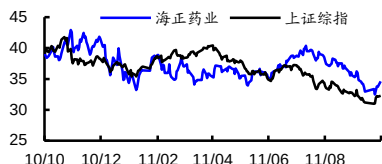


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
海正药业(600267)
2011 年 3 季报点评
推荐

(维持评级)

2011 年 10 月 18 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	524.8/483.8
总市值 (百万元)	18,153.5/16,734.0
沪深 300/深圳成指	2,440.40/10,513.49
12 个月最高/最低 (元)	42.91/32.49

相关研究报告:

《海正药业-600267-业绩驱动因素不断丰富》——2011-8-30

《海正药业-600267-中报业绩预增点评:持续增长又添一架马车,提高业绩预测》——2011-7-9

《海正药业-600267-厚积,以待薄发》——2011-3-29

《海正药业-600267-2010 年三季报点评:业绩低于预期,给予耐心和期待》——2010-10-25

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

季报点评

3 季报符合预期, 2012 年收入有望提速

●业绩快速增长 44%, EPS 0.67 元符合预期

11 年前三季度收入 36.3 亿元 (+10.84%); 利润总额 2.75 亿元 (+39.99%); 归属于母公司股东净利润 3.5 亿元 (+44.22%, 完全符合我们预期的增长 44%), EPS0.67 元; 扣非后净利润 3.44 亿元 (+43.37%), 合每股 0.66 元。ROE 为 9.38%, 经营性现金流 0.56 元/股 (-44.87%)。

●单季度增速有所放缓

第三季度收入 11.42 亿元微增 0.4%、净利润 1.22 亿元增长 31%分别较上半年的收入增 16%和利润增 53%有所放缓。毛利率保持平稳 (预计约 1500 万管理费用计入成本, 剔除该因素影响毛利率实际提升 1 个百分点), 管理费用下降 5% (预计约 1500 万管理费用计入成本, 剔除该因素管理费用增加约 6%), 销售费用下降 21% (10Q3 销售费用为历史最高所致) 致使净利润较快增长。其中工业收入小幅下降, 商业收入小幅增长。

●新签合同订单主要从 2012 年起体现业绩

上半年新签 4 个订单合计 3 亿元左右, 其中 2 个开始供货 (驱虫药和肿瘤药), 少量确认收入, 另 2 个受制于产能, 新签订单收入主要从 2012 年起开始体现。

●2012 年收入有望提速, 维持“推荐”评级

经过前几年的研发和固定资产大幅投资, 公司产业升级路线日益清晰, 开始进入收获期, 业绩有望持续体现为利润增速>>收入增速。随着 2012 年合同定制的逐步确认, 公司收入有望提速。维持以下判断: 1) 业绩驱动因素不断丰富的判断: 2007 年之前: 单纯依靠原料药出口; 2007-2010 年: 国内制剂快速成规模; 2011-2013: 合同定制大幅增长, 成为驱动业绩增长的又一架马车; 2013 年以后: 实现制剂独立出口, 基因工程药物和创新药物逐步上市。2) 由业绩驱动因素不断丰富带来的“持续性高增长”的判断。3) 盈利预测及目标价: 维持 11-13 EPS1.00、1.38、1.85, 同比增长 43%、38%、34%, 未来 3 年 GAGR 38%, PEG 0.90, 维持“推荐”评级及一年期目标价 45-48 元 (12PE 33-35)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,003.47	4,545	5,192	6,079	7,008
(+/-%)	25.82%	13.5%	14.3%	17.1%	15.3%
净利润(百万元)	272.25	366	524	724	969
(+/-%)	39.39%	34.3%	43.2%	38.2%	33.9%
每股收益 (元)	0.56	0.76	1.00	1.38	1.85
EBIT Margin	8.76%	10.7%	13.4%	15.2%	17.3%
净资产收益率 (ROE)	11.39%	13.6%	11.7%	14.3%	16.6%
市盈率 (PE)	61.47	45.8	34.7	25.1	18.7
EV/EBITDA	33.17	26.7	23.1	17.1	13.2
市净率 (PB)	7.00	6.20	4.05	3.59	3.11

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	494	809	494	892	营业收入	4545	5192	6079	7008
应收款项	755	863	1010	1165	营业成本	3215	3664	4157	4633
存货净额	655	764	852	944	营业税金及附加	26	33	38	44
其他流动资产	95	108	127	146	销售费用	282	292	346	399
流动资产合计	1999	2544	2484	3147	管理费用	536	508	615	723
固定资产	3345	4147	4840	4870	财务费用	55	69	54	45
无形资产及其他	383	370	357	345	投资收益	42	22	27	35
投资性房地产	38	38	38	38	资产减值及公允价值变动	(40)	(20)	(20)	(20)
长期股权投资	157	157	157	157	其他收入	0	0	0	0
资产总计	5922	7256	7875	8556	营业利润	433	629	876	1178
短期借款及交易性金融负债	726	600	772	600	营业外净收支	17	17	17	17
应付款项	530	618	689	763	利润总额	450	646	893	1195
其他流动负债	324	366	414	464	所得税费用	76	110	152	203
流动负债合计	1579	1584	1875	1827	少数股东损益	9	12	17	23
长期借款及应付债券	1506	1006	706	606	归属于母公司净利润	366	524	724	969
其他长期负债	92	128	163	198					
长期负债合计	1598	1133	869	804					
负债合计	3177	2717	2744	2631					
少数股东权益	46	56	70	88					
股东权益	2698	4483	5062	5837					
负债和股东权益总计	5922	7256	7875	8556					
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.76	1.00	1.38	1.85	净利润	366	524	724	969
每股红利	0.10	0.20	0.28	0.37	资产减值准备	9	(15)	0	0
每股净资产	5.58	8.54	9.65	11.12	折旧摊销	260	206	300	362
ROIC	9%	11%	13%	16%	公允价值变动损失	40	20	20	20
ROE	14%	12%	14%	17%	财务费用	55	69	54	45
毛利率	29%	29%	32%	34%	营运资本变动	15	(80)	(99)	(106)
EBIT Margin	11%	13%	15%	17%	其它	(4)	25	14	18
EBITDA Margin	16%	17%	20%	22%	经营活动现金流	684	679	958	1264
收入增长	14%	14%	17%	15%	资本开支	(812)	(1000)	(1000)	(400)
净利润增长率	34%	43%	38%	34%	其它投资现金流	0	0	0	0
资产负债率	54%	38%	36%	32%	投资活动现金流	(953)	(1000)	(1000)	(400)
息率	1.1%	0.6%	0.9%	1.2%	权益性融资	0	1366	0	0
P/E	45.8	34.7	25.1	18.7	负债净变化	280	(500)	(300)	(100)
P/B	6.2	4.0	3.6	3.1	支付股利、利息	(181)	(105)	(145)	(194)
EV/EBITDA	26.7	23.1	17.1	13.2	其它融资现金流	(76)	(126)	172	(172)
					融资活动现金流	122	635	(273)	(465)
					现金净变动	(146)	315	(315)	398
					货币资金的期初余额	641	494	809	494
					货币资金的期末余额	494	809	494	892
					企业自由现金流	(133)	(297)	(33)	859
					权益自由现金流	71	(979)	(206)	550

资料来源：国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骝	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn