



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年4月26日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511010021
sunl@cicc.com.cn

周峰

分析员, SAC 执业证书编号:
S0080511030002
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

海正药业 (600267.SH)

经营进入快速发展期

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	4,003	4,545	5,461	6,417
(+/-)	25.8%	13.5%	20.2%	17.5%
营业利润	364	431	592	757
(+/-)	41.7%	18.5%	37.3%	27.9%
净利润	272	366	480	628
(+/-)	39.3%	34.4%	31.2%	30.9%
EPS (元)	0.56	0.70	0.91	1.20
P/E	65.9	53.2	40.5	31.0
P/B	7.4	7.1	4.4	3.9
ROE	11.4%	13.6%	10.9%	12.9%
现金分红收益率	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%

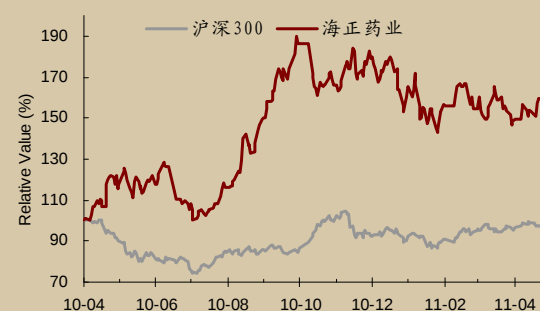
股票信息

A股	
当前股价	人民币 37.05
股票代码	600267.CH
日成交量 (百万股)	3.28
52周最高价/最低价	人民币 45.30/22.55
总市值 (百万元)	19,445
发行股数 (百万股)	525
其中: 流通股 (百万股)	484
主要股东	浙江海正集团有限公司 (38.2%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[海正药业]	+4.10	+2.86	+9.88	-0.59
[沪深300指数]	-3.26	-0.06	+10.00	+6.05
[沪深300医药]	-1.63	-2.81	+2.82	-8.59

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

2011年1季报业绩基本符合预期:

2011年公司1季度实现收入12.15亿元, 同比增长19.7%; 实现净利润1.02亿元, 折合EPS0.19元, 同比增长53%, 基本符合预期。

我们22日参加了公司2010年度股东大会, 对公司经营更新如下:

评论:

经营迎来快速发展。1季度受多海外订单推动, 收入同比增长19.7%, 因为海外订单所需销售管理费用较少, 相关费用率下降明显, 营业利润和净利润同比增长分别为50%和53%。1季度公司完成非定向增发, 实际募资13.34亿元。发展明显加速。

研发优势努力转化到国内市场。公司继续加强研发, 当前公司在生物制品领域已有1个关节炎新药即将进入3期临床, 其他胰岛素也在研发中。同时公司积极申报FDA, 今年计划申报10个品种, 其中6~7个通过购买和合作取得。同时公司继续发力国内市场开发, 将各地市场开发下放到省公司。去年覆盖医院增加2000多家, 合计达6000多家。有医药代表600人, 计划增加到1000人。全年工资费用计划增长15%~20%。

培南类API+制剂是公司发展的重点品种。全球对培南类生产线有特定要求, 进入门槛高。公司投入时间长, 具备生产优势和技术优势。目前公司产品已经可以出口到日本。未来公司继续与大公司合作, 合理安排生产规模, 抓住培南爆发的机会。

公司2010年投资980万美元入股赛金控股4.5%的股份, 当前合作顺利, 目前已有多个产品开始生产, 赛金80%的产品来自定制生产, 未来将海正作为主要的制剂合作方。今年赛金计划在纳斯达克上市。

盈利预测、估值与建议:

我们维持2011、2012年EPS预期0.91元和1.18元, 对应当前PE分别是41x和31x。公司在制剂出口扎根深, 紧张快, 富阳基地II期投产将为公司腾飞提供基础, 具备长期投资价值。维持“审慎推荐”评级。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 业绩季度拆解分析

(百万元)	2009A	1Q2010	2Q2010	3Q2010	4Q2010	1Q2011	1Q2010	1H2010	1-3Q2010	2010A	1Q2011	CICC Comments
主营业务收入	4,003	1,014	1,122	1,138	1,270	1,215	1,014	2,136	3,274	4,545	1,215	主营业务收入累计同比增加19.7%，环比下降4.4%。
同比增长率	25.8%	19.2%	15.9%	3.3%	17.2%	19.7%	19.2%	17.5%	12.1%	13.5%	19.7%	
环比增长率		-6.4%	10.6%	1.4%	11.6%	-4.4%						
主营业务成本	2,892	728	810	790	888	871	728	1,538	2,327	3,215	871	
成本率	72.2%	71.7%	72.2%	69.4%	69.9%	71.7%	71.7%	72.0%	71.1%	70.7%	71.7%	
主营业务税金及附加	27	5	5	8	7	5	5	10	18	26	5	
占销售收入的%	0.7%	0.5%	0.5%	0.7%	0.6%	0.4%	0.5%	0.5%	0.6%	0.6%	0.4%	
主营业务利润	1,084	282	307	340	375	338	282	588	929	1,304	338	累计毛利率同比提升0.1pp，较2010全年下降0.9pp。
毛利率	27.1%	27.8%	27.4%	29.9%	29.5%	27.9%	27.8%	27.5%	28.4%	28.7%	27.9%	
同比增长率	23.5%	29.1%	21.3%	11.7%	21.6%	20.2%	29.1%	24.9%	19.7%	20.3%	20.2%	
环比增长率		-8.7%	9.0%	10.9%	10.2%	-9.7%						
营业费用	232	62	74	82	64	68	62	136	218	282	68	营业费率同比下降0.5pp，较2010全年下降0.6pp
营业费用率	5.8%	6.1%	6.6%	7.2%	5.0%	5.6%	6.1%	6.4%	6.7%	6.2%	5.6%	
管理费用	411	121	130	126	160	129	121	250	376	536	129	管理费率同比下降1.3pp，较2010全年下降1.2pp，因为海外订单费用率低
管理费用率	10.3%	11.9%	11.5%	11.1%	12.6%	10.6%	11.9%	11.7%	11.5%	11.8%	10.6%	
财务费用	78	14	13	14	14	14	14	27	41	55	14	
财务费用率	1.9%	1.4%	1.1%	1.2%	1.1%	1.2%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%	
营业利润	364	85	90	119	137	128	85	176	294	431	128	累计营业利润率同比提高2.1pp，较2010年全年提升1pp。
营业利润率	9.1%	8.4%	8.1%	10.4%	10.8%	10.5%	8.4%	8.2%	9.0%	9.5%	10.5%	
同比增长率	41.7%	33.4%	14.7%	5.3%	26.4%	50.1%	33.4%	23.1%	15.2%	18.5%	50.1%	
环比增长率		-21.2%	6.0%	31.2%	15.3%	-6.4%						
营业外收入	22	1	5	1	20	3	1	6	7	27	3	
营业外支出	15	1	2	1	6	1	1	3	4	10	1	
资产减值损失	20	5	0	2	32	4	5	5	8	40	4	
税前利润	351	80	101	121	147	125	80	182	303	450	125	
税前利润率	8.8%	7.9%	9.0%	10.6%	11.6%	10.3%	7.9%	8.5%	9.2%	9.9%	10.3%	
同比增长率	45.5%	30.0%	45.2%	11.8%	33.0%	55.5%	30.0%	38.1%	26.2%	28.4%	55.5%	
环比增长率		-27.4%	26.1%	19.3%	21.7%	-15.0%						
所得税	72	12	16	24	23	22	12	28	53	76	22	
有效税率	20.5%	15.5%	15.7%	20.0%	15.6%	17.4%	15.5%	15.6%	17.4%	16.8%	17.4%	
少数股东权益	6	2	3	3	1	2	2	4	8	9	2	
净利润	272.2	66.2	82.9	93.3	123.4	101.5	66.2	149.1	242.4	365.8	101.5	净利润率同比上升1.9pp，较2010全年提升0.3pp。
净利润率	6.8%	6.5%	7.4%	8.2%	9.7%	8.4%	6.5%	7.0%	7.4%	8.1%	8.4%	
同比增长率	39.3%	33.9%	45.2%	6.9%	57.6%	53.4%	33.9%	40.0%	25.1%	34.4%	53.4%	
环比增长率		-15.5%	25.2%	12.6%	32.3%	-17.7%						
摊薄每股收益(元)	0.56	0.13	0.18	0.15	0.24	0.19	0.13	0.31	0.46	0.70	0.19	

