中航证券金融研究所
张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001
研究助理：赵浩然 S0640111110037
电话：0755-83689044、83689524
邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
zhaohao185@hotmail.con

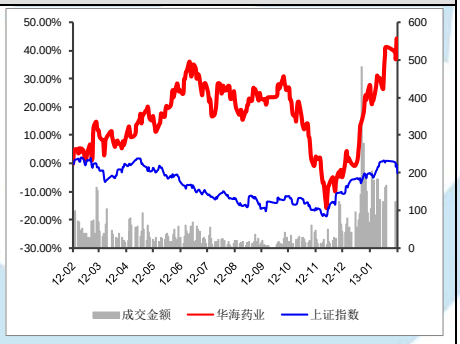
华海药业（600521）2012 年年度报告点评：制剂业务爆发、高增长有望延续

行业分类：医药生物　　2013 年 02 月 22 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	-
当前股价（13.02.22）	15.92

基础数据	
上证指数	2314.16
总股本（亿）	5.47
流通 A 股（亿）	5.46
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	87.15
每股净资产（元）	3.55
ROE（2012N）	17.58
资产负债率	39.41
动态市盈率	21.80
市净率	4.49

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

公司 2012 年年报披露：报告期内公司实现营业收入 20.14 亿元，同比增长幅度为 10.22%；利润总额为 4.02 亿元，同比增长 47.12%；归属上市公司股东的净利润为 3.41 亿元，同比增长 57.27%；基本每股收益为 0.63 元，较去年同期增长 57.5%。

利润分配预案为：向全体股东每 10 股派送现金红利 2 元（含税），转增 3 股。

投资要点：

核心业务突出，营外收入增厚当期业绩：报告期内，公司药品业务累计实现销售收入 19.80 亿元，较去年同期增长 31.07%，在当前营业收入中所占比重为 98.31%，公司核心业务突出；2012 年全年公司营业外收入 5121.67 万元，同比增长 834.25%，其中政府补助高达 5064.96 万元，营外收入对公司当期业绩增厚约 0.08 元。

制剂业务爆发，提升整体盈利水平：华海药业由传统的特色原料药出口向制剂出口的转型升级战略是我们看好公司长期发展的重要原因之一，在之前的报告中，我们也一再强调制剂业务将会是公司未来业绩增长的新亮点；2012 年，公司加大国内外制剂产品的销售力度，生产规模扩大以及同原研厂家合作深入带动制剂业务实现爆发式增长；报告期内，公司制剂业务实现销售收入 4.20 亿元，同比增长 107.38%，毛利率为 47.89%，同比下降 4.22 个百分点；同原料药业务相比较，制剂业务毛利率相对较高，其在公司主营收入中的占比的提升，将会提升公司整体的盈利水平。

沙坦持续放量，原料药业务增长稳定：报告期内，公司原料药业务累计取得营业收入 15.61 亿元，同比增长 19.26%，毛利率为 37.68%，较去年同期增长 0.4 个百分点；分产品来看，沙坦类产品持续放量，销售收入同比提升 40.94%，是带动原料药业务稳定增长的关键，而同期普利类产品则继续延续下滑趋势，收入同比下降 10.54%。

市场推广力度加大，国外依旧是重点：12 年公司销售费用 8321.69 万元，同比增长 68.88%，远高于同期收入增速（10.22%），费用的高增长显示公司市场推广力度逐步加大；从地区情况来看，公司海外市场全年营业收入为 16.36 亿元，同比增长 28.57%，在公司整体营业收入中的占比约为 81.22%，公司目前共有 16 个产品获得 ANDA，9 个制剂产品在美国上市，随着公司制剂国际化的推进，预计海外市场仍将会是公司未来一段时间内收入和利润的重要来源。

投资评级：

我们在不考虑股本变动情况下，暂调整公司 13-15 年 EPS 分别为 0.73/0.97/1.17 元（原 13-14 年分别为 0.63 元、0.78 元），对应的动态市盈率分别为 22、16、14 倍；我们认为，公司转型升级战略明确，制剂业务的爆发将带动销售收入延续高增长势头，但是市场竞争加剧、原料成本上涨有可能会持续影响公司毛利率水平，因此维持对公司的“持有”评级。

投资风险：

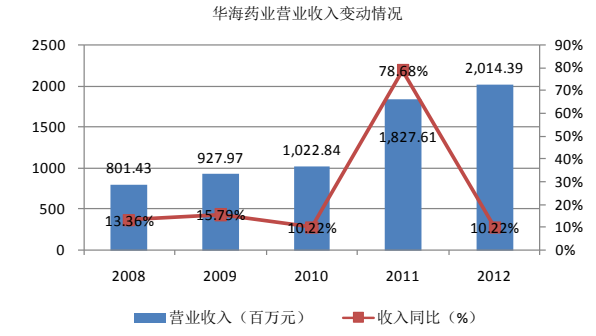
原材料成本上涨；市场开拓低于预期；新药研发风险。

股市有风险　入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

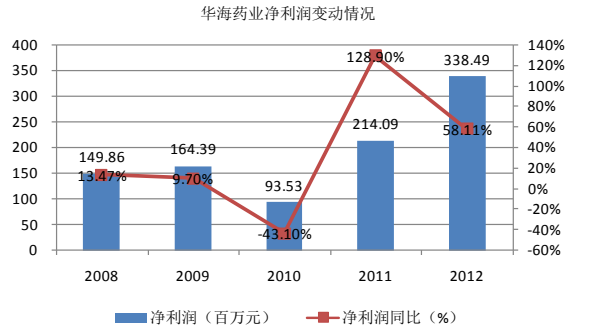
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传真：0755-83688539

图表 1：华海药业营业收入变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2：华海药业净利润变动情况

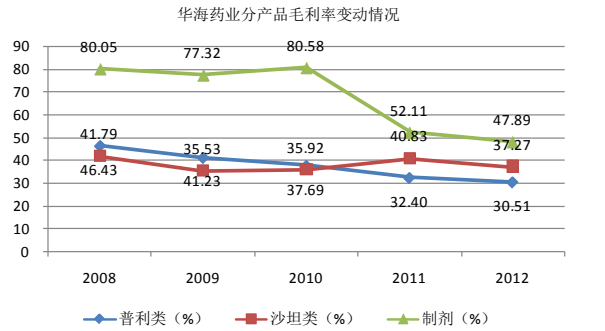


资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3：华海药业分产品收入构成变动情况

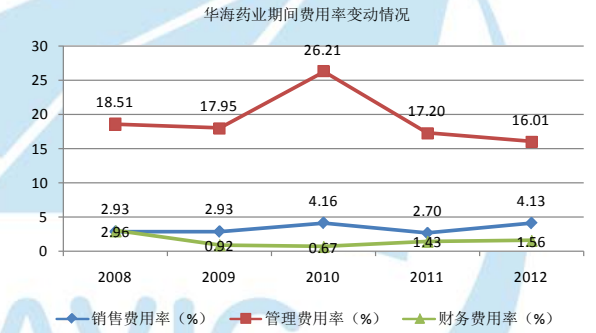
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4：华海药业分产品毛利率变动情况



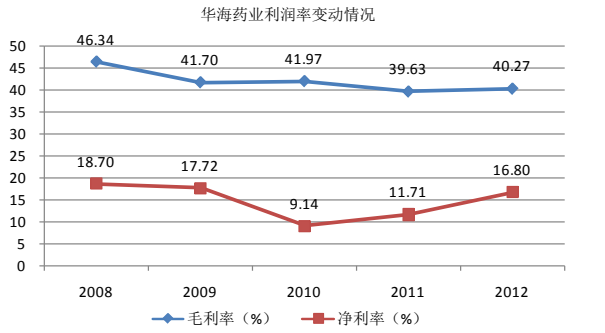
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5：华海药业费用率变动情况



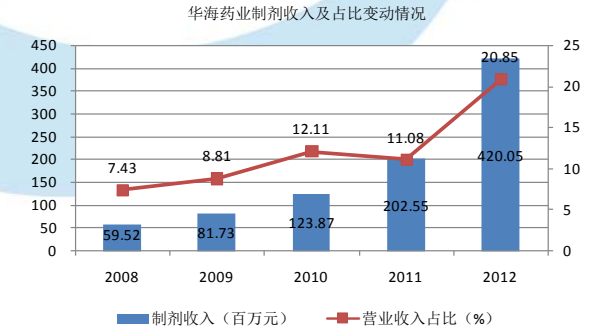
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6：华海药业利润率变动情况



