

## 华海药业 ( 600521 ): 短期看原料药增长, 长期看制剂爆发

行业分类: 医药

2011. 08. 09

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

### 事件回顾:

2011年上半年公司实现营业收入9.20亿元同比增长108.97%;营业利润1.70亿元同比增长199.62%;利润总额1.67亿元同比增长130.81%;净利润1.32亿元同比增长121.77%。

### 投资要点:

#### ● 中报主营业务增长明显

一季度子公司浙江华海银通置业有限公司确认房产收入2.29亿元, 扣除此项业务后公司2011年上半年实现营业收入6.91亿元, 同比增长57.04%, 主营业务增长明显。

#### ● 原料药业务快速发展

➢ 专利到期, 沙坦类原料药放量增长: 沙坦类药物的专利至2010年起进入集中到期时间, 大量仿制药品的出现将带动原料药需求上升, 2010年公司为了迎接沙坦类原料药需求放量, 完成新增80吨/年缬沙坦、100吨/年氯沙坦、120吨/年厄贝沙坦的技改项目。2011年上半年公司沙坦类原料药营业收入同比增长104.28%, 是公司业绩增长较快的主要原因, 受市场需求增加的影响, 沙坦类原料药的毛利率为41.04%, 同比增长7.4个百分点。

➢ 巩固龙头, 普利类原料药持续增长: 公司为国内生产普利类药物的龙头企业, 1-6月公司普利类原料药营业收入同比增长26.63%, 受沙坦类及其他抗高血压药物竞争影响, 上半年毛利率为35.01%, 与去年同期相比下降3.58%。

#### ● 制剂业务厚积薄发

上半年公司制剂产品陆续获得FDA批准, 国内制剂业务进展顺利, 虽然1-6月制剂类产品收入5856.10万元, 同比增长17.42%, 仅占公司营业收入的6.43%, 但随着沙坦类药品专利到期, 公司制剂产品进入国际市场尤其是美国市场的可能性较大, 未来制剂业务将是公司业绩增长的新亮点。

#### ● 股权激励, 费用降低

上半年公司实施股权激励, 管理上以全面预算管理为指导, 绩效管理为目标, 不断提高公司管理水平, 营业费用和销售费用分别为1.38亿元(其中股权激励费用0.23亿元)和0.22亿元, 与去年同期相比分别增长12.33%(扣除股权激励费用后)和5.09%;管理费用率和销售费用率分别为16.64%和3.26%(扣除股权激励和房产收入), 同比分别下降10.7和1.6个百分点。

### 投资评级:

11-13年公司EPS分别为0.42元, 0.48元, 0.68元; 对于的市盈率分别为39倍、33倍和24倍, 我们认为随着沙坦类药物专利陆续到期, 公司原料药业务将持续增长; 目前公司拥有多项制剂认证, 未来产品进入国际市场的可能性较大, 业绩有望爆发; 因此给予50倍的PE, 目标价格为21元, 买入评级。

### 投资风险:

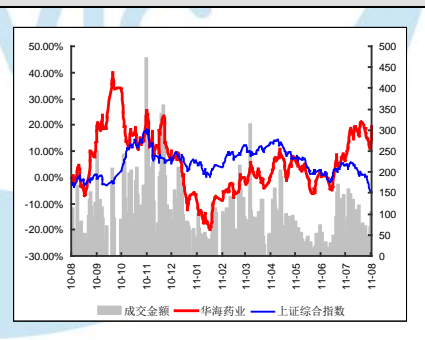
原料药竞争加剧; 汇率影响

6个月目标价	21.00
当前股价	16.10
投资评级	买入

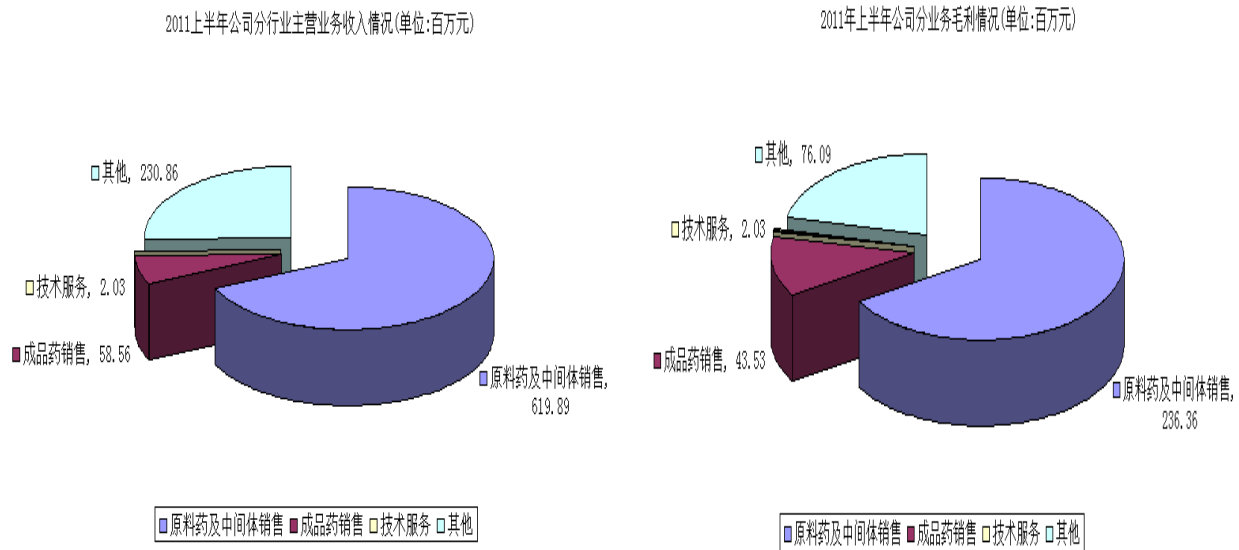
### 基础数据

上证指数	2526.07
总股本(亿)	5.39
流通A股(亿)	5.39
流通A股市值(亿)	86.78
总市值(亿)	86.78
ROE	9.54%
资产负债率	37.85%
动态市盈率	41.28
动态市净率	4.91

### 近一年股价表现

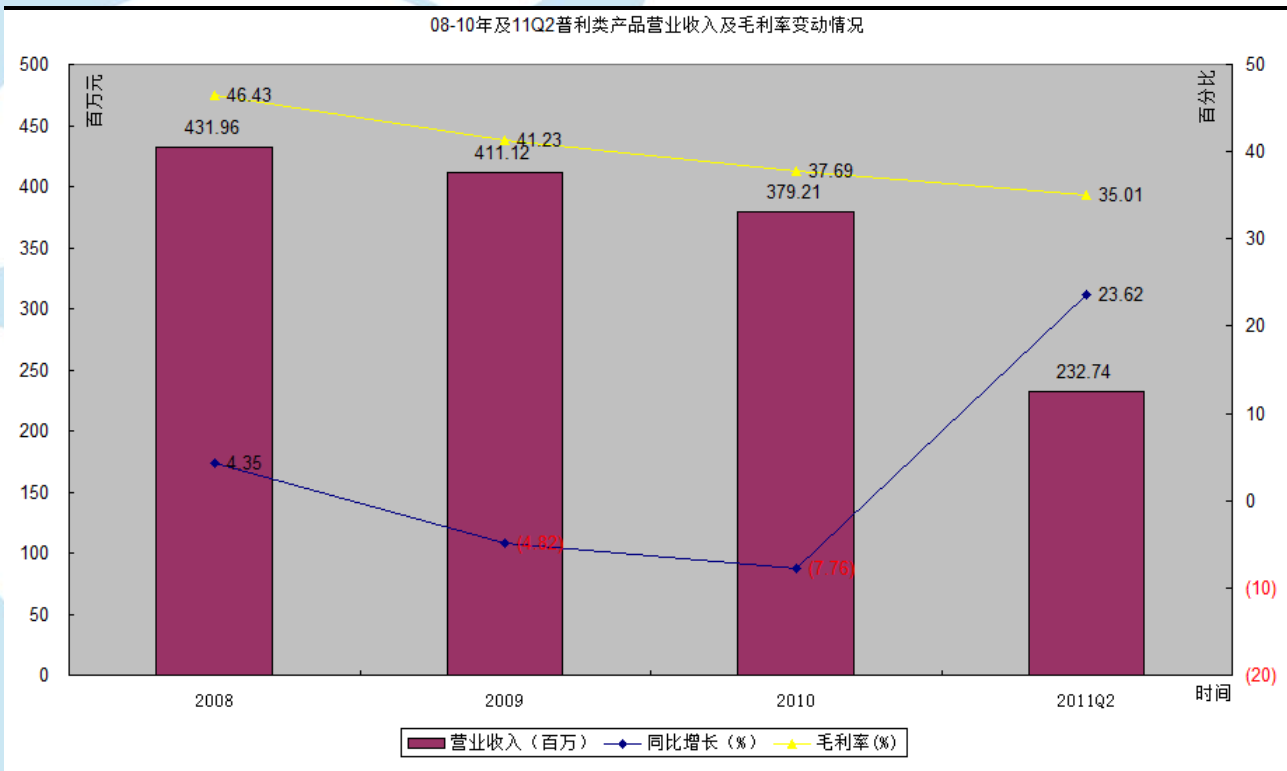


图表 1：2011 年 1-6 月公司分业务营业收入和毛利润情况



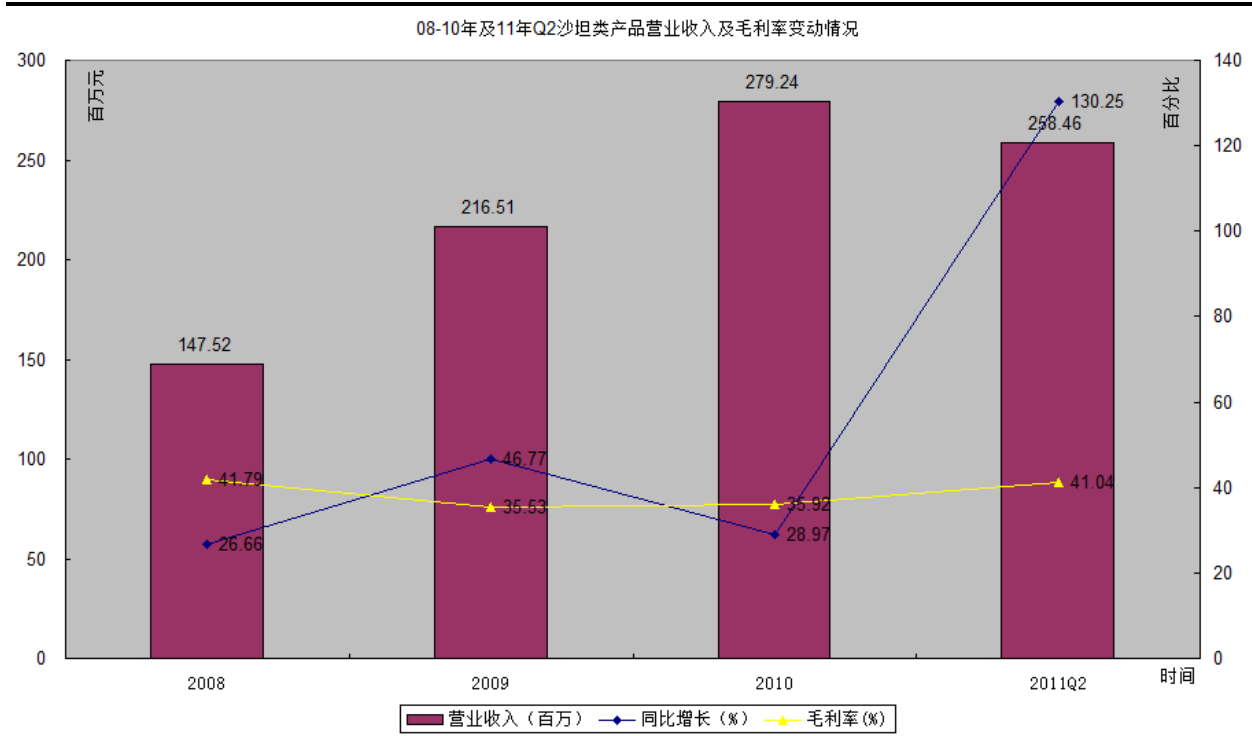
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 2：08-10 年及 11 年上半年公司普利类产品营业收入和毛利率变动情况



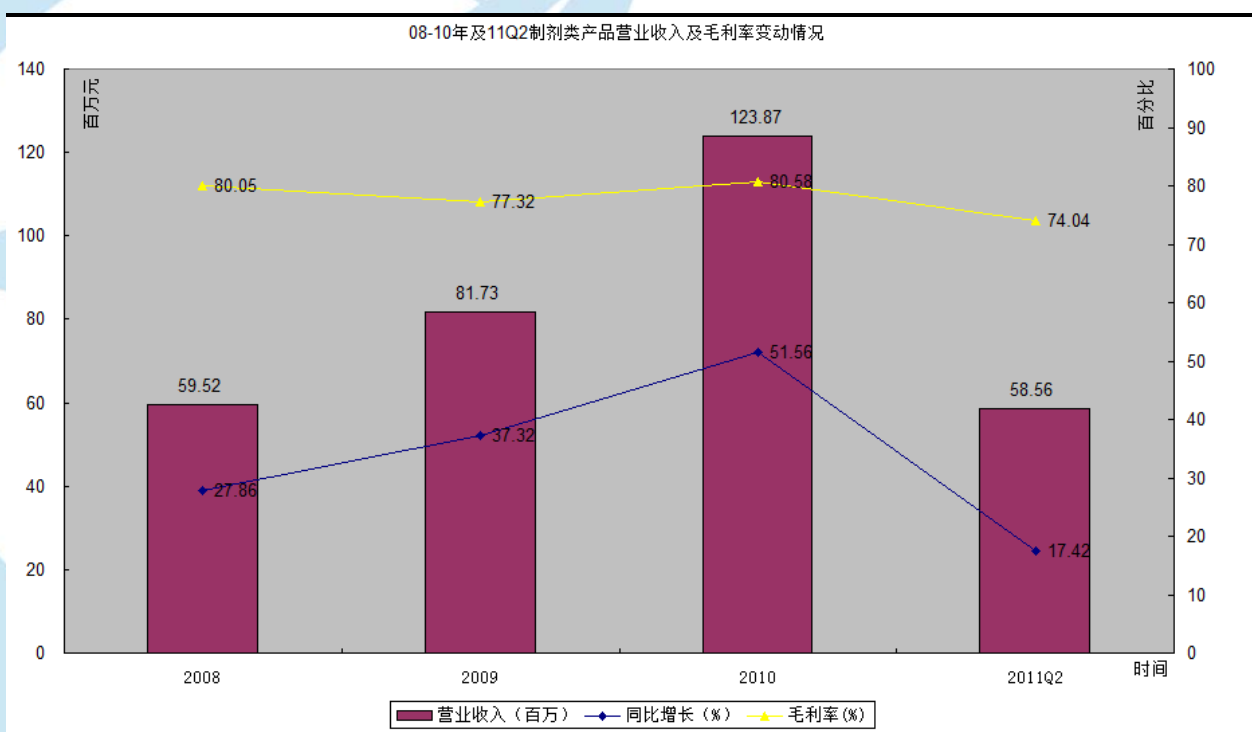
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 3：08-10 年及 11 年上半年公司沙坦类产品营业收入和毛利率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

图表 4：08-10 年及 11 年上半年公司制剂类产品营业收入和毛利率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

**图表 5：公司分产品营业收入及主要财务预测**

	08A	09A	10A	11E	12E	13E
<b>普利类原料药</b>						
营业收入（百万）	431.96	411.12	379.21	455.05	523.31	575.64
增加额（百万）	18.01	(20.84)	(31.91)	75.84	68.26	52.33
同比增长（%）	4.35	(4.82)	(7.76)	20.00	15.00	10.00
毛利率（%）	46.43	41.23	37.69	34.00	30.00	30.00
<b>沙坦类原料药</b>						
营业收入（百万）	147.52	216.51	279.24	586.40	879.61	1319.41
增加额（百万）	31.05	68.99	62.73	307.16	293.20	439.80
同比增长（%）	26.66	46.77	28.97	120.00	50.00	50.00
毛利率（%）	41.79	35.53	35.92	41.00	39.00	37.00
<b>制剂类</b>						
营业收入（百万）	59.52	81.73	123.87	161.03	257.65	412.24
增加额（百万）	12.97	22.21	42.14	37.16	96.62	154.59
同比增长（%）	27.86	37.32	51.56	30.00	60.00	60.00
毛利率（%）	80.05	77.32	80.58	72.00	70.00	65.00
<b>其他假设</b>						
销售费用/营业收入（%）	2.93	2.93	4.16	3.20	3.40	4.00
管理费用/营业收入（%）	18.51	17.95	26.21	19.91	20.00	20.00
税率（%）	10.62	15.90	26.82	22.00	25.00	25.00
备注：技术服务 11 年收入同比下降 30%，未来两年保持稳定；其他类营业收入及毛利率均与 09 年保持稳定分别为 2.62 百万元和 40%；其他原料药未来三年以 30% 的速度增长，毛利率保持稳定为 30%；11 年底子公司上海奥博生物医药科技有限公司高新技术企业认定到期，税率上调至 25%。						

数据来源：中航证券研究所，公司年报

**图表 6: 盈利预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1131	1822	2137	3106	<b>营业收入</b>	1023	1792	2129	3221
现金	223	253	238	246	营业成本	594	1086	1296	1976
应收账款	282	406	510	797	营业税金及附加	7	14	17	25
其他应收款	5	11	13	20	营业费用	43	57	72	129
预付账款	35	53	52	98	管理费用	268	357	404	612
存货	584	1091	1315	1933	财务费用	7	13	15	16
其他流动资产	1	8	9	14	资产减值损失	7	5	6	6
<b>非流动资产</b>	923	844	746	641	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	493	561	536	465	<b>营业利润</b>	97	260	317	457
无形资产	114	119	123	128	营业外收入	35	33	34	34
其他非流动资产	315	164	87	48	营业外支出	4	5	5	5
<b>资产总计</b>	2054	2666	2883	3747	<b>利润总额</b>	128	288	346	486
<b>流动负债</b>	698	1156	1181	1766	所得税	34	63	87	121
短期借款	40	252	115	265	<b>净利润</b>	94	224	260	364
应付账款	79	116	145	231	少数股东损益	-0	-0	-0	-1
其他流动负债	579	788	921	1270	<b>归属母公司净利润</b>	94	225	260	365
<b>非流动负债</b>	38	12	14	17	EBITDA	182	360	436	585
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.21	0.42	0.48	0.68
其他非流动负债	38	12	14	17					
<b>负债合计</b>	736	1168	1195	1783					
少数股东权益	21	21	20	20	<b>主要财务比率</b>				
股本	449	539	539	539	<b>会计年度</b>	<b>2010</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	146	56	56	56	<b>成长能力</b>				
留存收益	705	884	1075	1351	营业收入	10.2%	75.2%	18.8%	51.3%
归属母公司股东权益	1297	1477	1668	1944	营业利润	-43.0%	167.2%	22.0%	44.2%
<b>负债和股东权益</b>	2054	2666	2883	3747	归属于母公司净利润	-43.3%	140.2%	15.7%	40.3%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	42.0%	39.4%	39.1%	38.7%
					净利率(%)	9.1%	12.5%	12.2%	11.3%
					ROE(%)	7.2%	15.2%	15.6%	18.8%
					ROIC(%)	5.8%	12.9%	14.5%	16.6%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.8%	43.8%	41.5%	47.6%
					净负债比率(%)	25.83%	34.40%	22.17%	23.28%
					流动比率	1.62	1.58	1.81	1.76
					速动比率	0.78	0.63	0.69	0.66
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.54	0.76	0.77	0.97
					应收账款周转率	4	5	4	5
					应付账款周转率	9.09	11.16	9.94	10.50
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.42	0.48	0.68
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	-0.22	0.40	-0.06
					每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.74	3.10	3.61
					<b>估值比率</b>				
					P/E	92.66	38.58	33.35	23.77
					P/B	6.69	5.87	5.20	4.46
					EV/EBITDA	48	24	20	15

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	299	-116	214	-30
净利润	94	224	260	364
折旧摊销	78	87	104	112
财务费用	7	13	15	16
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	81	-424	-176	-550
其他经营现金流	40	-16	11	27
<b>投资活动现金流</b>	-265	-8	-7	-8
资本支出	272	0	0	0
长期投资	-3	0	-0	-0
其他投资现金流	5	-8	-7	-8
<b>筹资活动现金流</b>	-90	154	-221	45
短期借款	40	212	-137	150
长期借款	-170	0	0	0
普通股增加	150	90	0	0
资本公积增加	-108	-90	0	0
其他筹资现金流	-2	-58	-85	-105
<b>现金净增加额</b>	-62	30	-15	7



## 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

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。