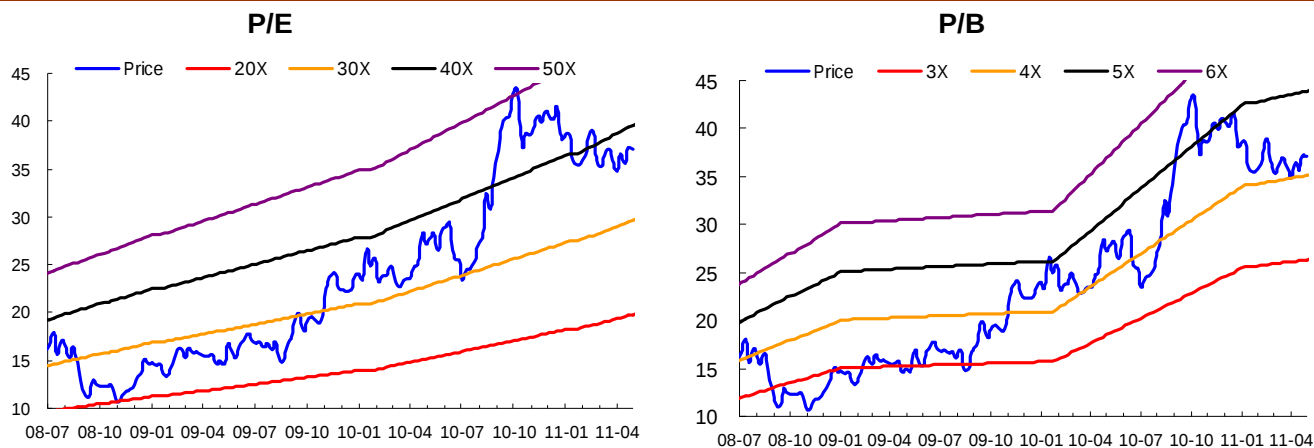
资料来源: WIND, 中金研究部

图表 2: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2011E
损益表					财务指标				
主营业务收入	4,003	4,545	5,461	6,417	成长性指标				
主营业务成本	-2,892	-3,215	-3,801	-4,430	主营业务收入增长率	25.8%	13.5%	20.2%	17.5%
主营业务利润	1,084	1,304	1,629	1,951	主营业务利润增长率	23.5%	20.3%	25.0%	19.8%
营业费用	-232	-282	-328	-385	净利润增长率	39.3%	34.4%	31.2%	30.9%
管理费用	-411	-536	-601	-706	盈利性指标				
财务费用	-78	-55	-109	-104	毛利率	27.1%	28.7%	29.8%	30.4%
营业利润	364	431	592	757	三项费用	18.0%	19.2%	19.0%	18.6%
税前利润	351	450	587	755	营业利润率	9.1%	9.5%	10.8%	11.8%
净利润	272	366	480	620	净利润率	6.8%	8.1%	8.8%	9.8%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	473	509	726	916	资产收益率	5.2%	6.2%	6.2%	7.3%
营运资本的增加	-106	14	-117	-136	净资产收益率	11.4%	13.6%	10.9%	12.9%
投资活动现金流	-947	-668	-996	-996	营运效率性指标				
资本支出	-861	-995	-995	-995	应收帐款回收期(天)	55	50	50	50
自由现金流	-388	-486	-269	-79	存货周转期(天)	72	73	73	73
融资活动现金流	567	161	1,330	106	负债指标				
货币资金增加额	92	-2	1,060	26	净债务/所有者权益	54.0%	56.7%	13.7%	16.8%
资产负债表					资产负债率	53.2%	53.7%	41.5%	42.2%
货币资金	641	494	1,555	1,581	流动比率	1.38	1.27	2.12	1.84
应收款项	610	633	760	893	速动比例	0.99	0.85	1.62	1.39
存货	580	655	774	902	估值指标				
固定资产	2,740	3,345	3,790	4,361	摊薄每股收益(元)	0.56	0.70	0.91	1.20
短期借款	671	451	551	801	每股经营现金流(元)	0.98	0.97	1.38	1.76
应付款项	719	833	985	1,148	市盈率	65.9	53.2	40.5	31.0
股东权益	2,391	2,698	4,426	4,871	市净率	7.4	7.1	4.4	3.9
总资产	5,199	5,922	7,714	8,616	EV/ EBITDA	27.7	24.7	18.8	15.5
					现金分红收益率	0.3%	0.4%	0.7%	1.0%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 4：可比公司估值表（2011-4-25）

公司名称	代码	收盘价		总市值		每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率		净资产收益率		P/B	PEG	Growth
		11-4-25		(百万元)		2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2011E	2010A	2011E	LTM	2011E	
海正药业	600267	37.05	19,445	0.70	0.91	1.20	53x	41x	31x	29x	7	0.0%	14%	15%	7.2x	1.26	32%			
华海药业	600521	17.38	7,801	0.21	0.57	0.78	83x	30x	22x	40x	28	0.0%	7%	7%	6.0x	1.07	29%			
海翔药业	002099	24.67	3,960	0.53	0.88	1.20	46x	28x	21x	27x	20	0.8%	15%	19%	6.2x	0.33	85%			
华邦制药	002004	43.92	5,797	1.00	0.98	1.19	44x	45x	37x	31x		0.0%	13%	14%	5.9x	6.15	7%			
天药股份	600488	9.64	5,233	0.17	0.22	0.29	58x	43x	33x	33x	23	0.3%	5%	7%	3.3x	1.28	34%			
浙江医药	600216	35.00	15,752	2.54	2.97	3.35	14x	12x	10x	11x	10	0.0%	36%	28%	4.1x	1.57	7%			
新和成	002001	30.48	22,127	1.52	2.13	2.51	20x	14x	12x	15x		0.0%	25%	24%	4.6x	0.67	21%			
海普瑞	002399	88.70	35,489	3.02	4.11	5.45	29x	22x	16x	26x	19	2.3%	26%	16%	4.4x	0.55	39%			
华北制药	600812	14.22	14,626	0.24	0.58	0.89	60x	24x	16x	24x		0.0%	32%	38%	14.4x	0.26	94%			
新华制药	000756	8.12	2,495	0.21	0.30	0.35	38x	28x	23x	12x		0.0%	0%	0%	2.2x	1.66	17%			
大宗原料药——中值				5,374			55x	34x	23x	29x	23	0.0%	10%	14%	5.9x	0.70	43%			
品牌中药——中值				9,244			52x	33x	25x	35x	17	0.0%	13%	13%	6.2x	0.99	36%			
现代中药——中值				5,106			45x	30x	24x	30x	21	0.0%	13%	15%	5.1x	0.86	35%			
恒瑞医药	600276	48.80	36,572	0.97	1.26	1.67	51x	39x	29x	40x	9	0.2%	21%	22%	10.8x	2.04	19%			
科伦药业	002422	133.18	31,963	2.76	4.29	5.54	48x	31x	24x	38x	25	0.4%	6%	10%	4.6x	0.56	55%			
华东医药	000963	28.28	12,275	0.76	0.95	1.22	37x	30x	23x	22x	16	0.0%	26%	27%	10.8x	6.78	4%			
康芝药业	300086	24.00	4,800	1.46	2.04	3.54	16x	12x	7x	31x	27	1.3%	26%	10%	1.3x	0.11	104%			
仙琚制药	002332	17.10	5,838	0.35	0.55	0.70	49x	31x	24x	31x	22	0.0%	11%	14%	5.3x	0.68	46%			
普华药业	002437	30.21	8,459	0.55	1.76	2.40	55x	17x	13x	42x	28	1.7%	11%	11%	2.2x	0.18	95%			
信立泰	002294	62.00	14,074	1.57	2.09	2.74	40x	30x	23x	34x	25	0.0%	19%	21%	7.6x	0.62	48%			
化学制剂药——中值				5,838			44x	31x	24x	32x	23	0.0%	15%	11%	4.6x	0.97	36%			
生物制药——中值				7,797			50x	33x	27x	31x	21	0.0%	19%	18%	6.3x	0.98	32%			
医疗服务——中值				6,179			70x	49x	34x	39x	32	0.0%	14%	16%	9.8x	1.01	56%			
医疗器械——中值				4,097			69x	45x	32x	50x	33	0.0%	11%	12%	5.3x	1.12	37%			
丽珠集团	000513	34.41	8,562	1.41	1.75	2.00	24x	20x	17x	14x	11	0.0%	17%	16%	4.0x	5.37	4%			
哈药股份	600664	19.69	24,455	0.91	1.04	1.22	22x	19x	16x	16x	15	0.0%	17%	17%	3.8x	1.21	16%			
复星医药	600196	11.72	22,319	0.45	0.64	0.83	26x	18x	14x	18x		0.0%	13%	14%	2.6x	0.61	-30%			
双鹤药业	600062	25.45	14,550	0.91	1.17	1.43	28x	22x	18x	19x	16	0.0%	14%	15%	3.8x	1.21	18%			
三九医药	000999	20.48	20,048	0.83	1.05	1.29	25x	20x	16x	18x	15	0.0%	20%	20%	4.8x	0.97	20%			
双鹤药业	600062	25.45	14,550	0.91	1.17	1.43	28x	22x	18x	19x	16	0.0%	14%	15%	3.8x	1.21	18%			
综合性制药企业——中值				12,532			26x	20x	17x	18x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.94	21%			
医药商业——中值				6,122			56x	40x	32x	38x	23	0.0%	6%	6%	5.7x	1.40	24%			
全行业——中值				6,811			47x	33x	25x	32x	22	0.0%	13%	14%	5.4x	0.96	35%			

资料来源：WIND, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》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，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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