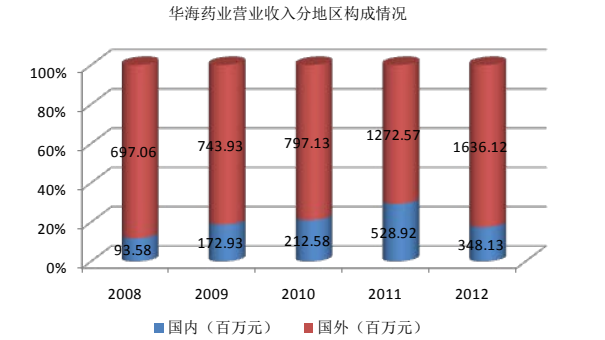
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7：华海药业制剂收入占比变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 8：华海药业营业收入分地区变动情况



资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 7：盈利预测表

报表预测						
利润表	**2010A**	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
营业收入	1022.84	1827.61	2014.39	2818.94	3580.33	4327.19
减: 营业成本	593.53	1103.30	1203.23	1746.61	2249.88	2747.77
营业税金及附加	7.48	33.11	13.28	30.08	38.21	46.18
营业费用	42.54	49.28	83.22	141.51	184.03	239.29
管理费用	268.08	314.42	322.54	387.04	444.68	511.91
财务费用	6.89	26.19	31.48	60.96	57.87	51.47
资产减值损失	7.14	10.87	9.24	9.09	9.09	9.09
加: 投资收益	0.00	-21.86	4.67	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	5.53	-0.10	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	97.18	274.12	355.97	443.64	596.58	721.49
加: 其他非经营损益	30.62	-0.97	45.90	25.18	25.18	25.18
利润总额	127.80	273.16	401.87	468.82	621.77	746.67
减: 所得税	34.27	59.07	63.37	70.32	93.26	112.00
净利润	93.53	214.09	338.49	398.50	528.50	634.67
减: 少数股东损益	-0.06	-2.82	-2.63	-3.10	-4.10	-4.93
归属母公司股东净利润	93.59	216.91	341.12	401.60	532.61	639.60
资产负债表	**2010A**	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
货币资金	184.33	253.52	160.65	28.19	95.28	175.76
应收和预付款项	323.44	421.03	545.73	716.74	822.99	944.27
存货	584.09	607.71	816.93	966.88	1116.92	1230.19
其他流动资产	0.00	5.53	5.43	5.43	5.43	5.43
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	6.77	6.39	6.01	5.20	4.40	3.59
固定资产和在建工程	796.50	1057.78	1260.27	1224.39	1173.50	1107.61
无形资产和开发支出	114.44	125.01	265.78	240.35	214.92	189.48
其他非流动资产	0.10	0.00	20.00	20.00	20.00	20.00
资产总计	2009.67	2476.97	3080.81	3207.17	3453.44	3676.33
短期借款	40.07	505.01	434.19	519.26	0.00	0.00
应付和预收款项	463.26	361.52	421.97	156.41	514.96	249.13
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	188.00	80.88	275.61	275.61	275.61	275.61
负债合计	691.32	947.42	1131.77	951.27	790.57	524.74
股本	448.84	538.61	547.45	547.45	547.45	547.45
资本公积	145.51	115.74	232.32	232.32	232.32	232.32
留存收益	702.64	873.98	1161.09	1471.05	1882.13	2375.78
归属母公司股东权益	1296.99	1528.33	1940.86	2250.82	2661.90	3155.55
少数股东权益	21.36	1.23	8.17	5.08	0.97	-3.96
股东权益合计	1318.34	1529.56	1949.04	2255.90	2662.87	3151.59
负债和股东权益合计	2009.67	2476.97	3080.81	3207.17	3453.44	3676.33
现金流量表	**2010A**	**2011A**	**2012A**	**2013E**	**2014E**	**2015E**
经营性现金净流量	305.76	211.62	251.24	25.89	848.87	351.97
投资性现金净流量	-264.63	-363.32	-443.63	-128.59	-128.59	-128.59
筹资性现金净流量	-90.37	304.94	91.63	-29.76	-653.19	-142.90
现金流量净额	-55.36	140.05	-103.13	-132.46	67.09	80.48

资料来源：wind、中航证券金融研究所

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：S0640511040001 ，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

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。

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。