安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报/证券研究报告　　华海药业(600521)

维持评级

制药/医疗保健

沙坦原料药爆发，业绩高速增长

华海药业 2011 年三季报点评

评级: 增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 17.40 元

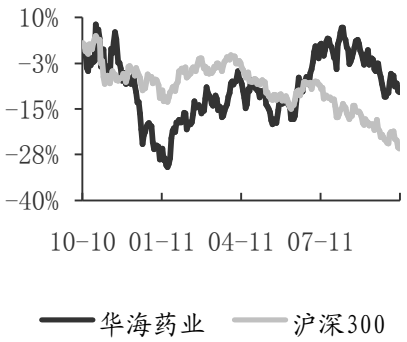
期限: 12 个月　上次预测: 15.60 元

现价（2011 年 10 月 21 日）: 14.05 元

报告日期: 2011-10-24

总市值(百万元)	7,567.43
流通市值(百万元)	7,567.43
总股本(百万股)	538.61
流通股本(百万股)	538.61
12 个月最低/最高	12.45/21.20 元
十大流通股东(%)	63.74%
股东户数	28,743

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	0.34	6.30	15.42
绝对收益	(5.71)	(11.96)	(10.35)

邹敏　首席行业分析师
021-68766073　zoumin@essence.com.cn
执业证书编号 S1450511080003

报告联系人
陈宁浦　021-68765361　chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

华海药业：坚定前行，前景乐观　2009-03-17

报告关键点:

- 业绩实现大幅增长，沙坦原料药爆发是主因。
- 产品质量获得国际制药企业广泛认可，跃升沙坦原料药主流供应商。
- 2012年是沙坦专利到期高峰，但仍需警惕原料药价格下滑风险。

报告摘要:

- **业绩实现大幅增长，沙坦原料药爆发是主因。**2011年1-9月公司实现销售收入13.79亿元，同比增长100%；实现归属于上市公司股东的净利润1.92亿元，同比增长118%，每股EPS0.36元。经营活动产生的现金流量净额为1.13亿元，每股现金流为0.21元。公司业绩实现大幅增长的主要原因是沙坦类原料药实现突破式增长。此外，房地产业务贡献约5000万净利润，股票期权摊销费用约3800万元。
- **产品质量获得国际制药企业广泛认可，跃升沙坦原料药主流供应商。**公司在降压类原料药上的多年耕耘获得了国际成品药企业的广泛认可，因此其在沙坦类药物专利到期的第一时间便成为国际主流仿制药企业的第一批供应商。由于更换原料药供应商的代价较大，加之华海成本优势显著，预计未来将与国际仿制药企业达成长期合作。在此模式下，公司有望持续受益于规范市场沙坦原料药需求的爆发。
- **2012年是沙坦专利到期高峰，但仍需警惕原料药价格下滑风险。**氯沙坦欧洲及美国市场专利在2010年陆续到期，由此掀开沙坦类药物专利到期高峰：缬沙坦在欧洲多数国家专利于2011年5月到期，是2011年公司沙坦类药物爆发的主要原因；缬沙坦美国专利将在2012年9月到期，厄贝沙坦在美国及欧洲专利也将于2012年到期。由于欧盟中间体认证法规的影响，今年沙坦类药物出现了难得的专利到期后原料药价格不跌的局面。但我们查询到在美国FDA备案以及获得欧盟COS证书的沙坦原料药企业不在少数，故仍需注意竞争对手在完成中间体认证后，沙坦原料药供应量上升而导致的价格下滑风险。
- **国际合作有望形成突破，制剂大规模出口尚需时日。**过去数年，公司的国际合作及制剂业务均处于投入期，现在公司按照默克等国际制药企业的要求在生产、管理等方面进行了大量改进工作，有望在2012年以后在制剂代工等方面形成突破。与诺华等若干跨国制药企业的原料药业务合作也在推进中，国际合作业务有可能在1-2年后成为公司的业绩增长点。自主制剂出口方面，公司不断增加国际认证品种，目前已经通过欧美医药渠道商以贴牌、OEM的方式实现制剂出口，预计今年将有约6-700万美元的收入，明年约2-3000万美元的收入，但实现制剂大规模出口尚需时日。国内制剂业务仍有待销售能力的加强。
- **维持“增持-A”的投资评级，提高12个月目标价至17.4元。**我们认为，华海已经度过了过去数年的投入期，迎来业绩高增长期。我们预测公司2011-2013年EPS分别为0.44元，0.58元，0.74元。考虑到沙坦原料药的高景气度，公司产业升级趋势明确，建议按照2012年EPS给予30倍PE，则12个月目标价17.4元，给予“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：沙坦原料药价格下滑超出预期的风险；国际合作和制剂自主出口进展不达预期的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	928.0	1,022.8	1,819.3	2,043.9	2,575.1
Growth(%)	*15.8%*	*10.2%*	*77.9%*	*12.3%*	*26.0%*
净利润	165.0	93.6	239.0	310.6	399.1
Growth(%)	*9.9%*	*-43.3%*	*155.4%*	*30.0%*	*28.5%*
毛利率(%)	41.7%	42.0%	39.3%	40.5%	39.8%
净利润率(%)	17.8%	9.1%	13.1%	15.2%	15.5%
每股收益(元)	0.31	0.17	0.44	0.58	0.74
每股净资产(元)	2.21	2.41	2.78	3.18	3.78
市盈率	45.9	80.9	31.7	24.4	19.0
市净率	6.3	5.8	5.1	4.4	3.7
净资产收益率(%)	13.6%	7.1%	15.7%	17.9%	19.4%
ROIC(%)	15.1%	9.0%	20.3%	20.1%	24.6%
EV/EBITDA	31.1	37.4	21.0	17.6	13.9

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2011/10/23

利润表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	**928.0**	**1,022.8**	**1,819.3**	**2,043.9**	**2,575.1**
减: 营业成本	541.0	593.5	1,104.3	1,215.7	1,549.3
营业税费	8.7	7.5	36.4	16.4	20.6
销售费用	27.2	42.5	50.9	59.3	73.4
管理费用	166.5	268.1	291.1	357.7	445.5
财务费用	8.6	6.9	25.0	17.6	16.5
资产减值损失	5.6	7.1	8.0	9.0	10.0
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-
投资和汇兑收益	-	-	-	-	-
营业利润	**170.4**	**97.2**	**303.6**	**368.2**	**459.8**
加: 营业外净收支	25.0	30.6	-5.0	15.0	15.0
利润总额	**195.5**	**127.8**	**298.6**	**383.2**	**474.8**
减: 所得税	31.1	34.3	59.7	72.8	76.0
净利润	**165.0**	**93.6**	**239.0**	**310.6**	**399.1**

资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	282.6	223.5	477.1	613.5	966.0
交易性金融资产	-	-	-	-	-
应收帐款	208.0	287.0	357.9	390.6	477.6
应收票据	6.5	1.3	5.0	5.6	7.1
预付帐款	6.4	35.1	35.1	35.1	35.1
存货	492.2	584.1	525.9	545.3	652.8
其他流动资产	-	-0.0	-0.0	-0.0	-0.0
可供出售金融资产	-	-	-	-	-
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	-	-	-	-	-
投资性房地产	7.2	6.8	-	-	-
固定资产	436.7	493.4	550.0	607.8	651.9
在建工程	184.8	303.1	362.5	370.0	336.0
无形资产	106.8	114.4	106.9	99.9	93.3
其他非流动资产	4.2	5.6	11.9	13.0	14.1
资产总额	**1,735.2**	**2,054.3**	**2,432.2**	**2,680.8**	**3,233.8**
短期债务	-	40.1	400.0	368.7	443.1
应付帐款	71.4	91.8	174.9	198.5	260.6
应付票据	65.4	103.0	196.7	223.2	292.9
其他流动负债	192.1	312.8	74.0	96.4	124.1
长期借款	170.0	-	-	-	-
其他非流动负债	3.8	38.0	38.0	38.0	38.0
负债总额	**523.0**	**735.9**	**913.8**	**945.0**	**1,179.1**
少数股东权益	**20.4**	**21.4**	**21.2**	**21.1**	**20.8**
股本	299.2	448.8	538.6	538.6	538.6
留存收益	894.0	850.0	958.7	1,176.1	1,495.3
股东权益	**1,212.3**	**1,318.3**	**1,518.5**	**1,735.7**	**2,054.8**

现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	164.4	93.5	239.0	310.6	399.1
加: 折旧和摊销	69.0	77.6	36.8	42.2	47.1
资产减值准备	5.6	7.1	8.0	9.0	10.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-
财务费用	8.0	6.2	25.0	17.6	16.5
投资收益	-	-	-	-	-
少数股东损益	-0.6	-0.1	-0.1	-0.2	-0.2
营运资金的变动	83.5	113.9	-77.4	18.7	-37.8
经营活动产生现金流量	**317.4**	**299.5**	**231.3**	**397.9**	**434.6**
投资活动产生现金流量	**-86.9**	**-264.6**	**-151.1**	**-101.1**	**-51.1**
融资活动产生现金流量	**-96.0**	**-90.4**	**174.3**	**-152.1**	**-21.9**

财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
成长性					
营业收入增长率	15.8%	10.2%	77.9%	12.3%	26.0%
营业利润增长率	1.2%	-43.0%	212.4%	21.3%	24.9%
净利润增长率	9.9%	-43.3%	155.4%	30.0%	28.5%
EBITDA 增长率	-1.8%	-26.8%	101.5%	17.1%	22.3%
EBIT 增长率	-6.9%	-41.9%	215.7%	17.4%	23.4%
NOPLAT 增长率	-0.4%	-41.9%	157.8%	25.4%	27.1%
投资资本增长率	-2.8%	14.9%	26.5%	3.6%	5.0%
净资产增长率	9.9%	8.8%	15.2%	14.3%	18.4%
利润率					
毛利率	41.7%	42.0%	39.3%	40.5%	39.8%
营业利润率	18.4%	9.5%	16.7%	18.0%	17.9%
净利润率	17.8%	9.1%	13.1%	15.2%	15.5%
EBITDA/营业收入	26.7%	17.7%	20.1%	20.9%	20.3%
EBIT/营业收入	19.3%	10.2%	18.1%	18.9%	18.5%
运营效率					
固定资产周转天数	157	164	103	102	88
流动营业资本周转天数	168	138	101	110	92
流动资产周转天数	357	374	251	263	261
应收帐款周转天数	68	85	62	64	59
存货周转天数	193	191	111	95	84
总资产周转天数	631	667	444	450	413
投资资本周转天数	438	421	286	290	240
投资回报率					
ROE	13.6%	7.1%	15.7%	17.9%	19.4%
ROA	9.5%	4.6%	9.8%	11.6%	12.3%
ROIC	15.1%	9.0%	20.3%	20.1%	24.6%
费用率					
销售费用率	2.9%	4.2%	2.8%	2.9%	2.9%
管理费用率	17.9%	26.2%	16.0%	17.5%	17.3%
财务费用率	0.9%	0.7%	1.4%	0.9%	0.6%
三费/营业收入	21.8%	31.0%	20.2%	21.3%	20.8%
偿债能力					
资产负债率	30.1%	35.8%	37.6%	35.3%	36.5%
负债权益比	43.1%	55.8%	60.2%	54.4%	57.4%
流动比率	2.85	1.62	1.60	1.75	1.87
速动比率	1.43	0.78	1.00	1.15	1.30
利息保障倍数	20.90	15.10	13.14	21.91	28.94
分红指标					
DPS(元)	0.11	0.06	0.08	0.17	0.15
分红比率	36.3%	32.0%	17.0%	30.0%	20.0%
股息收益率	0.8%	0.4%	0.5%	1.2%	1.1%

业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
EPS(元)	0.31	0.17	0.44	0.58	0.74
BVPS(元)	2.21	2.41	2.78	3.18	3.78
PE(X)	45.9	80.9	31.7	24.4	19.0
PB(X)	6.3	5.8	5.1	4.4	3.7
P/FCF	40.4	-104.7	54.0	35.7	19.4
P/S	8.2	7.4	4.2	3.7	2.9
EV/EBITDA	31.1	37.4	21.0	17.6	13.9
CAGR(%)	23.6%	62.2%	23.8%	20.9%	13.7%
PEG	1.9	1.3	1.3	1.2	1.4
ROIC/WACC	1.6	0.9	2.1	2.1	2.5
REP	4.5	5.7	2.3	2.2	1.6

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

邹敏，首席行业分析师。毕业于南京大学生物工程系，上海交通大学 MBA。4 年医药行业工作经历和 6 年证券研究经历。2011 年 6 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

邹敏声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

凌洁 021-68765237 **上海联系人** lingjie@essence.com.cn
黄方禅 021-68765913 **上海联系人** huangfc@essence.com.cn
梁涛 021-68766067 **上海联系人** liangtao@essence.com.cn
李昕 010-59113565 **北京联系人** lixin@essence.com.cn
周蓉 010-59113563 **北京联系人** zhourong@essence.com.cn
李国瑞 0755-82558084 **深圳联系人** ligr@essence.com.cn
朱贤 021-68765293 **上海联系人** zhuxian@essence.com.cn
张勤 021-68763879 **上海联系人** zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮 010-59113590 **北京联系人** pandl@essence.com.cn
马正南 010-59113593 **北京联系人** mazn@essence.com.cn
胡珍 0755-82558073 **深圳联系人** huzhen@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200123

北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034