



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年3月29日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

海正药业(600267.CH)

稳步推进结构升级

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	3,182	4,003	4,812	5,931
(+/-)	12.1%	25.8%	20.2%	23.3%
营业利润	257	364	464	589
(+/-)	19.8%	41.7%	27.7%	27.0%
净利润	195	272	355	455
(+/-)	39.8%	39.3%	30.3%	28.2%
每股收益(元)	0.40	0.56	0.73	0.94
每股经营现金流(元)	0.49	0.98	1.06	1.18
市盈率	58.4	41.9	32.2	25.1
市净率	7.4	4.7	4.2	3.7
净资产收益率	12.9%	11.4%	13.3%	15.2%
现金分红收益率	0.4%	0.5%	0.9%	1.2%

股票信息

当前股价	A股
人民币 23.57	
股票代码	600267.CH
日成交量(百万股)	20.78
52周最高价/最低价	人民币 28.19/14.07
总市值(百万元)	11,403
发行股数(百万股)	484
其中:流通股(百万股)	484
主要股东	浙江海正集团有限公司 (41.44%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[海正药业]	+1.99	-5.80	-1.26	-2.32
[沪深300指数]	-0.57	-0.20	-4.37	-8.41
[沪深300医药指数]	-1.20	-4.68	-0.31	-0.83

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近来事件

2009 年度业绩与预期基本一致:

2009 年公司实现整体收入 40 亿元, 同比增长 25.8%; 实现净利润 2.72 亿元, 同比增长 39.4%, 折合 EPS0.56 元; 与预期基本一致, 计划每股派发现金 0.12 元 (含税)。

正面:

- 产业结构调整成果显现。报告期内医药制造收入同比增长 21.4%, 奥利司他、阿卡波糖等新品种带动内分泌类产品收入同比增长 55%, 毛利率提升 18 个百分点。抗感染药物收入同比增长 44%, 毛利率同比提升 12 个百分点。心血管、抗寄生虫等药物的收入和毛利率均有不同程度提升。
- 费用控制加强, 三项费用比率同比下降 1.5 个百分点。其中销售费用率较 2008 年下降 0.1 个百分点, 管理费用率下降 0.7 个百分点, 融资到位后财务费用率同比下降 0.7 个百分点。
- 负债率下降, 现金流充沛。报告期间通过非定向增发募集资金 6.7 亿元, 同时 2009 年经营活动现金流同比增长 114% 达 4.73 亿元。期末公司账面现金达 6.41 亿元, 资产负债率从 2008 年的 62% 下降到 54%。

负面:

- 主导产品抗肿瘤药物销售同比下降 2.5%; 国内制剂销售同比增长 13%, 慢于行业平均水平。

发展趋势:

公司重视创新, 保持较高研发投入, 大力致力于产品和产业结构升级。公司具备较为丰富的海外认证和注册经验, 不断推进与国际大型药厂的紧密合作关系, 未来几年将在新品创制以及海外代工领域面临良好发展机遇。

盈利预测调整:

公司发展符合我们预期, 根据 09 年业绩上调公司 2010、2011 年的 EPS 预期至 0.73、0.94 元。

估值与建议:

根据最新业绩, 当前股价对应 2010、2011 年 PE 分别是 32x、25x, 公司研发优势突出, 未来两年国际市场面临发展机遇, 维持“审慎推荐”评级。

图表 1：2009 年年度业绩分析

(百万元)	2008A	1Q2009	2Q2009	3Q2009	4Q2009	1Q2009	1H2009	1-3Q2009	2009A	CICC Comments
主营业务收入	3,182	851	968	1,101	1,084	851	1,819	2,920	4,003	主营业务收入同比增加27%，制药业务收入同比增长21.4%，商业收入同比增长32.6%
同比增长率	12.1%	9.5%	21.9%	36.8%	34.4%	9.5%	15.8%	22.9%	25.8%	
环比增长率		0.0%	13.8%	13.7%	-1.6%					
主营业务成本	2,284	628	709	789	765	628	1,338	2,127	2,892	主营业务利润率下降0.5个百分点,其中原料药和制剂毛利率基本持平,工业公司医药销售毛利率下降1个百分点,此外出口业务毛利率提高6.5个百分点
成本率	71.8%	73.9%	73.3%	71.7%	70.6%	73.9%	73.5%	72.8%	72.2%	
主营业务税金及附加	20	4	6	7	10	4	10	17	27	
占销售收入的 %	0.6%	0.5%	0.6%	0.6%	0.9%	0.5%	0.6%	0.6%	0.7%	
主营业务利润	878	218	253	305	308	218	471	776	1,084	
毛利率	27.6%	25.6%	26.1%	27.7%	28.5%	25.6%	25.9%	26.6%	27.1%	主营业务利润率下降0.5个百分点,其中原料药和制剂毛利率基本持平,工业公司医药销售毛利率下降1个百分点,此外出口业务毛利率提高6.5个百分点
同比增长率	22.9%	-5.8%	17.9%	32.3%	53.0%	-5.8%	5.6%	14.7%	23.5%	
环比增长率		0.0%	15.9%	20.4%	1.3%					
营业费用	188	50	57	74	51	50	107	181	232	营业费率同比下降0.1个百分点
营业费用率	5.9%	5.8%	5.9%	6.7%	4.7%	5.8%	5.9%	6.2%	5.8%	
管理费用	351	84	95	97	134	84	180	276	411	管理费用率同比下降0.7个百分点
管理费用率	11.0%	9.9%	9.8%	8.8%	12.4%	9.9%	9.9%	9.5%	10.3%	
财务费用	82	20	21	21	15	20	42	62	78	财务费用率下降0.7个百分点
	2.6%	2.4%	2.2%	1.9%	1.4%	2.4%	2.3%	2.1%	1.9%	
营业利润	257	64	79	113	108	64	143	255	364	营业利润率同比提高1个百分点
营业利润率	8.1%	7.5%	8.1%	10.2%	10.0%	7.5%	7.8%	8.7%	9.1%	
同比增长率	19.8%	0.4%	27.9%	58.1%	80.1%	0.4%	14.0%	30.0%	41.7%	
环比增长率		0.0%	23.3%	42.9%	-4.0%					政府补贴收入增长
营业外收入	10	6	-1	1	16	6	5	7	22	
营业外支出	10	1	0	4	9	1	1	5	15	应收账款坏账计提增加
资产减值损失	16	7	8	2	4	7	15	17	20	
税前利润	241	62	70	108	111	62	132	240	351	有效税率上升3.8个百分点
税前利润率	7.6%	7.3%	7.2%	9.8%	10.2%	7.3%	7.2%	8.2%	8.8%	
同比增长率	24.2%	4.3%	30.3%	64.9%	77.5%	4.3%	16.7%	34.4%	45.5%	
所得税	40	11	11	18	32	11	21	40	72	有效税率上升3.8个百分点
有效税率	16.7%	17.4%	15.3%	17.1%	28.9%	17.4%	16.3%	16.7%	20.5%	
少数股东权益	5	2	2	2	0	2	4	6	6	净利润率同比上升0.7个百分点
净利润	195.3	49.4	57.2	87.3	78.3	49.4	106.6	193.8	272.2	
净利润率	6.1%	5.8%	5.9%	7.9%	7.2%	5.8%	5.9%	6.6%	6.8%	
同比增长率	39.8%	10.9%	49.4%	63.6%	32.4%	10.9%	28.7%	42.4%	39.3%	
环比增长率		0.0%	15.7%	52.6%	-10.2%					
摊薄每股收益 (元)	0.404	0.110	0.127	0.194	0.131	0.110	0.237	0.431	0.563	

资料来源：公司报告，中金研究部

图表 2：公司盈利预测调整幅度

		2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	3,182	3,877	4,755	5,809
	调整后	3,182	4,003	4,812	5,931
	(+/-%)	0	3	1	2
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	2,284	2,802	3,421	4,180
	调整后	2,284	2,892	3,449	4,249
	(+/-%)	0	3	1	2
净利润 (人民币 百万)	调整前	195	265	330	411
	调整后	195	272	355	455
	(+/-%)	0	3	7	11
总股本 (人民币)	调整前	449	484	484	484
	调整后	484	484	484	484
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.43	0.55	0.68	0.85
	调整后	0.40	0.56	0.73	0.94
	(+/-%)	-7	3	7	11

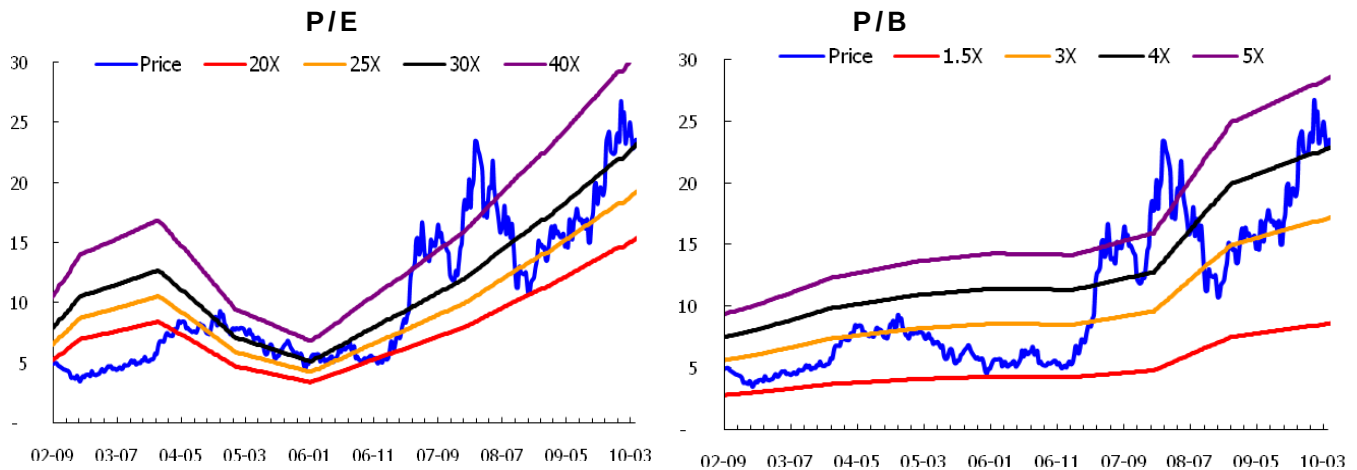
资料来源：公司报告，中金研究部

图表 3: 历史和预测的财务指标

单位: 人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						财务指标					
主营业务收入	2,839	3,182	4,003	4,812	5,931	成长性指标					
主营业务成本	-2,106	-2,284	-2,892	-3,449	-4,249	主营业务收入增长率	22.8%	12.1%	25.8%	20.2%	23.3%
主营业务利润	714	878	1,084	1,330	1,642	主营业务利润增长率	38.2%	22.9%	23.5%	22.7%	23.4%
营业费用	-114	-188	-232	-279	-344	净利润增长率	69.4%	39.8%	39.3%	30.3%	28.2%
管理费用	-321	-351	-411	-481	-593	盈利性指标					
财务费用	-65	-82	-78	-106	-115	毛利率	25.2%	27.6%	27.1%	27.6%	27.7%
营业利润	214	257	364	464	589	三项费用	17.6%	19.5%	18.0%	18.0%	17.7%
税前利润	194	241	351	451	576	营业利润率	7.5%	8.1%	9.1%	9.6%	9.9%
净利润	140	195	272	355	455	净利润率	4.9%	6.1%	6.8%	7.4%	7.7%
现金流量表						收益率指标					
经营活动现金流	438	221	473	513	573	资产收益率	4.7%	4.7%	5.2%	6.2%	7.0%
营运资本的增减	65	-319	-106	-121	-186	净资产收益率	10.2%	12.9%	11.4%	13.3%	15.2%
投资活动现金流	-271	-651	-947	-352	-353	营运效率性指标					
资本支出	-274	-647	-861	-352	-352	应收帐款回收期(天)	47	48	55	55	55
自由现金流	164	-426	-388	161	221	存货周转期(天)	69	89	72	72	72
融资活动现金流	-144	629	567	192	144	负债指标					
货币资金增加额	20	198	92	352	364	净债务/所有者权益	58.0%	79.3%	54.0%	50.3%	41.1%
资产负债表						资产负债率	53.9%	62.4%	53.2%	53.6%	54.1%
货币资金	200	404	641	838	1,201	流动比率	0.81	0.82	1.38	1.36	1.42
应收款项	371	422	610	733	904	速动比率	0.51	0.54	0.99	0.99	1.05
存货	401	563	580	691	851	估值指标					
固定资产	1,715	2,206	2,740	2,747	2,801	摊薄每股收益(元)	0.29	0.40	0.56	0.73	0.94
短期借款	715	1,037	671	921	1,171	每股经营现金流(元)	0.97	0.49	0.98	1.06	1.18
应付款项	382	699	719	858	1,057	市盈率	81.6	58.4	41.9	32.2	25.1
股东权益	1,363	1,513	2,391	2,669	2,995	市净率	8.3	7.4	4.7	4.2	3.7
总资产	2,986	4,121	5,199	5,680	6,491	EV/EBITDA	29.1	22.9	18.3	14.9	12.4
						现金分红收益率	0.4%	0.4%	0.5%	0.9%	1.2%

资料来源: 公司报告, 中金研究部

图表 4: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 5：可比公司估值(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)

公司名称	代码	收盘价(元)	总市值	每股收益(元)				P/E				股息收益率	净资产收益率				市净率		
		2010-3-26	(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2009E	2010E	2011E	2008A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	
大宗原料药																			
海正药业	600267	23.57	11,403	0.40	0.56	0.73	0.94	58	42	32	25	0.4%	14%	14%	18%	7.5	5.7	5.5	
华海药业	600521	26.14	7,822	0.50	0.55	0.69	0.91	52	47	38	29	0.8%	15%	14%	15%	7.2	6.6	5.7	
华北制药	600812	11.24	11,561	0.26	-0.06	0.45	0.64	43		25	18	0.0%	20%	-2%	37%	7.9	9.9	7.1	
浙江医药	600216	32.40	14,582	2.16	2.46	3.02	3.36	15	13	11	10	0.1%	73%	46%	43%	8.1	5.6	4.0	
新和成	002001	46.90	17,460	3.69	2.94	3.69	3.83	13	16	13	12	0.2%	103%	39%	34%	9.5	5.7	3.9	
东北制药	000597	23.06	7,698	1.07	1.66	1.80	1.95	22	14	13	12	0.3%	29%	34%	0%	4.9	3.9		
中间值			5,203					87	51	32	24	0.2%	7%	0%	11%	7.2	5.7	5.2	
品牌中药																			
云南白药	000538	55.10	29,426	0.87	1.16	1.55	2.03	63	47	35	27	0.5%	20%	17%	19%	9.4	8.1	6.8	
同仁堂	600085	22.68	11,812	0.50	0.55	0.65	0.78	46	41	35	29	0.9%	9%	9%	11%	4.1	3.9	3.8	
广州药业	600332	12.10	7,151	0.23	0.25	0.30	0.35	54	49	41	35	0.3%	6%	6%	7%	3.1	3.0	2.8	
东阿阿胶	000423	27.30	17,855	0.44	0.60	0.88	1.17	62	46	31	23	0.6%	22%	23%	30%	12.7	10.5	9.3	
片仔癀	600436	38.08	5,331	1.01	0.95	1.20	1.55	38	40	32	25	1.4%	19%	17%	18%	7.3	6.8	5.9	
中新药业	600329	28.49	7,682	0.49	0.76	0.89	1.07	58	38	32	27	0.0%	16%	18%	18%	8.5	7.0	5.9	
中恒集团	600252	37.10	9,681	0.18	0.47	0.98	1.36	206	78	38	27	0.0%	11%	37%	41%	21.7	20.0	18.3	
马应龙	600993	40.75	6,756	0.49	0.93	1.14	1.47	84	44	36	28	0.2%	11%	17%	18%	8.7	7.6	6.5	
中间值			7,151					63	46	35	27	0.3%	16%	17%	17%	8.5	6.8	5.9	
现代中药																			
天士力	600535	25.81	12,595	0.52	0.65	0.84	1.03	49	40	31	25	1.5%	14%	14%	17%	6.6	5.7	5.1	
康缘药业	600557	22.62	7,232	0.44	0.52	0.72	0.95	51	44	31	24	0.7%	19%	14%	18%	7.6	6.2	5.8	
上海凯宝	300039	48.29	5,293	0.53	0.66	0.94	1.28	92	73	51	38	0.0%	57%	20%	16%	41.7	6.9	4.5	
桂林三金	002275	28.87	13,107	0.60	0.74	0.89	1.08	48	39	33	27	0.0%	37%	23%	20%	16.8	9.0	6.0	
亚宝药业	600351	20.76	6,570	0.27	0.44	0.63	0.83	77	47	33	25	1.0%	15%	17%	22%	8.2	7.5	6.6	
