

华海药业（600521）2013 年中期报告点评： 制剂业务接过成长接力棒

行业分类：医药生物

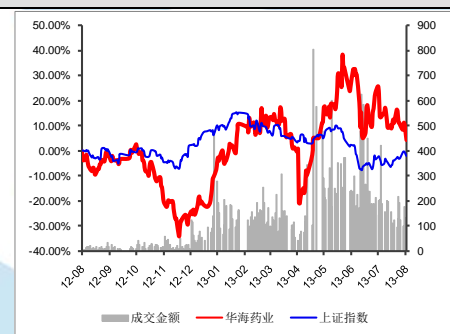
2013 年 08 月 16 日

公司投资评级	持有
6-12 个月目标价	
当前股价（13.08.16）	15.15

基础数据

上证指数	2068.45
总股本（亿）	7.85
流通 A 股（亿）	7.81
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	118.32
每股净资产（元）	3.66
ROE（2013H）	7.77%
资产负债率	33.04%
动态市盈率	25.42
市净率	4.33

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾：

公司 2013 年中期报告披露：报告期内公司实现营业收入 12.26 亿元，同比增长幅度为 30.09%；取得营业利润为 2.48 亿元，同比增加 34.14%；归属上市公司股东的净利润为 2.23 亿元，同比增长 36.39%（扣非后为 46.79%）；基本每股收益为 0.31 元，较去年同期增加 34.78%。

投资要点：

原料药增速趋于稳定：报告期内，公司原料药及中间体销售业务受环保压力、市场竞争等因素的影响增长趋于稳定，1-6 月累计实现收入 8.58 亿元，增长 10.61%，毛利率为 35.33%，同比减少 3.41 个百分点，分产品来看，普利类收入 2.12 亿，增长 0.62%，沙坦类收入 4.07 亿，同比增长 1.67%。

制剂业务持续爆发：报告期内，公司成品药销售业务则延续高增长势头，累计实现营业收入 3.58 亿元，同比增长幅度为 138.16%，毛利率也由去年同期的 48.70% 上升至 60.81%，增加 12.11%，制剂业务实现营业收入和毛利率的双增长，是推动公司当期业绩增长的主动力。

市场推广力度加大：今年上半年公司销售费用为 5766.50 万元，同比增长 75.06%，远高于同期收入增速（30.09%），公司解释为一方面公司加大制剂产品的市场推广力度，导致市场推广费大幅增加，另一方面随着销售规模的扩大，相应的销售人员工资、包装费等也相应增加；分地区来看，海外市场报告期内取得营业收入 10.28 亿元，同比增长 29.20%，在营业收入中的占比为 83.85%，报告期内公司与 Par 公司合作开发的拉莫三嗪缓释片的成功，为公司开拓其他海外市场以及后续品种进入国际市场树立样板榜样，预计未来一段时间内海外市场仍就是公司收入和利润的主要来源。

品种增加推动长期发展：随着公司营销网络的完善，品种数量增加是推动公司长期发展的关键，报告期内，公司获取美国 ANDA 文号 1 个，国内制剂生产批件及临床批件各 1 个，欧洲注册新批准产品 2 个，申报美国 FDA 产品 2 个，品种国际化的推进为公司海外市场的持续增长打下坚实的基础，国内方面，公司已有 33 种药品 70 多个文号在 CFDA 等待审批，预计随着国内外研发注册资源的整合，国内获批制剂品种数量也将取得突破。

投资评级：

我们认为，上半年公司制剂业务毛利率大幅增长，使得整体业绩超出我们预期，依据公司中期年报，并考虑公司股本变动的因素，暂调高公司 13-15 年 EPS 分别为 0.60/0.81/1.06 元（原在未考虑股本变动的前提下，分别为 0.73、0.97、1.17 元），对应的动态市盈率分别为 25、19、14 倍；公司由原料药到制剂的转型升级战略明确，随着制剂业务的拓展，未来高增长依旧可期，但综合考虑当前 A 股市场环境，我们继续维持对公司的“持有”评级。

投资风险：

海外市场开拓风险· 市场竞争风险· 新药研发风险

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

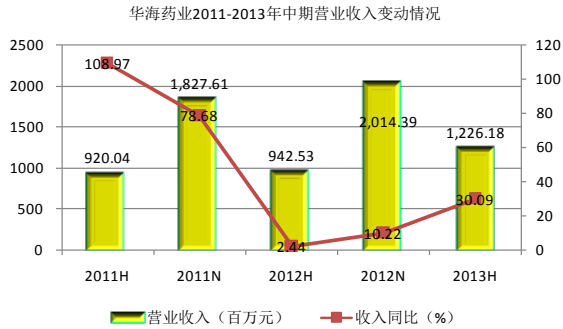
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

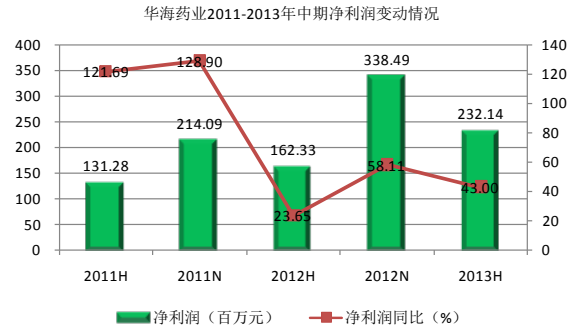
传真：0755-83688539

图表 1: 华海药业营业收入变动情况



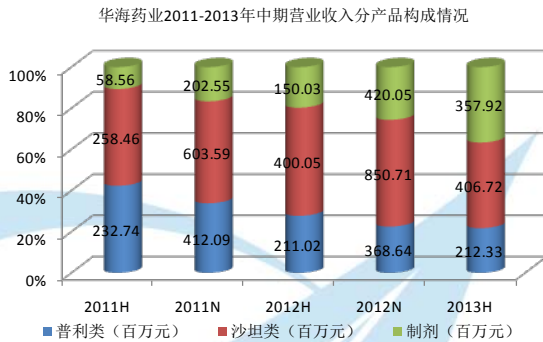
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 2: 华海药业净利润变动情况



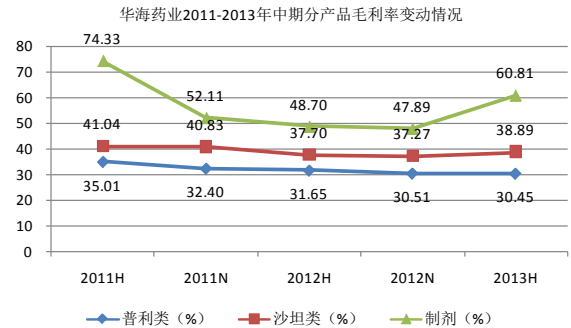
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 3: 华海药业分产品收入构成变动情况



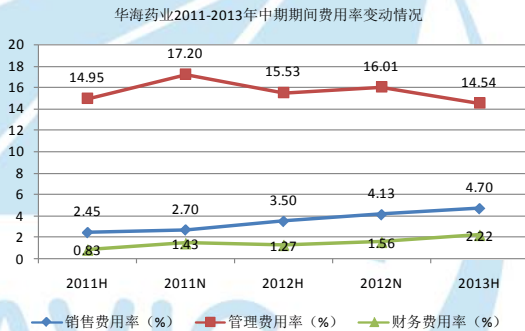
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 4: 华海药业分产品毛利率变动情况



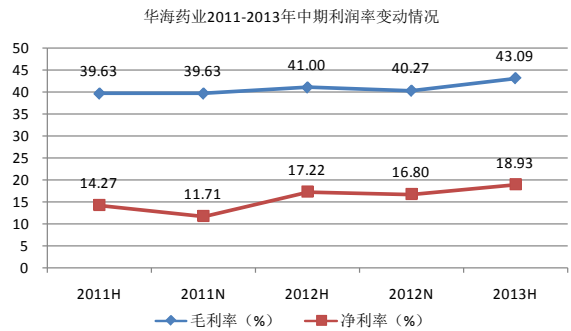
资料来源:公司报告、中航证券金融研究所

图表 5: 华海药业期间费用率变动情况



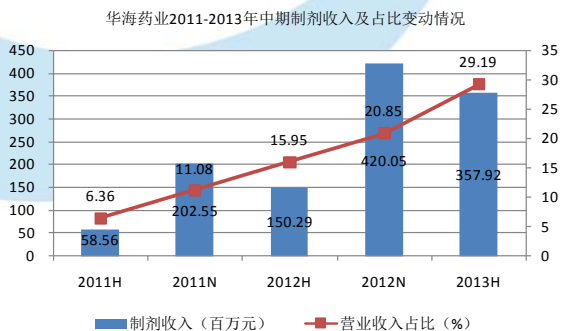
资料来源:wind、中航证券金融研究所

图表 6: 华海药业利润率变动情况



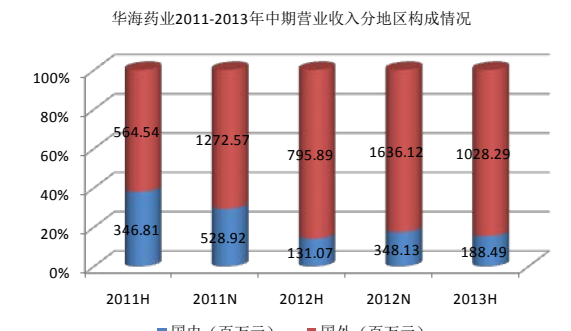
资料来源:wind、中航证券金融研究所

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 9: 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	2606.22	3400.59	4308.89
减: 营业成本	593.53	1103.30	1203.23	1450.62	1916.58	2462.96
营业税金及附加	7.48	33.11	13.28	27.81	36.29	45.98
营业费用	42.54	49.28	83.22	145.69	189.41	246.04
管理费用	268.08	314.42	322.54	403.18	483.90	557.14
财务费用	6.89	26.19	31.48	48.59	44.71	44.61
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	521.24	720.62	943.08
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	546.42	745.80	968.26
减: 所得税	34.27	59.07	63.37	81.96	111.87	145.24
净利润	93.53	214.09	338.49	464.46	633.93	823.02
减: 少数股东损益	-0.06	-2.82	-2.63	-3.61	-4.92	-6.39
归属母公司股东净利润	93.59	216.91	341.12	468.07	638.86	829.41
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	184.33	253.52	160.65	26.06	215.61	645.37
应收和预付款项	323.44	421.03	545.73	618.85	839.58	914.84
存货	584.09	607.71	816.93	664.58	1110.52	993.32
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	2804.87	3583.95	3879.65
短期借款	40.07	505.01	434.19	159.61	0.00	0.00
应付和预收款项	463.26	361.52	421.97	62.95	513.49	175.43
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	498.17	789.10	451.04
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	1522.36	2015.43	2655.59
归属母公司股东权益	1296.99	1528.33	1940.86	2302.13	2795.21	3435.36
少数股东权益	21.36	1.23	8.17	4.57	-0.36	-6.75
股东权益合计	1318.34	1529.56	1949.04	2306.69	2794.85	3428.61
负债和股东权益合计	2009.67	2476.97	3080.81	2804.87	3583.95	3879.65
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	389.05	625.05	737.93
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	-395.04	-306.91	-179.57
现金流量净额	-55.36	140.05	-103.13	-134.59	189.55	429.76

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

赵浩然，SAC执业证书号：S0640513070002，南开大学理学学士、天津大学理学硕士，2011年6月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

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。