

# 华海药业 ( 600521 ): 沙坦驱动高增长, 制剂主导未来业绩

行业分类: 医药

2012. 02. 21

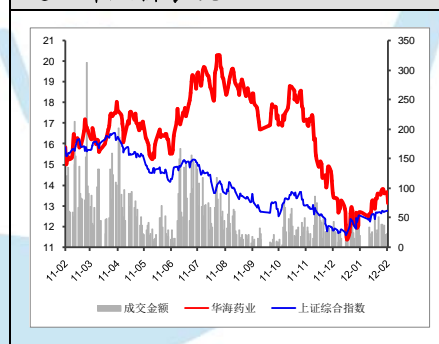
研究员: 张绍坤  
(执业证书编号: S0640511010008)  
联系人: 刁志学, 赵浩然  
电话: 0755-83520492、83689524  
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	14.40
当前股价	11.32
投资评级	买入

## 基础数据

上证指数	2363.60
总股本 (亿)	5.39
流通 A 股 (亿)	5.39
流通 A 股市值 (亿)	61.01
总市值 (亿)	61.01
ROE	14.19%
资产负债率	40.65%
动态市盈率	23.58
动态市净率	3.41

## 近一年股价表现



## 相关研究报告:

**华海药业( 600521 ): 短期看原料药增长, 长期看制剂爆发** 2011-08-09

**华海药业 ( 600521 ): 沙坦行情依旧, 业绩延续高增长** 2011-10-24

## 事件回顾:

公司发布 2011 年年度报告: 报告期内实现营业收入 18.28 亿元, 同比增长 78.68%, 营业利润和利润总额分别为 2.74 亿元和 2.73 亿元, 同比增长幅度分别为 182.07% 和 113.73%; 归属于上市公司股东的净利润为 2.17 亿元, 同比增长 131.77%, 基本每股收益为 0.40 元, 同比增长 135.29%。

## 投资要点:

➢ 主营核心业务突出: 2011 年, 公司确认房产销售收入 2.79 亿元, 扣除此项业务后, 公司去年共实现营业收入 15.22 亿元, 同比增长 51.42%, 其中原料药业务销售收入 13.09 亿元, 同比增长 50.09%, 在公司营业收入中的占比为 71.61%, 主营核心业务突出。

➢ 沙坦放量驱动业绩增长: 沙坦类药物逐步进入专利集中到期, 大量仿制药品的出现带动其原料药需求上升, 公司 2010 年新增或扩充沙坦类原料药的生产线, 同时在规范市场和原研厂家合作等领域取得重大突破, 实现了沙坦类原料药的放量增长, 2011 年沙坦类实现营业收入 6.04 亿元, 同比增长 116.15%, 同时受规模效应的影响, 毛利率也有所提高, 同比增加 4.91 个百分点, 是公司业绩增长较快的主要原因。

➢ 制剂业务前景可观: 报告期内, 公司制剂业务实现销售收入 2.13 亿元, 同比增长 63.52%, 目前公司已经拥有 10 多个产品的美国和欧洲文号, 在国内制剂出口领域处于领先地位, 随着公司加速推进制剂国际化, 与全球制剂公司合作深化、新建制剂车间的完成以及国内制剂销售体系的建立, 我们认为公司制剂业务将会进入快速增长期, 有望成为未来公司业绩增长的新亮点。

➢ 管理升级提升盈利水平: 报告期内, 公司不断健全 GMP、EHS 管理体系, 同时通过调整产能布局、加强工艺改进、推进精益化管理等措施, 完善公司管理体系, 进一步深化管理转型升级, 公司期间管理费用率为 17.20%, 与去年同期相比大幅下降 9.01 个百分点, 增强了公司的盈利能力。

## 投资评级:

根据公司年报, 我们调整公司的盈利预测, 12-13 年公司 EPS 分别为 0.48 元、0.63 元 (原为 0.68 元); 对于的市盈率分别为 23 倍、17 倍; 我们认为公司多个制剂产品取得国际认证, 制剂车间扩建工程即将完成, 未来制剂业务有望进入快速增长期, 因此维持“买入”评级, 以 2012 年 30 倍 PE, 目标价格为 14.40 元。

## 投资风险:

原料药竞争加剧; 汇率影响; 制剂项目建设低于预期

**图表 1：盈利预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1380	1738	2320	3035	<b>营业收入</b>	1828	1909	2389	3132
现金	346	624	901	1189	营业成本	1103	1137	1446	1938
应收账款	388	449	576	719	营业税金及附加	33	35	36	47
其他应收款	16	14	20	25	营业费用	49	57	72	94
预付账款	11	11	14	19	管理费用	314	319	382	501
存货	608	626	797	1067	财务费用	26	21	10	-2
其他流动资产	12	13	13	16	资产减值损失	11	8	9	9
<b>非流动资产</b>	1197	1091	960	814	公允价值变动收益	6	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	-22	0	0	0
固定资产	571	710	699	614	<b>营业利润</b>	274	333	435	546
无形资产	119	120	121	122	营业外收入	5	5	5	5
其他非流动资产	508	262	140	79	营业外支出	6	6	6	6
<b>资产总计</b>	2577	2829	3280	3849	<b>利润总额</b>	273	332	434	545
<b>流动负债</b>	1010	1001	1112	1255	所得税	59	72	94	118
短期借款	505	505	505	505	<b>净利润</b>	214	260	340	427
应付账款	160	158	205	272	少数股东损益	-3	0	0	0
其他流动负债	345	338	402	478	<b>归属母公司净利润</b>	217	260	340	427
<b>非流动负债</b>	38	38	38	38	EBITDA	388	461	580	693
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.40	0.48	0.63	0.79
其他非流动负债	38	38	38	38					
<b>负债合计</b>	1047	1039	1150	1292	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	1	1	1	1	<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	539	539	539	539	<b>成长能力</b>				
资本公积	116	116	116	116	营业收入	78.7%	4.5%	25.1%	31.1%
留存收益	877	1136	1476	1903	营业利润	182.1%	21.3%	30.8%	25.5%
归属母公司股东权益	1528	1789	2129	2555	归属于母公司净利润	131.8%	19.8%	30.8%	25.5%
<b>负债和股东权益</b>	2577	2829	3280	3849	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	39.6%	40.4%	39.5%	38.1%
					净利率(%)	11.9%	13.6%	14.2%	13.6%
					ROE(%)	14.2%	14.5%	16.0%	16.7%
					ROIC(%)	13.4%	15.9%	19.3%	22.0%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	40.6%	36.7%	35.1%	33.6%
					净负债比率(%)	52.32%	52.77%	47.67%	42.40%
					流动比率	1.37	1.74	2.09	2.42
					速动比率	0.76	1.10	1.36	1.56
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.79	0.71	0.78	0.88
					应收账款周转率	5	4	4	5
					应付账款周转率	9.25	7.16	7.97	8.13
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.40	0.48	0.63	0.79
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.37	0.56	0.54	0.54
					每股净资产(最新摊薄)	2.84	3.32	3.95	4.74
					<b>估值比率</b>				
					P/E	26.99	22.53	17.22	13.72
					P/B	3.83	3.27	2.75	2.29
					EV/EBITDA	16	13	10	9

资料来源：中航证券研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。