仁和药业	000650	23.66	6,627	0.25	0.52	0.66	0.80	94	46	36	29	0.0%	26%	13%	15%	21.7			
江中药业	600750	28.17	8,335	0.44	0.55	0.85	1.10	64	51	33	26	1.4%	17%	17%	19%	8.9	8.4	6.7	
千金药业	600479	26.60	5,792	0.60	0.64	0.84	1.07	45	42	32	25	1.2%	15%	14%	16%	6.8	6.0	5.2	
中间值			6,181					58	45	33	26	0.3%	16%	14%	16%	7.9	6.6	5.8	
化学制剂药																			
恒瑞医药	600276	38.24	28,485	0.57	1.07	1.35	1.64	67	36	28	23	0.3%	23%	25%	23%	14.3	8.9	6.6	
康美药业	600518	12.06	20,434	0.17	0.29	0.41	0.55	69	41	29	22	0.5%	11%	11%	14%	7.0	4.7	4.1	
华邦制药	002004	46.59	6,150	0.67	0.92	1.08	1.25	69	51	43	37	0.7%	13%	14%	15%	8.1	7.1	6.4	
信立泰	002294	129.00	14,642	1.03	1.63	2.68	3.61	125	79	48	36	0.0%	57%	15%	17%	55.7	11.3	7.8	
华东医药	000963	21.06	9,141	0.39	0.68	0.80	0.93	54	31	26	23	0.0%	25%	29%	28%	12.2	8.9	7.0	
中间值			6,150					69	55	40	33	0.0%	17%	14%	17%	11.2	8.0	6.5	
生物制药																			
双鹭药业	002038	47.91	12,049	0.87	1.09	1.58	2.09	55	44	30	23	0.4%	33%	28%	30%	15.8	12.2	9.1	
天坛生物	600161	23.40	11,425	0.27	0.30	0.51	0.58	86	79	46	40	0.0%	20%	17%	23%	17.2	9.9	9.2	
华兰生物	002007	63.05	22,706	0.52	1.10	1.84	2.29	121	57	34	28	0.3%	22%	27%	30%	20.6	15.6	9.9	
科华生物	002022	24.53	10,063	0.40	0.52	0.68	0.85	61	48	36	29	0.8%	31%	28%	30%	16.4	13.3	10.9	
安科生物	300009	39.86	3,348	1.06	0.50	0.65	0.80	38	79	62	50	0.0%	25%	11%	12%	22.5	6.3	5.8	
通化东宝	600867	13.81	6,617	0.10	0.21	0.37	0.51	141	66	37	27	0.0%	3%	7%	11%	4.7	4.4	3.9	
中牧股份	600195	22.90	8,931	0.41	0.72	0.88	1.03	55	32	26	22	0.5%	15%	23%	22%	8.1	6.9	6.0	
中间值			6,654					61	54	36	28	0.3%	20%	16%	19%	10.3	8.7	7.7	
保健品																			
健康元	600380	11.65	12,790	-0.02	0.40	0.52	0.62		29	22	19	1.0%	19%	15%	16%	2.4	3.0	2.6	
人福科技	600079	15.07	7,107	0.17	0.37	0.39	0.51	91	40	39	30	0.3%	8%	11%	10%	7.1	3.4	3.2	
中间值			7,107					91	40	31	24	0.3%	8%	11%	10%	4.0	3.2	2.9	
医疗服务																			
爱尔眼科	300015	71.37	9,528	0.67	0.65	0.91	1.21	107	110	79	59	0.0%	30%	17%	15%	40.3	12.5	9.1	
通策医疗	600763	12.66	2,030	0.55	0.18	0.23	0.33	23	72	56	38	0.0%	9%			10.9			
中间值			5,779					65	91	67	49	0.0%	19%	17%	15%	25.6	12.5	9.1	
医疗器械																			
鱼跃医疗	002223	42.99	6,642	0.40	0.65	0.88	1.14	107	66	49	38	0.7%	23%	21%	23%	16.4	12.2	10.0	
万东医疗	600055	13.54	2,931	0.13	0.20	0.27	0.34	103	68	50	40	0.4%	6%	8%	9%	5.9	5.6	5.1	
乐普医疗	300003	50.89	20,661	0.22	0.72	0.97	1.27	233	71	53	40	0.0%	45%	21%	23%	41.0	14.6	12.2	
中间值			3,838					103	66	49	38	0.4%	10%	10%	10%	5.9	8.9	7.5	
综合性制药企业																			
丽珠集团	000513	39.02	9,238	0.18	1.57	1.66	1.96	222	25	23	20	0.3%	3%	21%	18%	6.5	5.3	4.3	
哈药股份	600664	17.43	21,648	0.69	0.78	0.90	1.02	25	22	19	17	3.4%	16%	15%	16%	3.7	3.4	2.9	
复星医药	600196	20.95	25,931	0.56	2.11	0.83	0.93	38	10	25	22	0.5%	18%	38%	14%	6.5	4.1	3.5	
双鹤药业	600062	25.08	14,338	0.67	0.85	1.05	1.25	38	30	24	20	0.5%	14%	13%	14%	4.7	3.8	3.3	
三九医药	000999	24.29	23,777	0.51	0.66	0.89	1.10	48	37	27	22	0.8%	17%	17%	19%	7.4	6.2	5.2	
三精制药	600829	19.17	7,411	0.70	0.81	0.96	1.14	28	24	20	17	3.9%	20%	18%	17%	5.0	4.2	3.5	
中间值			14,338					38	25	24	20	0.5%	16%	17%	16%	5.0	4.1	3.5	
全行业中间值			6,642					67	48	34	27	0.3%	15%	14%	16%	7.6	6.4	5.8	

资料来源：WIND, 中金研究部

北京

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海市陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (8621) 5879-6226
传真: (8621) 5888-8976

香港

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

香港

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

新加坡

中国国际金融（新加坡）有限公司
新加坡百得利路6号39层4号
邮编: 049909
电话: (65) 6572-1999
传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (8610) 8567-9238
传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B
邮编: 200020
电话: (8621) 6386-1195
传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86755) 8832-2388
传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城
欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86571) 8849-8000
传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (8625) 8316-8988
传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (8620) 8396-3968
传真: (8620) 8516-8198



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供，及(2)中国国际金融（新加坡）有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。