

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

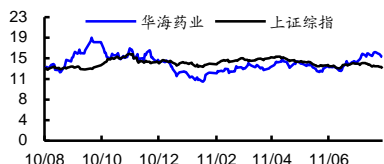
华海药业(600521)
推荐

2011 半年报点评

(维持评级)

2011 年 8 月 8 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

总股本 (百万股)	538.6/538.6
总市值 (百万元)	8,326.9/8,326.9
沪深 300/深圳成指	2,626.42/11,701.76
12 个月最高/最低 (元)	22.79/12.67

相关研究报告:

《华海药业-600521-氯沙坦钾美国市场获批, 制剂出口更上一层楼》——2011-6-8

《华海药业-600521-多奈哌齐美国市场获批, 实现重磅品种快速仿制》——2011-6-7

《华海药业-600521-10 年三季报点评: 期待制剂出口的突破》——2010-10-20

《华海药业-600521-10 年中报点评: 业绩低于预期, 11 年或是转折点》——2010-8-16

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

半年报点评

分享沙坦类专利到期的春天

●预期中的高增长

11H1 收入 9.20 亿元 (+109%), 归属于母公司股东净利润 1.32 亿元 (+122% 略超我们预期的增长 115%, 已预增 100% 以上), EPS0.24 元; 扣非后净利润 1.33 亿元 (+193%)。ROE 为 6.78%, 经营性现金流 0.07 元/股 (-47.17%)。

扣除 2649 万股票期权激励费用和一次性房地产贡献的 4500 万净利润 (下半年无), 11H1 扣非后实际主业为 1.11 亿, 同比增长 144%。

●普利类原料药恢复性增长, 沙坦类原料药爆发式增长

普利类原料药收入 2.33 亿元增长 27%, 毛利率继续下滑 3.6 个百分点至 35.0%。沙坦类原料药收入 2.58 亿元大幅增长 130%, 同时出口从非规范市场向规范市场转移, 毛利率大幅提升 7.4 个百分点至 41%。沙坦专利集中在 2010-2014 年尤其是 2012 年到期, 公司身为全球最大沙坦类原料药出口企业, 2011-2012 年将充分受益 (仿制药企业提前 6 个月备货)。

●国内制剂摸索中前行, 制剂出口更上一层楼

制剂收入 0.59 亿 (绝大部分是国内制剂) 增长 17%, 公司国内制剂规模尚小, 产品线、营销能力、招投标等有待加强。制剂出口方面公司已具备快速仿制专利到期重磅品种的能力, 随着 ANDA 储备日益丰富, 预计 2012-2013 年公司有望实现较大规模出口制剂。

●长期趋势向好, 短期业绩波动较大, 维持中长期“推荐”评级

对于国内特色原料药企业转型制剂企业出口国际规范市场, 我们的观点是“厚积, 以待薄发”。华海药业产业升级路线清晰, 中长期趋势向好, 但过去几年业绩连续低于市场预期, 预计短期业绩波动仍较大。2011-2012 年业绩增长将主要来自沙坦类专利到期迎来原料药的放量, 若制剂业务能够顺利衔接, 则 2013 年后高成长可以持续。小幅上调 11-13 年 EPS 至 0.41 (+2%)、0.53 (+6%)、0.68 (+8%) (EPS0.40 元是 11 年股权激励行权底线) 和中长期“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	927.97	1,022.84	1,763	1,921	2,321
(+/-%)	15.79%	10.22%	72.4%	8.9%	20.9%
净利润(百万元)	164.98	93.59	220	285	367
(+/-%)	9.94%	-43.27%	135.5%	29.2%	28.8%
每股收益 (元)	0.55	0.21	0.41	0.53	0.68
EBIT Margin	21.06%	12.85%	14.9%	16.8%	17.7%
净资产收益率 (ROE)	13.84%	7.22%	15.0%	16.7%	18.4%
市盈率 (PE)	28.04	74.15	37.8	29.2	22.7
EV/EBITDA	18.13	33.39	27.6	22.2	18.1
市净率 (PB)	3.88	5.35	5.65	4.89	4.17

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

表 1: 华海药业分业务数据 (单位: 百万元)

