199	5922	7480	7903	利润总额	351	450	652	897
流动负债	1485	1579	1155	1056	所得税	72	76	104	152
短期借款	671	451	251	51	净利润	279	374	548	745
应付账款	421	426	476	550	少数股东损益	6	9	15	20
其他	393	702	428	455	归属于母公司净利润	272	366	533	724
非流动负债	1283	1598	1778	1662	EBITDA	540	671	955	1291
长期借款	1226	1506	1706	1580	EPS (元)	0.56	0.76	1.02	1.38
其他	57	92	72	81					
负债合计	2768	3177	2933	2717					
少数股东权益	40	46	61	81	主要财务比率				
股本	484	484	525	525	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
资本公积	882	882	2175	2175	成长能力				
留存收益	814	1090	1491	2036	营业收入	25.8%	13.5%	18.3%	18.5%
归属母公司股东权益	2391	2698	4487	5105	营业利润	42.4%	26.3%	50.6%	37.6%
负债和股东权益	5199	5922	7480	7903	净利润	39.4%	34.3%	45.7%	36.0%
					获利能力				
现金流量表					毛利率	27.8%	29.3%	31.9%	33.6%
单位:百万元					净利率	7.0%	8.2%	10.2%	11.7%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROE	11.5%	13.6%	12.0%	14.4%
经营活动现金流	473	509	697	995	ROA	5.4%	6.3%	7.3%	9.4%
净利润	279	374	548	745	偿债能力				
折旧摊销	210	238	303	394	资产负债率	53.2%	53.7%	39.2%	34.4%
财务费用	78	55	73	59	净负债比率				
公允价值变动损失	0	0	0	0	流动比率	1.38	1.27	2.43	2.63
营运资金变动	-132	-24	-225	-202	速动比率	0.99	0.85	1.77	1.79
其它	38	-133	-2	0	营运能力				
投资活动现金流	-947	-668	-1051	-851	总资产周转率	0.77	0.77	0.72	0.81
资本支出	862	823	-1051	-851	应收账款周转率	-	-	-	-
长期投资	-14	-141	0	0	应付账款周转率	6.86	7.55	7.69	7.69
其他	-1795	-1350	-0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	567	161	890	-482	每股收益	0.56	0.76	1.02	1.38
短期借款	0	0	-474	-200	每股经营现金流	0.89	1.31	1.33	1.90
长期借款	0	0	200	-126	每股净资产	5.02	5.67	8.67	9.88
普通股增加	35	0	41	0	估值比率				
资本公积增加	616	0	1293	0	P/E	67.45	50.21	37.39	27.50
其他	-83	161	-170	-156	P/B	7.56	6.69	4.38	3.84
现金净增加额	236	-146	536	-337					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn