



2009年3月17日

医药行业

业绩回顾

孙亮

分析师

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

华海药业(600521.CH)

业绩符合预期，推进产业升级

主要财务信息

(百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
主营业务收入	707	801	1,031	1,360
(+/- %)	26.9%	13.4%	28.7%	31.9%
主营业务利润	324	366	470	617
(+/- %)	22.2%	12.8%	28.5%	31.3%
营业利润	185	168	224	295
(+/- %)	29.0%	-8.8%	32.7%	32.2%
归属于母公司的净利润	132	150	193	254
(+/- %)	20.0%	13.5%	28.6%	31.7%
每股收益(元)	0.44	0.50	0.64	0.85
市盈率(倍)	31.0	27.3	21.2	16.1
净资产收益率	13.5%	13.6%	14.4%	15.5%
每股分红(元)	0.11	0.13	0.16	0.21
投入资本回报率	11.7%	11.5%	12.1%	13.1%
现金分红收益率	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%

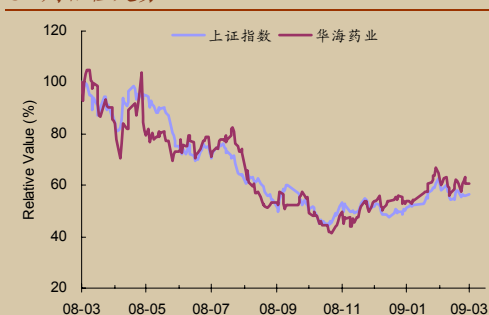
股票信息

A股	
股票代码	600521.CH
当前股价	人民币13.66
日成交量(百万股)	0.6
52周最高价/最低价	人民币30.20/8.50
发行股数(百万股)	299
总市值(百万元)	4,087
其中:流通股(百万股)	299
主要股东(持股比例)	陈保华、周明华(分别为26.1%、22.27%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[600521.SH]	+0.59	-9.37	+17.15	-34.86
[中金A股指数]	-3.32	-7.82	+17.48	-44.98
[中金医疗保健指数]	-2.75	-7.07	+22.69	-29.36

52周估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009/4/7 2008 年度股东大会

2008 年业绩符合预期

- 公司 2008 年实现销售收入 8.0 亿元，同比增长 13%，较我们预期低约 4%。公司全年实现净利润 1.50 亿元，同比增长 13%，与我们预期基本一致，实现每股收益 0.50 元。2008 年度分配预案是每 10 股派发红利 2 元。
- 为应对价格竞争，公司积极开拓规范市场，2008 年规范市场销售同比增长 33%，这使得整体主营利润利率仍保持在较高水平，同比微降 0.2 个百分点至 46.8%。2008 年 11 月开始，公司两大类产品出口退税上调，普利类药物从 5% 提高到 9% 左右，抗艾滋病药物已经从 5% 提高到 13% 左右，将对盈利水平产生积极推动。
- 报告期内普利类药物收入同比增长 4% 至 4.3 亿元，毛利率微降 2.7 个百分点至 46.4%。沙坦类药物收入同比增长 27% 至 1.47 亿元，毛利率上升 1.3 个百分点至 41.8%。制剂业务同比增长 28% 至 0.6 亿元，毛利率上升 4.4 个百分点至 80.1%。随着相关专利过期和订单转移，普利类药物和沙坦类药物仍将是未来几年的增长重心。
- 受广告宣传支出、管理支出以及利息支出和汇兑损失影响，2008 年公司三项费用增长较快，其中管理费用比率同比上升 3.7 个百分点至 18.5%，销售费率同比上升 0.4 个百分点至 2.9%，财务费用比率上升 0.8 个百分点至 3%，在一定程度上影响了业绩。
- 报告期内公司存货增长较快，期末余额达到近 5 亿元。剔除 0.68 亿元土地开发成本，账面尚存 4.3 亿元左右的存货，其中库存商品 1.9 亿元，原材料、在产品和半成品约为 2.3 亿元。存货增加影响了经营现金流量，降低运营效率，并带来减值风险。

推进产业升级

金融危机和经济衰退加速了欧美发达国家医药产业向中国的转移，依托国际注册认证积累和初步与国际接轨的质量管理体系，公司获得发展先机，积极推进与欧美跨国企业的制剂代工合作谈判。公司启动了 100 亿片制剂建设项目，为今后几年产业转型和升级做足产能准备。

维持“审慎推荐”

经过前期的积累调整，随着订单转移和制剂委托加工展开，公司产业升级将逐步显效。预期 2009、2010 年业绩分别为 0.64 和 0.85 元，对应动态市盈率为 21x、16x，维持“审慎推荐”。

表 1: 08 年度业绩分析

损益表 (人民币百万)	2007	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	2008	CICC Comments
主营业务收入	707	170	246	185	201	801	
同比增长率	26.9%	17.2%	15.6%	9.9%	10.8%	13.4%	主营收入同比增长13%
环比增长率		0.0%	44.9%	-24.8%	8.7%	0.0%	
主营业务成本	377	87	136	110	97	430	
成本率	53.3%	51.0%	55.2%	59.8%	48.4%	53.7%	
主营业务税金及附加	6	1	2	1	1	6	
占销售收入的 %	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.6%	0.7%	
主营业务利润	324	82	108	73	102	366	
毛利率	45.8%	48.2%	44.1%	39.5%	50.9%	45.6%	主营业务利润率微降0.2个百分点
同比增长率	22.2%	23.7%	-2.2%	7.0%	29.9%	12.8%	
环比增长率		3.9%	32.4%	-32.6%	40.2%	0.0%	
其他业务利润	-2	0	-3	2	-1	-2	
营业费用	17	6	6	6	6	23	
营业费用率	2.5%	3.4%	2.3%	3.2%	3.1%	2.9%	广告业务宣传费增加，营业费率上升0.4个百分点
管理费用	104	37	33	35	43	148	
管理费用率	14.8%	21.6%	13.5%	19.1%	21.5%	18.5%	研发费用和管理支出增加，管理费用率同比上升3.7个百分点
财务费用	15	7	9	3	5	24	利息支出和汇兑损失导致财务费用大幅增长
营业利润	185	33	58	31	47	168	
营业利润率	26.1%	19.4%	23.6%	16.6%	23.4%	21.0%	
同比增长率	29.0%	7.0%	-20.9%	-8.1%	-1.0%	-8.8%	
投资收益	0	0	0	0	0	0	
补贴收益	0	0	0	0	0	0	
营业外收入	8	1	1	0	6	7	
营业外支出	4	1	4	1	1	8	固定资产处置损失和捐赠支出增加
税前利润	189	32	55	30	51	168	
税前利润率	26.7%	18.8%	22.2%	16.1%	25.5%	20.9%	
同比增长率	27.1%	3.1%	-24.8%	-20.9%	7.7%	-11.3%	税前利润同比下降11%
所得税	57	1	9	11	-3	18	
有效税率	30.1%	1.6%	16.3%	37.1%	-5.3%	10.6%	高新技术企业优惠加上国产设备抵免，所得税率大幅下降
少数股东权益	0	0	0	0	0	0	
归属于母公司的净利润	132	32	46	19	54	150	
净利润率	18.7%	18.7%	18.6%	10.2%	26.7%	18.7%	
同比增长率	20.0%	29.4%	-8.3%	-33.0%	81.4%	13.5%	净利润同比增长13%
环比增长率		7.1%	44.1%	-58.6%	183.8%		
摊薄每股收益 (元)	0.441	0.106	0.153	0.063	0.179	0.501	
同比增长率	20.0%	29.4%	-8.3%	-33.0%	81.4%	13.5%	
环比增长率		7.1%	44.1%	-58.6%	183.8%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

表 2: 公司主要资产项目变动情况

	期末余额	年初余额	同比增减金额	同比增减幅度		期末余额	年初余额	同比增减金额	同比增减幅度
货币资金	150	134	16	12%	短期借款	200	154	46	29%
应收预付项目	196	186	10	5%	应付预收项目	211	130	81	63%
存货	499	363	136	37%	流动负债合计	411	284	127	45%
流动资产合计	845	683	161	24%	非流动负债合计	4	4	0	0%
固定资产	371	329	42	13%	负债合计	415	288	127	44%
无形资产	101	92	9	10%	股东权益合计	1103	976	128	13%
非流动资产合计	673	580	93	16%	负债和股东权益合计	1518	1263	254	20%

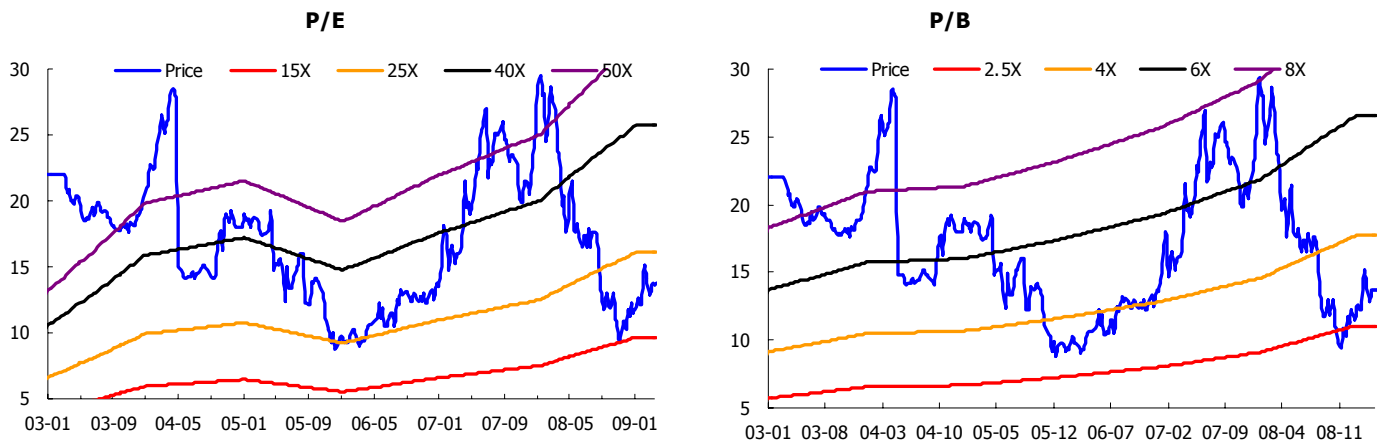
资料来源：公司公告，中金公司研究部

表 3: 公司主要财务数据和预测

单位: 人民币百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表						财务指标					
●主营业务收入	557	707	801	1031	1360	成长性指标					
主营业务成本	(288)	(377)	(430)	(554)	(734)	主营业务收入增长率	31.7%	26.9%	13.4%	28.7%	31.9%
主营业务利润	265	324	366	470	617	主营业务利润增长率	15.2%	22.2%	12.8%	28.5%	31.3%
营业费用	(18)	(17)	(23)	(29)	(38)	净利润增长率	-14.6%	20.0%	13.5%	28.6%	31.7%
管理费用	(102)	(104)	(148)	(186)	(245)	盈利性指标					
财务费用	(5)	(15)	(24)	(30)	(36)	毛利率	47.6%	45.8%	45.6%	45.5%	45.3%
营业利润	143	185	168	224	295	三项费用	22.2%	19.4%	24.4%	23.7%	23.5%
税前利润	149	189	168	227	299	净利润率	19.8%	18.7%	18.7%	18.7%	18.7%
净利润	110	132	150	193	254	收益率指标					
现金流量表						资产收益率	10.0%	10.5%	9.9%	10.3%	11.1%
经营活动现金流	77	137	84	160	165	净资产收益率	12.6%	13.5%	13.6%	14.4%	15.5%
营运资本的増加	(78)	(117)	(55)	(86)	(150)	营运效率性指标					
投资活动现金流	(135)	(115)	(137)	(120)	(120)	应收和其他应收帐款回	83	76	56	56	56
资本支出	(138)	(121)	(121)	(120)	(120)	存货周转期(天)	300	347	418	380	360
自由现金流	(61)	16	(36)	40	45	负债指标					
融资活动现金流	7	(9)	78	107	92	净债务/所有者权益	净现金	2.5%	4.9%	净现金	净现金
货币资金增加额	(50)	3	16	148	137	资产负债率	20.3%	22.8%	27.3%	25.8%	26.1%
资产负债表						流动比率	2.53	2.41	2.06	2.34	2.49
货币资金	131	134	150	298	435	速动比例	1.41	1.13	0.84	1.07	1.21
应收款项	129	149	159	159	210	估值指标					
存货	240	363	499	585	734	摊薄每股收益(元)	0.37	0.44	0.50	0.64	0.85
固定资产	545	477	562	686	749	每股经营现金流(元)	0.26	0.46	0.28	0.54	0.55
短期借款	110	154	200	250	300	市盈率	37.1	31.0	27.3	21.2	16.1
应付款项	77	99	188	188	249	市净率	4.7	4.3	3.8	3.1	2.5
股东权益	872	961	1088	1324	1619	EV/ EBITDA	22.7	16.8	24.6	14.1	11.0
总资产	1098	1263	1518	1869	2277	现金分红收益率	1.5%	0.8%	0.9%	1.2%	1.6%

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

图 1: 华海药业历史市盈率、市净率情况



资料来源: Wind, 中金公司研究部

表4：全部A股医药公司估值对比

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	流通市值	摊薄后每股收益(元)			P/E(x)			股息收益率	净资产收益率			P/B(x)		
		09-3-16	(百万元)	(百万元)	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E	2007	2007	2008E	2009E	2007	2008E	2009E
大宗原料药																	
海正药业	600267	15.94	7,162	7,162	0.31	0.43	0.58	51	37	28	0.6%	10%	13%	16%	5.2	4.8	4.4
华海药业	600521	13.66	4,087	4,087	0.44	0.51	0.65	31	27	21	0.7%	14%	14%	16%	4.3	3.8	3.4
华北制药	600812	9.10	9,360	7,686	0.06	0.28	0.40	152	33	23	0.0%	4.9%	18.4%	20.9%	7.5	5.8	4.6
浙江医药	600216	17.96	8,083	8,082	0.13	2.29	2.76	138	7.8	6.5	0.2%	6.8%	70%	55%	9.3	5.2	3.5
新和成	002001	30.08	10,289	3,751	0.23	4.77	4.38	131	6.3	6.9	0.3%	9.6%	79%	45%	12.4	5.0	3.2
普洛股份	000739	5.42	1,392	1,134	0.12	0.00	0.00	43			0.0%	5.5%			1.9		
新华制药	000756	5.05	2,309	603	0.07	0.00	0.12	72			0.6%	2.2%			1.4		
天药股份	600488	7.55	4,099	2,730	0.05	0.23	0.31	157	33	24	0.3%	2.1%	3.6%	10.4%	2.9	2.7	
鲁抗医药	600789	4.46	2,594	1,555	0.04	0.00	0.00	112			0.0%	1.8%			1.8		
东北制药	000597	19.85	6,626	3,374	0.16	0.98	1.10	127	20	18	0.4%	5.1%			7.5		
中间值			5,362	3,562	0.13	0.35	0.49	119	27	21	0.3%	5.3%	16.3%	18.4%	4.7	4.9	3.5
品牌中药																	
云南白药	000538	35.89	19,167	8,787	0.63	0.87	1.14	57	41	31	0.3%	25%	14%	16%	14.2	6.1	5.2
同仁堂	600085	15.09	7,859	7,859	0.45	0.48	0.55	34	31	28	0.7%	9%	9%	9%	3.0	2.8	2.6
广州药业	600332	6.99	5,668	1,422	0.41	0.21	0.19	17	33	38	1.8%	11%	5%	5%	1.9	1.8	1.7
东阿阿胶	000423	16.08	8,422	6,471	0.39	0.55	0.68	41	29	24	1.2%	17%	21%	23%	6.9	6.3	5.7
片仔癀	600436	24.30	3,402	1,546	0.68	1.00	0.91	36	24	27	2.1%	13%	18%	16%	4.7	4.3	4.2
九芝堂	000989	10.00	2,976	2,073	0.52	0.39	0.52	19	26	19	3.0%	11.8%	9%	0%	2.5	2.4	
独一味	002219	17.10	1,597	400	0.48	0.51	0.67	36	34	26	0.0%	26.9%			11.2		
*ST中新	600329	11.71	4,329	1,038	-0.20	0.51	0.60		23	20	0.0%	-6.2%	14%	14%	3.9	3.3	3.0
马应龙	600993	24.03	2,213	1,635	2.19	0.94	1.14	11	25	21	1.2%	20.2%			3.1		
中间值			4,329	1,635	0.48	0.51	0.67	35	29	26	1.2%	13.2%	13.6%	13.8%	3.9	3.3	3.6
现代中药																	
天士力	600535	14.14	6,900	6,900	0.36	0.52	0.64	39	27	22	2.1%	10%	12%	14%	3.8	3.3	3.1
康缘药业	600557	18.39	4,900	3,620	0.36	0.53	0.71	51	35	26	0.5%	11%	12%	16%	5.6	4.3	4.2
益佰制药	600594	10.37	2,439	2,439	0.51	0.40	0.55	20	26	19	1.4%	19.9%			4.8		
亚宝药业	600351	18.08	2,861	2,861	0.34	0.56	0.76	53	32	24	0.0%	13.0%	16%	14%	7.9	4.1	3.3
仁和药业	000650	11.72	2,580	1,005	0.18	0.32	0.78	65	37	15	0.0%	18.1%	25.9%	18%	11.0	8.4	3.9
江中药业	600750	13.03	3,855	2,366	0.33	0.45	0.54	39	29	24	1.3%	12.2%	14%	16%	4.6	4.2	3.7
千金药业	600479	22.08	4,006	3,332	1.15	0.73	0.84	19	30	26	2.4%	22.6%	14%	15%	4.6	3.9	3.5
沃华医药	002107	31.28	2,565	686	0.51	1.32	0.94	61	24	33	0.9%	14.5%	23%	17%	7.5	5.9	5.1
康恩贝	600572	6.89	2,232	1,160	0.63	0.35	0.40	11	20	17	2.2%	13.8%	12%	12%	2.6	2.4	2.2
羚锐股份	600285	6.87	1,379	1,379	0.35	0.00	0.00	20			0.7%	13.3%	0%	0%	2.5		
中间值			2,720	2,402	0.36	0.49	0.67	39	29	24	1.1%	13.6%	13.7%	14.6%	4.7	4.2	3.6
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	39.60	20,485	14,022	0.80	0.82	1.36	50	48	29	0.3%	26%	21%	28%	12.7	10.1	6.8
白云山A	000522	6.82	3,199	2,387	0.27	0.23	0.32	25	30	21	0.4%	19.5%	11%	13%	4.4	3.5	3.1
现代制药	600420	7.10	2,043	1,477	0.36	0.19	0.28	20	37	25	1.4%	19.2%	0%	0%	3.9		
康美药业	600518	12.14	9,280	9,280	0.32	0.33	0.48	38	37	25	0.1%	8.4%	10%	12%	4.0	3.5	2.9
恩华药业	002262	15.50	1,860	465	0.30	0.35	0.50	52	44	31	0.0%	20.4%	12%	15%	12.8	5.0	4.6
华邦制药	002004	18.91	2,496	1,102	1.56	0.64	0.78	12	29	24	0.0%	36.5%	11%	12%	3.7	3.3	
华东医药	000963	12.00	5,209	2,957	0.40	0.43	0.56	30	28	21	0.0%	32.7%	25%	24%	9.0	6.9	4.2
中间值			3,199	2,387	0.36	0.35	0.50	30	37	25	0.1%	20.4%	11.3%	13.1%	4.4	4.2	4.2
生物制药																	
双鹭药业	002038	33.15	8,234	4,594	0.54	0.91	1.27	61	37	26	0.3%	12%	30%	32%	7.5	6.3	4.9
科华生物	002022	20.99	6,624	5,537	0.56	0.56	0.71	37	38	30	0.2%	28.2%	30%	30%	14.4	10.3	9.1
天坛生物	600161	16.81	8,207	4,000	0.32	0.27	0.43	53	62	39	1.2%	16.8%	18%	18%	12.7	10.7	6.7
通化东宝	600867	15.30	5,639	3,692	0.21	0.26	0.50	73	59	30	0.0%	5.5%	6%	11%	3.8	3.5	3.1
华兰生物	002007	40.85	9,195	8,867	0.55	0.87	1.22	74	47	33	0.0%	20.1%	17%	20%	14.4	8.4	6.7
上海莱士	002252	25.95	4,152	1,038	0.68	0.65	0.86	38	40	30	0.0%	50.4%	19%	20%	24.7	6.7	6.1
达安基因	002030	9.27	1,860	1,782	0.28	0.21	0.28	33	45	33	1.4%	12.0%	12%	14%	6.1	5.7	4.8
天康生物	002100	13.40	1,689	856	0.50	0.46	0.59	27	29	23	0.2%	13.2%			4.3		
中牧股份	600195	16.60	6,474	3,013	0.40	0.46	0.63	41	36	26	1.5%	14.9%	17%	19%	5.9	5.5	5.1
金宇集团	600201	7.88	2,213	2,066	0.33	0.47	0.00	24	17		2.5%	14.3%	17%	0%	3.2	2.8	
中间值			6,057	3,353	0.45	0.46	0.61	40	39	30	0.3%	14.6%	17.2%	18.6%	6.8	6.3	5.6
保健品																	
健康元	600380	5.40	5,929	3,298	1.19	0.45	0.00	5	12		1.9%	28.5%	19%	0%	2.0	1.1	
交大昂立	600530	4.82	1,504	1,504	0.02	0.00	0.00	241			0.0%	0.5%			1.5		
人福科技	600079	6.73	2,619	2,189	0.18	0.19	0.25	37			0.2%	7.7%			2.8		
中间值			2,619	2,189	0.18	0.19	0.00	37	12		0.2%	7.7%	19.3%	0.0%	2.0	1.1	
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	25.20	2,596	655	0.54	0.58	0.81	47	44	31	0.8%	26.9%	0%	0%	18.9		
万东医疗	600055	7.95	1,721	1,006	0.19	0.18	0.22	42	45	36	0.3%	6.1%	0%	0%	3.7		
新华医疗	600587	10.35	1,391	1,062	0.23	0.24	0.32	45	43	32	0.0%	4.9%	4%	5%	2.4	1.7	1.6
山东药玻	600529	10.20	2,625	2,625	0.44	0.52	0.65	23	19	16	0.0%	9.9%	10%	12%	2.0	1.9	1.7
中间值			2,158	1,034	0.34	0.38	0.48	43	43	32	0.1%	8.0%	1.9%	2.5%	3.0	1.8	1.7
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	18.80	5,753	2,978	1.66	0.18	0.98	11	106	19	2.7%	26%	3%	14%	3.0	3.2	2.7
哈药股份	600664	12.10	15,028	9,805	0.48	0.61	0.74	25	20	16	0.8%	12.5%	14%	14%	3.0	2.6	2.3
复星医药	600196	12.65	15,658	7,981	0.51	0.68	0.68	25	19	19	0.8%	18.1%	15%	12%	4.0		
双鹤药业	600062	23.44	11,167	5,230	0.99	0.86	1.08	24	27	22	0.8%	21.7%	15%	16%	5.1	3.8	3.5
三精制药	600829	15.09	5,834	2,635	0.69	0.71	0.85	22	21	18	0.7%	23.8%	0%	0%	4.6		
S三九	000999	15.30	14,977	5,171	0.29	0.51	0.65	54	30	23	0.0%	10.8%	16%	17%	5.4	4.7	4.1
上实医药	600607	13.55	4,984	3,059	0.38	0.46	1.05	36	30	13	0.9%	7.6%	9%	18%	2.7	2.3	1.9
中间值			11,167	5,171	0.51	0.61	0.85	25	27	19	0.8%	18.1%	13.7%	14.2%	4.0	3.2	2.7
医药流通企业																	
国药股份	600511	26.41	6,323	3,666	0.55	0.80	1.05	48	33	25	1.3%	19%	24%	27%	9.1	8.0	6.9
上海医药	600849	8.43	4,798	3,134	0.12	0.21	0.26	73	40	33	0.6%	4.1%	6%	7%	2.9	2.8	2.6
南京医药	600713	7.24	1,816	1,434	0.19	0.23	0.33	39	32	22	1.1%	9.6%	9%	11%	3.6	2.8	2.5
桐君阁	000591	5.82	1,142	631	0.16	0.19	0.15	35	30	39	0.0%	6.2%			3.2		
一致药业	000028	17.86	5,146	2,666	0.43	0.54	0.76	41	33	24	0.0%	28.6%	25%	26%	10.6</		

北京

中国国际金融有限公司
中国 北京 100004
建国门外大街 1 号
国贸大厦 2 座 28 层
电话: (8610) 6505-1166
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司
北京建国门外大街证券营业部
中国 北京 100022
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号
SK 大厦 1 层
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9169

上海

中国国际金融有限公司
上海分公司
中国 上海 200120
陆家嘴环路 1233 号
汇亚大厦 32 层
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司
上海淮海中路证券营业部
中国 上海 200020
淮海中路 398 号
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1196

香港

中国国际金融香港证券有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

中国国际金融香港资产管理有限公司
国际金融中心第一期 29 楼
中环港景街 1 号
香港
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

深圳

中国国际金融有限公司
深圳福华一路证券营业部
中国 深圳 518048
福田区福华一路 6 号
免税商务大厦裙楼 107、201
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。