	07H1	08H1	09H1	10H1	11H1
原料药与中间体	328	380	365	380	620
YOY	29.8%	16.0%	-4.2%	4.2%	63.2%
毛利率	47.5%	43.3%	41.2%	36.9%	38.1%
其中: 普利类	215	217	202	184	233
YOY	29.6%	1.0%	-7.0%	-9.1%	26.6%
毛利率	52.4%	50.0%	42.8%	38.6%	35.0%
沙坦类	58	72	97	112	258
YOY	21.1%	23.4%	35.1%	15.7%	130.3%
毛利率	21.8%	39.8%	33.2%	33.6%	41.0%
其他原料药	55	91	65	84	129
YOY	41.2%	67.2%	-28.3%	28.1%	53.6%
毛利率	55.4%	30.2%	48.0%	37.7%	37.9%
制剂	21	27	30	50	59
YOY	32.3%	27.3%	11.2%	66.3%	17.4%
毛利率	75.7%	79.7%	76.2%	76.1%	74.3%
其他	8	8	10	11	242
YOY	-12.7%	-0.4%	18.2%	9.2%	2186.3%
综合毛利率	101.3%	87.6%	87.6%	79.9%	35.1%
合计	357	416	404	440	920
YOY	28.5%	16.3%	-2.7%	8.9%	109.0%
综合毛利率	50.4%	46.5%	44.9%	42.4%	39.6%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所; 注: 11H1 其他里面包括一次性 2.29 亿房地产收入。

表 2: 华海药业收入-成本预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
原料药与中间体	720	822	872	1351	1647	1959
YOY	11.5%	14.2%	6.1%	55.0%	21.9%	18.9%
毛利率	42.2%	37.4%	35.1%	36.5%	36.0%	35.6%
其中: 普利类	432	411	379	470	494	518
YOY	4.4%	-4.8%	-7.8%	24.0%	5.0%	5.0%
毛利率	46.4%	41.2%	37.7%	34.5%	32.0%	30.0%
沙坦类	148	217	279	614	860	1118
YOY	26.7%	46.8%	29.0%	120.0%	40.0%	30.0%
毛利率	41.8%	35.5%	35.9%	41.0%	40.5%	40.0%
其他原料药	140	194	213	267	293	323
YOY	22.2%	38.6%	9.8%	25.0%	10.0%	10.0%
毛利率	29.5%	31.3%	29.5%	29.5%	29.5%	29.5%
制剂	60	82	124	168	237	320
YOY	27.9%	37.3%	51.6%	35.7%	41.3%	34.8%
毛利率	80.1%	77.3%	80.6%	79.0%	79.0%	79.0%
其中: 内销	60	75	114	148	192	250
出口		7	10	20	45	70
其他	22	24	27	244	36	42
YOY	45.8%	9.4%	11.6%	798.8%	-85.2%	16.7%
毛利率	90.8%	68.4%	86.0%	35.1%	86.0%	86.0%
合计	801	928	1023	1763	1921	2321
YOY	13.4%	15.8%	10.2%	72.4%	8.9%	20.9%
综合毛利率	46.3%	41.7%	42.0%	40.3%	42.2%	42.5%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所; 注: 2011 年其他里面包括一次性 2.29 亿房地产收入。

表 3: 主要沙坦类药物专利到期情况

商品名	通用名	原研企业	10 年收入/亿美元	上市时间	美国专利到期日期	ANDA 数量
Teveten	依普沙坦	雅培	1.8	1998	2010/2/9	0
Cozaar/Hyzaar	氯沙坦钾及其复方制剂	默克	21.04	1994	2010/4/6	16
Avapro (安博维)	厄贝沙坦	百时美/赛诺菲	11.76/13.27	1997	2012/3/30	7 (暂时批准)
Diovan (代文)	缬沙坦	诺华	60.53	1996	2012/9/21	6 (暂时批准)
Atacand	坎地沙坦	阿斯利康/武田制药	14.83/2.5	1997	2012/12/4	1 (暂时批准)
Micardis (美卡素)	替米沙坦	勃林格殷格翰/拜耳	15.55/2.92	1999	2014/1/7	1 (暂时批准)
Verdia	他索沙坦	惠氏	小	1998		
Benicar	奥美沙坦	第一三共制药	9.58	2003	2016/10/25	3 (暂时批准)

资料来源: FDA、公司资料、国信证券经济研究所

表 4: 华海药业已获批的 ANDA

药品	规格	获批日期	美国专利到期日
卡托普利	口服片剂 (12.5、25、50、100MG)	1996-2-13	1996-2-13
赖诺普利	口服片剂 (0.25、0.5、1、2、3、4MG, 其中 5MG)	2002-7-1	2002-7-1
赖诺普利/氢氯噻嗪	口服片剂 (20/25、20/12.5、10/12.5MG)	2002-7-1	2002-7-1
贝那普利	口服片剂 (5、10、20、40MG)	2004-2-11	2004-2-11
奈韦拉平	口服片剂 (200mg)	2007 (暂时批准)	2012-5-22
罗匹尼罗	口服片剂 (2.5、5、10、20、30、40MG)	2008-5-5	2008-5-5
多奈哌齐	口服片剂 (5、10MG)	2011-5-31	2010-11-25 (RANBAXY 获 180 天独占权, 即实际专利到期是 2011-5-31)
氯沙坦钾	口服片剂 (25、50、100MG)	2011-6-6	2010-4-6 (TEVA 获 180 天独占权, 即实际专利到期是 2010-10-6)

资料来源: FDA、公司资料、国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	223	250	250	250	营业收入	1023	1763	1921	2321
应收款项	288	435	474	572	营业成本	594	1052	1109	1334
存货净额	584	1076	1120	1356	营业税金及附加	7	13	14	17
其他流动资产	35	18	19	23	销售费用	43	62	67	81
流动资产合计	1131	1778	1862	2201	管理费用	268	374	407	477
固定资产	797	898	943	976	财务费用	7	14	15	7
无形资产及其他	114	111	107	103	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(7)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2054	2799	2925	3292	营业利润	97	245	305	401
短期借款及交易性金融负债	190	375	228	111	营业外净收支	31	30	30	30
应付款项	182	339	353	427	利润总额	128	275	335	431
其他流动负债	326	552	583	700	所得税费用	34	55	50	65
流动负债合计	698	1266	1164	1239	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	94	220	285	367
其他长期负债	38	38	38	38					
长期负债合计	38	38	38	38	现金流量表 (百万元)				
负债合计	736	1304	1202	1277	净利润	94	220	285	367
少数股东权益	21	21	21	21	资产减值准备	2	(7)	0	0
股东权益	1297	1473	1701	1995	折旧摊销	77	87	105	118
负债和股东权益总计	2054	2799	2925	3292	公允价值变动损失	7	3	3	3
					财务费用	7	14	15	7
关键财务与估值指标					营运资本变动	19	(244)	(40)	(147)
每股收益	0.21	0.41	0.53	0.68	其它	(2)	7	(0)	(0)
每股红利	0.10	0.08	0.11	0.14	经营活动现金流	197	66	353	340
每股净资产	2.89	2.74	3.16	3.70	资本开支	(244)	(180)	(150)	(150)
ROIC	6%	13%	14%	17%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	7%	15%	17%	18%	投资活动现金流	(244)	(180)	(150)	(150)
毛利率	42%	40%	42%	43%	权益性融资	0	0	0	0
EBIT Margin	11%	15%	17%	18%	负债净变化	(170)	0	0	0
EBITDA Margin	18%	20%	22%	23%	支付股利、利息	(37)	(44)	(57)	(73)
收入增长	10%	72%	9%	21%	其它融资现金流	402	185	(146)	(117)
净利润增长率	-43%	135%	29%	29%	融资活动现金流	(12)	141	(203)	(190)
资产负债率	37%	47%	42%	39%	现金净变动	(59)	27	0	0
息率	0.5%	0.6%	0.8%	1.1%	货币资金的期初余额	283	223	250	250
P/E	74.1	37.8	29.2	22.7	货币资金的期末余额	223	250	250	250
P/B	5.4	5.7	4.9	4.2	企业自由现金流	(66)	(128)	190	171
EV/EBITDA	40.7	27.6	22.2	18.1	权益自由现金流	166	46	31	47

资料来源: 国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告信息均来源于公开资料，我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询价。我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。我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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构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，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔嵘	021-60933159	张旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑武	0755-82130422	邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648
陈建生	0755-82133766	黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳鑫	0755-82130432	谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397
周俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左涛	021-60933164	郑东	010-66025270
祝彬	021-60933156			秦波	010-66026317
常伟				郭莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑武	0755-82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁丹	0755-82139908
杨森	0755-82133343	罗洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁丹	0755-82134323	胡博新	0755-82133263
				刘勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909
张骏	010-88005311	刘明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑东	010-66025270	曾光	0755-82150809	黄茂	0755-82138922
马彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱波	0755-82133390	陈健	010-66022025	沈瑞	0755-82132998
刘萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷达	0755-82132098
		孙伟	010-66026320	余辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓岳	0755-82150533	李腾	0755-82130833-6223	郑云	021-60875163
		刘洋	0755-82150566	毛甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			

戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn