

国际制剂实现商业化销售，沙坦表现持续强势

评级：
增持-A

华海药业 2012 年半年报业绩点评




上次评级： 增持-A

目标价格：
16.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 16.00 元

现价（2012 年 08 月 19 日）： 14.00 元

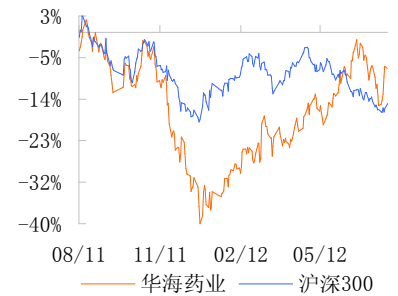
报告日期：
2012-08-20
报告关键点：

-  **2012 年半年度业绩高速增长**
-  **沙坦原料药有望继续维持强势表现**
-  **国际制剂初步实现商业化销售**

报告摘要：

- **2012 年半年度业绩高速增长。**公司 2012H1 实现营业收入 9.4 亿元，剔除房地产业务，同比增长 36%。实现归属于上市公司股东的净利润 1.64 亿元，同比增长 24%；由于 2011Q1 房地产业务实现净利润约为 4,000 万元，剔除该项内容以及股权激励费用的差异，则同比增长约为 61%，公司业绩实现高速增长。2012Q2 实现净利润 8,650 万元，环比均继续增长，显示公司经营趋势持续向好。经营活动产生的现金净额为 6,886 万元，低于当期实现的净利润，主要是由于应收账款增幅较大。公司业绩大幅增长的主要原因是沙坦原料药持续放量以及国际制剂销售快速增长。
- **沙坦原料药有望继续维持强势表现。**公司沙坦类原料药持续放量，2012 年上半年实现销售收入 4 亿元，同比增长 55%。得益于缙沙坦美国专利以及厄贝沙坦欧洲专利即将到期，沙坦原料药的高景气度仍将延续，下半年沙坦原料药环比仍有望维持快速增长。
- **国际制剂初步实现商业化销售。**2012H1 公司制剂业务实现销售收入 1.5 亿元，同比增长 156%，主要是得益于国际制剂市场的突破。随着公司国际制剂文号的不获取，国际市场销售渠道的进一步拓展，公司国际制剂业务初步实现了在国际市场的商业化销售，在公司发展历程中有着标志性的意义。与此同时，公司国内制剂业务稳步增长，制剂销售的队伍建设及市场开拓取得了一定的成效。公司无疑是目前走在制剂出口最前沿的企业，未来有望大规模地承接国际制剂的转移生产，其发展前景值得期待。
- **维持 12 个月目标价 16 元及“增持-A”的投资评级。**短期沙坦原料药助推公司业绩快速增长，长期制剂出口业务已经有所突破，公司未来数年将迎来业绩高速增长期。我们预测公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.57 元，0.73 元，0.91 元，维持公司 12 个月目标价 16 元以及“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。

总市值(百万元)	7,965.36
流通市值(百万元)	7,939.70
总股本(百万股)	547.45
流通股本(百万股)	545.68
12 个月最低/最高	9.25/16.38 元
十大流通股东(%)	64.53%
股东户数	16,259

12 个月股价表现


%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	1.12	17.46	7.46
绝对收益	(0.48)	10.14	(7.57)

陈宁浦

 021-68765361
 执业证书编号

邹敏

 021-68766073
 执业证书编号

吴永强

 010-66581629
 执业证书编号

助理行业分析师

 chennp2@essence.com.cn
 S1450512080006

首席行业分析师

 zoumin@essence.com.cn
 S1450511080003

行业分析师

 wuyq@essence.com.cn
 S1450512060001

报告联系人
朱凯旋

 021-68766571
 zhukx@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	1,022.8	1,827.6	2,045.4	2,587.3	3,140.5
Growth(%)	10.2%	78.7%	11.9%	26.5%	21.4%
净利润	93.6	216.9	311.0	399.1	500.4
Growth(%)	-43.3%	131.8%	43.4%	28.3%	25.4%
毛利率(%)	42.0%	39.6%	38.9%	38.4%	37.4%
净利润率(%)	9.1%	11.9%	15.2%	15.4%	15.9%
每股收益(元)	0.17	0.40	0.57	0.73	0.91
每股净资产(元)	2.37	2.79	3.38	3.94	4.63
市盈率	81.9	35.3	24.7	19.2	15.3
市净率	5.9	5.0	4.1	3.5	3.0
净资产收益率(%)	7.1%	14.0%	16.7%	18.4%	19.7%
ROIC(%)	9.0%	18.8%	19.2%	20.7%	23.1%
EV/EBITDA	37.4	15.8	17.5	13.8	10.9
股息收益率	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%

前期研究成果
华海药业：沙坦表现持续给力，国际制剂有所突破

2012-07-24

华海药业：沙坦坚挺支撑公司业绩，期待制剂规模化

2012-04-25

华海药业：沙坦持续放量，制剂业务超预期

2012-02-21

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2012-08-19
						财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
利润表											
营业收入	2010	2011	2012E	2013E	2014E	成长性					
1,022.8	1,827.6	2,045.4	2,587.3	3,140.5	营业收入增长率	10.2%	78.7%	11.9%	26.5%	21.4%	
减: 营业成本	593.5	1,103.3	1,249.0	1,595.0	1,965.2	营业利润增长率	-43.0%	182.1%	37.5%	27.6%	23.3%
营业税费	7.5	33.1	10.2	12.9	15.7	净利润增长率	-43.3%	131.8%	43.4%	28.3%	25.4%
销售费用	42.5	49.3	55.2	72.4	87.9	EBITDA 增长率	-26.8%	113.8%	15.6%	25.8%	23.3%
管理费用	268.1	314.4	321.1	393.3	439.7	EBIT 增长率	-41.9%	188.5%	33.8%	25.6%	23.3%
财务费用	6.9	26.2	25.0	23.9	29.1	NOPLAT 增长率	-41.9%	139.3%	37.8%	26.4%	25.4%
资产减值损失	7.1	10.9	8.0	9.0	10.0	投资资本增长率	14.9%	34.6%	17.7%	12.4%	8.0%
加: 公允价值变动收益	-	5.5	-	-	-	净资产增长率	8.8%	16.0%	21.4%	16.5%	17.3%
投资和汇兑收益	-	-21.9	-	-	-						
营业利润	97.2	274.1	376.8	480.7	592.9	利润率					
加: 营业外净收支	30.6	-1.0	12.0	12.0	10.0	毛利率	42.0%	39.6%	38.9%	38.4%	37.4%
利润总额	127.8	273.2	388.8	492.7	602.9	营业利润率	9.5%	15.0%	18.4%	18.6%	18.9%
减: 所得税	34.3	59.1	77.8	93.6	102.5	净利润率	9.1%	11.9%	15.2%	15.4%	15.9%
净利润	93.6	216.9	311.0	399.1	500.4	EBITDA/营业收入	17.7%	21.2%	21.9%	21.8%	22.2%
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	EBIT/营业收入	10.2%	16.4%	19.6%	19.5%	19.8%
货币资金	223.5	346.0	396.7	657.0	1,011.2	运营效率					
交易性金融资产	-	5.5	5.5	5.5	5.5	固定资产周转天数	164	105	113	110	109
应收账款	287.0	403.9	402.4	494.4	582.5	流动营业资本周转天数	138	95	110	103	96
应收票据	1.3	6.6	5.6	7.1	8.6	流动资产周转天数	374	247	247	232	251
预付帐款	35.1	10.6	10.6	10.6	10.6	应收帐款周转天数	85	66	69	61	60
存货	584.1	607.7	610.3	735.7	852.8	存货周转天数	191	119	108	95	92
其他流动资产	-	-	-	-	-	总资产周转天数	667	456	474	434	431
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	421	295	329	299	271
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	7.1%	14.0%	16.7%	18.4%	19.7%
投资性房地产	6.8	6.4	-	-	-	ROA	4.6%	8.3%	11.1%	11.6%	12.2%
固定资产	493.4	570.5	710.4	872.1	1,034.1	ROIC	9.0%	18.8%	19.2%	20.7%	23.1%
在建工程	303.1	487.3	533.8	520.4	462.3	费用率					
无形资产	114.4	118.6	110.7	103.5	96.6	销售费用率	4.2%	2.7%	2.7%	2.8%	2.8%
其他非流动资产	5.6	14.1	20.3	21.8	23.1	管理费用率	26.2%	17.2%	15.7%	15.2%	14.0%
资产总额	2,054.3	2,577.0	2,806.3	3,428.0	4,087.4	财务费用率	0.7%	1.4%	1.2%	0.9%	0.9%
短期债务	40.1	505.0	405.0	566.5	682.6	三费/营业收入	31.0%	21.3%	19.6%	18.9%	17.7%
应付帐款	91.8	175.4	214.9	286.7	368.3	偿债能力					
应付票据	103.0	181.1	198.5	244.7	290.7	资产负债率	35.8%	40.6%	33.8%	36.9%	37.9%
其他流动负债	312.8	99.5	87.5	122.3	162.7	负债权益比	55.8%	68.5%	51.1%	58.4%	61.0%
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	1.62	1.37	1.57	1.56	1.64
其他非流动负债	38.0	37.9	37.9	37.9	37.9	速动比率	0.78	0.76	0.89	0.95	1.07
负债总额	735.9	1,047.5	949.4	1,263.8	1,547.9	利息保障倍数	15.10	11.47	16.07	21.13	21.35
少数股东权益	21.4	1.2	1.2	1.2	1.2	分红指标					
股本	448.8	538.6	548.3	548.3	548.3	DPS(元)	0.05	0.08	0.11	0.17	0.23
留存收益	850.0	992.3	1,307.4	1,614.7	1,990.0	分红比率	32.0%	20.7%	19.5%	23.0%	25.0%
股东权益	1,318.3	1,529.6	1,856.9	2,164.2	2,539.5	股息收益率	0.4%	0.6%	0.8%	1.2%	1.6%
现金流量表	2010	2011	2012E	2013E	2014E	业绩和估值指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
净利润	93.5	214.1	311.0	399.1	500.4	EPS(元)	0.17	0.40	0.57	0.73	0.91
加: 折旧和摊销	77.6	87.6	46.6	59.7	73.7	BVPS(元)	2.37	2.79	3.38	3.94	4.63
资产减值准备	7.1	10.9	8.0	9.0	10.0	PE(X)	81.9	35.3	24.7	19.2	15.3
公允价值变动损失	-	-5.5	-	-	-	PB(X)	5.9	5.0	4.1	3.5	3.0
财务费用	6.2	24.6	25.0	23.9	29.1	P/FCF	-106.0	57.5	-56.6	24.9	17.6
投资收益	-	21.9	-	-	-	P/S	7.5	4.2	3.8	3.0	2.4
少数股东损益	-0.1	-2.8	-	-	-	EV/EBITDA	37.4	15.8	17.5	13.8	10.9
营运资金的变动	113.9	-212.5	45.6	-68.6	-41.1	CAGR(%)	62.2%	32.7%	25.9%	24.7%	24.0%
经营活动产生现金流量	299.5	197.5	436.2	423.0	572.1	PEG	1.3	1.1	1.0	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	-264.6	-363.3	-231.1	-201.1	-171.1	ROIC/WACC	0.9	1.9	2.0	2.1	2.4
融资活动产生现金流量	-90.4	304.9	-154.2	45.9	-38.1	REP	5.7	1.8	2.0	1.6	1.3

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。

吴永强，安信证券医药行业分析师。中国药科大学中药制药学士，中国药科大学微生物与生化药学硕士，武汉生物制品研究所医学免疫学博士。1 年证券行业研究经验，9 年医药行业从业经验。2011 年 3 月加盟安信证券研究中心。

分析师声明

陈宁浦、邹敏、吴永强分别声明，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

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