

分析师：涂羚波  
执业证书编号：S0050510120022  
Tel：010-59355910  
Email：tulb@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

# 华海药业 (600521. SH)

## 制剂出口取得突破

### 投资要点

● **业绩低于预期。**2011年公司实现营业收入182,761.40万元，同比增长78.68%；实现利润总额27,315.52万元，同比增长113.73%；实现净利润21,690.55万元，同比增长131.77%。每股收益0.40元。

● **沙坦爆发式增长，制剂出口取得突破。**2011年实现沙坦销售6.04亿元，同比增长116%，同时，订单从非规范市场向规范市场转移，带动毛利率提升近5个百分点。实现制剂收入2.03亿元，同比增长63.5%，其中出口制剂5962万元，出口制剂以代工模式为主，拉低了整体制剂毛利率。随着公司ANDA文号的日益增多，未来三年将迎来出口制剂的爆发增长期。

● **费用控制较好。**报告期内公司营业费用率、管理费用率同比分别下降了1.46、9.1个百分点，但财务费用率上涨了0.76个百分点，显示公司现金压力较大，存在较强的融资需求。

● **下调至“增持”评级。**预计公司2012、2013、2014年实现营业收入20.79亿元、25.51亿元、32.10亿元，同比增长14%、23%、26%，净利润3.03亿元、3.85亿元、4.94亿元，同比增长40%、27%、28%，每股收益0.56元、0.71元、0.92元，对应动态市盈率20倍、16倍、12倍。

● **风险提示：**沙坦价格快速下跌、制剂进展低于预期。

### 医药生物

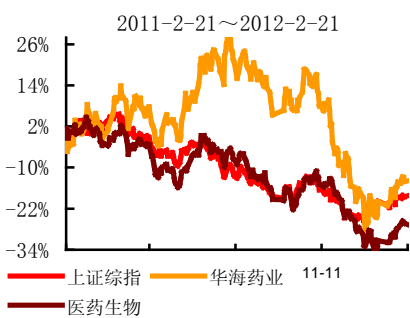
### 投资评级

本次评级：	增持
跟踪评级：	调低
目标价格：	

### 市场数据

市价(元)	11.32
上市的流通A股(亿股)	5.39
总股本(亿股)	5.39
52周股价最高最低(元)	9.25-18.71
上证指数/深证成指	2363.60/9616.65
2011年股息率	0.00%

### 52周相对市场表现



### 相关研究

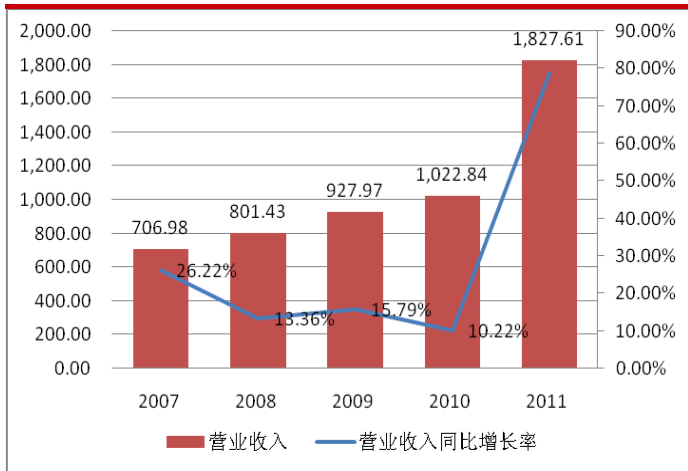
- 《沙坦迎来爆发》 2011-08-10
- 《沙坦和制剂是亮点》 2010-08-16

公司财务数据及预测				
项目	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	1827.61	2079	2551	3210
增长率(%)	78.67	14	23	26
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	216.91	303.20	384.87	494.07
增长率(%)	131.77	40	27	28
毛利率(%)	39.63	40	41	41
净资产收益率(%)	14.19	17	17	18
EPS(元)	0.40	0.56	0.71	0.92
P/E(倍)	28.11	20.11	15.84	12.34
P/B(倍)	0.00	3.33	2.75	2.25

来源：公司年报、民族证券

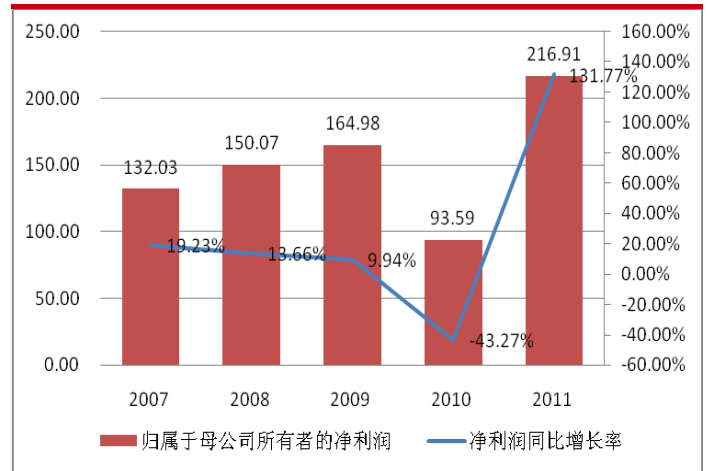
1.

图 1：公司近年营业收入



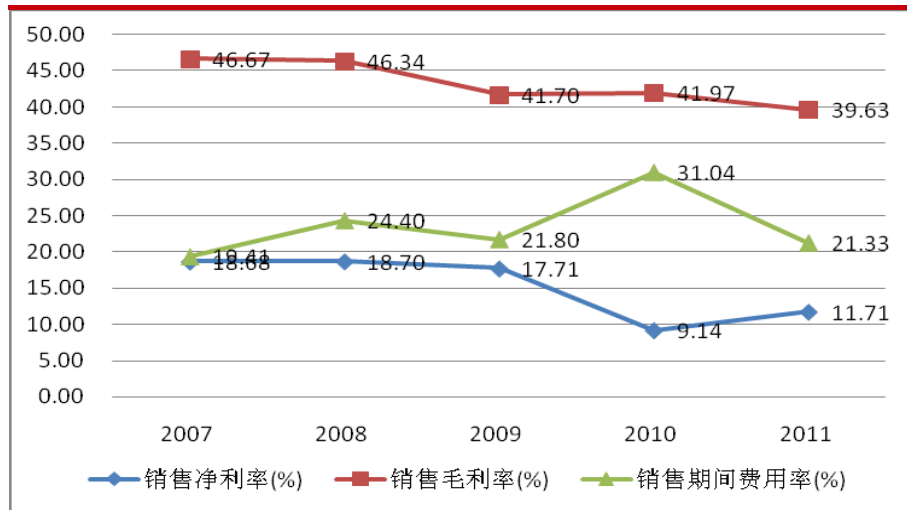
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

**附录：财务预测表**
**资产负债表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	1380	1408	1695	2072
现金及等价物	351	244	272	282
应收帐款	394	449	550	692
存货	608	685	836	1050
其它流动资产	27	30	37	47
<b>非流动资产</b>	1197	1532	1748	2036
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	1058	1310	1479	1701
投资性房地产	6	6	6	6
无形资产	125	208	255	321
其它非流动资产	8	8	8	8
<b>资产总计</b>	2577	2940	3444	4108
<b>流动负债</b>	1010	1069	1183	1346
短期借款	548	548	548	548
应付帐款	341	384	469	589
其它流动负债	121	136	166	209
<b>非流动负债</b>	38	43	52	65
长期借款	0	0	0	0
其它非流动负债	38	43	52	65
<b>负债合计</b>	1047	1111	1235	1411
少数股东权益	1	-3	-8	-14
归属于母公司所有者权益	1528	1832	2216	2710
<b>负债和股东权益</b>	2577	2940	3444	4108

**现金流量表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>	177	371	405	481
净利润	214	299	380	488
资产减值准备	11	0	0	0
折旧和摊销	88	121	139	162
公允价值变动损失	-6	0	0	0
财物费用	26	27	31	35
营运资本变动	-178	-77	-145	-203
投资收益	22	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-377	-457	-355	-450
资本支出	-359	-457	-355	-450
其它	-18	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	329	-22	-21	-22
权益性融资	-3	0	0	0
负债净变化	358	5	9	13
财务费用	-26	-27	-31	-35
<b>现金净增加额</b>	128	-108	28	10
期初现金余额	223	351	244	272
期末现金余额	351	244	272	282

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	1828	2079	2551	3210
营业成本	1103	1244	1518	1907
营业税金及附加	33	21	26	32
销售费用	49	52	64	80
管理费用	314	354	428	533
财务费用	26	27	31	35
资产减值损失	11	0	0	0
公允价值变动净	6	0	0	0
投资净收益	-22	0	0	0
<b>营业利润</b>	274	382	485	622
营业外收入	5	0	0	0
营业外支出	6	0	0	0
<b>利润总额</b>	273	382	485	622
所得税	59	83	105	135
<b>净利润</b>	214	299	380	488
少数股东损益	-3	-4	-5	-6
<b>归属于母公司所</b>	217	303	385	494
EBITDA	328	409	515	658
EPS (元)	0.40	0.56	0.71	0.92

**主要财务比率**

	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	78.7%	13.8%	22.7%	25.8%
营业利润	182.1%	39.3%	26.9%	28.4%
归属母公司净利	131.8%	39.8%	26.9%	28.4%
<b>获利能力</b>				
毛利率	39.6%	40.2%	40.5%	40.6%
净利率	11.9%	14.6%	15.1%	15.4%
ROE	14.2%	16.6%	17.4%	18.2%
ROIC	8.9%	13.2%	14.4%	15.6%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	40.6%	37.8%	35.9%	34.4%
流动比率	1.4	1.3	1.4	1.5
速动比率	0.8	0.7	0.7	0.8
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.8
应收帐款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
应付帐款周转率	3.2	3.2	3.2	3.2
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.40	0.56	0.71	0.92
每股经营现金	0.33	0.69	0.75	0.89
每股净资产	2.84	3.40	4.12	5.03
<b>估值比率</b>				
P/E	28.1	20.1	15.8	12.3
P/B	4.0	3.3	2.8	2.2
EV/EBITDA	1.7	1.4	1.1	0.8

## 分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 9 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

## 分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的报酬。

## 投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

## 免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本公司或关联机构可能会持有报告中所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。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

## 特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 [www.e5618.com](http://www.e5618.com) 信息披露栏查询公司静默期安排。