

化学原料药

周锐

0755-82026719

华海药业

600521

推荐

普利稳定，沙坦放量，制剂突破

华海药业 2009 年实现每股收益 0.55 元，略超市场预期，分配预案为 10 转增 5 派 1 元。

投资要点:

6-12 个月目标价: 30.00 元

当前股价: 26.53 元

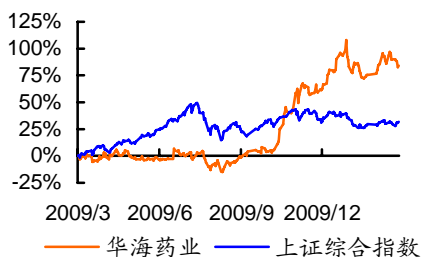
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3067.75
总股本(百万)	299
流通股本(百万)	299
流通市值(亿)	79
EPS (TTM)	0.52
每股净资产(元)	3.69
资产负债率	27.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华海药业	4.12	13.96	87.36
上证综合指数	0.00	-1.48	3.55



相关报告

《华海药业-自主申报和国际合作共同助推公司业务升级》2009-3-26

《华海药业-沙坦和国内制剂增长态势明显，业绩增长确定性增强》2009-3-16

■ **营业外收入大增，利润略超预期。**华海药业 2009 年营业收入同比增长 15.8%，归属于母公司的净利润同比增长 9.9%；变化大的财务指标有：汇兑损失减少导致财务费用大减，商品房处置收益和政府补助导致营业外收入大增，国产设备抵税减少导致所得税大增。

■ **09 年单季收入利润创下历史新高。**09 年 4 季度华海药业单季收入同比增长 44%，归属于母公司净利润同比增长 18.6%，绝对金额双双创下历史新高，单季实现 EPS0.21 元。

■ **普利稳定沙坦放量，制剂突破。**

普利类原料趋于成熟，预计未来收入趋于稳定，毛利率略有下降；

随着氯沙坦等产品国际专利的过期，沙坦加速放量，同比增长 46.76%，09 年下半年销售过亿，毛利率有所回升，随着公司投资 170 吨沙坦类原料生产线，公司将成为全球最大的沙坦原料生产基地；

制剂业务 09 年下半年环比增长 72.4%，其中国内制剂市场贡献很大；随着海外制剂认证的推进及和默克等跨国公司合作的增长，海外制剂市场将大幅增长。

■ **海外制剂市场有可能导致公司业绩超预期，维持推荐评级。**单纯依赖沙坦放量难以推动公司高速增长，但目前公司国内外制剂市场都在逐步突破，公司产业升级正在进行中，海外制剂市场的进展有可能推动公司业绩超预期。在保守预测海外制剂销售增长的前提下，我们预测公司 10-12 年 EPS 为 0.72、0.93、1.21 元，维持推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	928	1195	1555	2079
同比(%)	16%	29%	30%	34%
归属母公司净利润(百万元)	164	215	277	361
同比(%)	10%	31%	29%	30%
毛利率(%)	41.7%	41.6%	41.2%	40.5%
ROE(%)	13.8%	15.3%	16.9%	18.6%
每股收益(元)	0.55	0.72	0.93	1.21
P/E	48.12	36.71	28.49	21.85
P/B	6.66	5.63	4.83	4.07
EV/EBITDA	32	23	18	14

资料来源: 中投证券研究所

1. 营业外收入大增，利润略超预期

华海药业 2009 年营业收入同比增长 15.8%，营业利润同比小幅增长，利润总额同比增长 16.6%，归属于母公司的净利润同比增长 9.9%。

其中变化比较大的指标有：

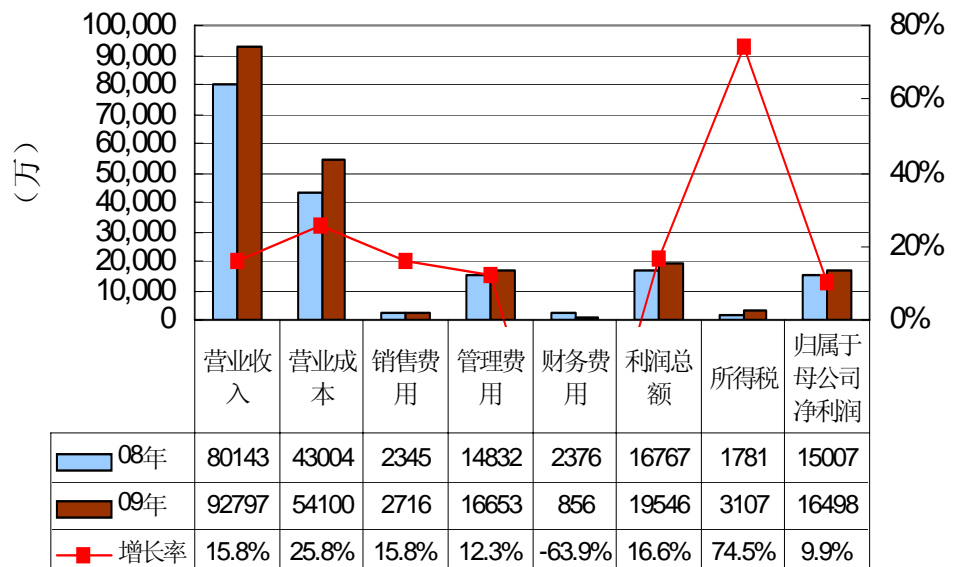
营业成本增长快于营业收入，主要由于普利和沙坦毛利率的下降；

财务费用同比大幅下降，原因在于人民币升值导致的汇兑损失减少（08 年同期有 723 万汇兑损失），同时还有借款数量减少，汇票贴现率下降等原因；

营业外收入大幅增长，主要是出售了商品房得到处置收益 1600 万，同时受到政府补助 1677.6 万，其中技术进步创新资金 1000 万；

所得税大幅增长主要原因在于当期国产设备抵税的优惠大幅减少（08 年同期有 905 万国产设备抵税）。

图 1：华海药业 09 年主要盈利性指标变化

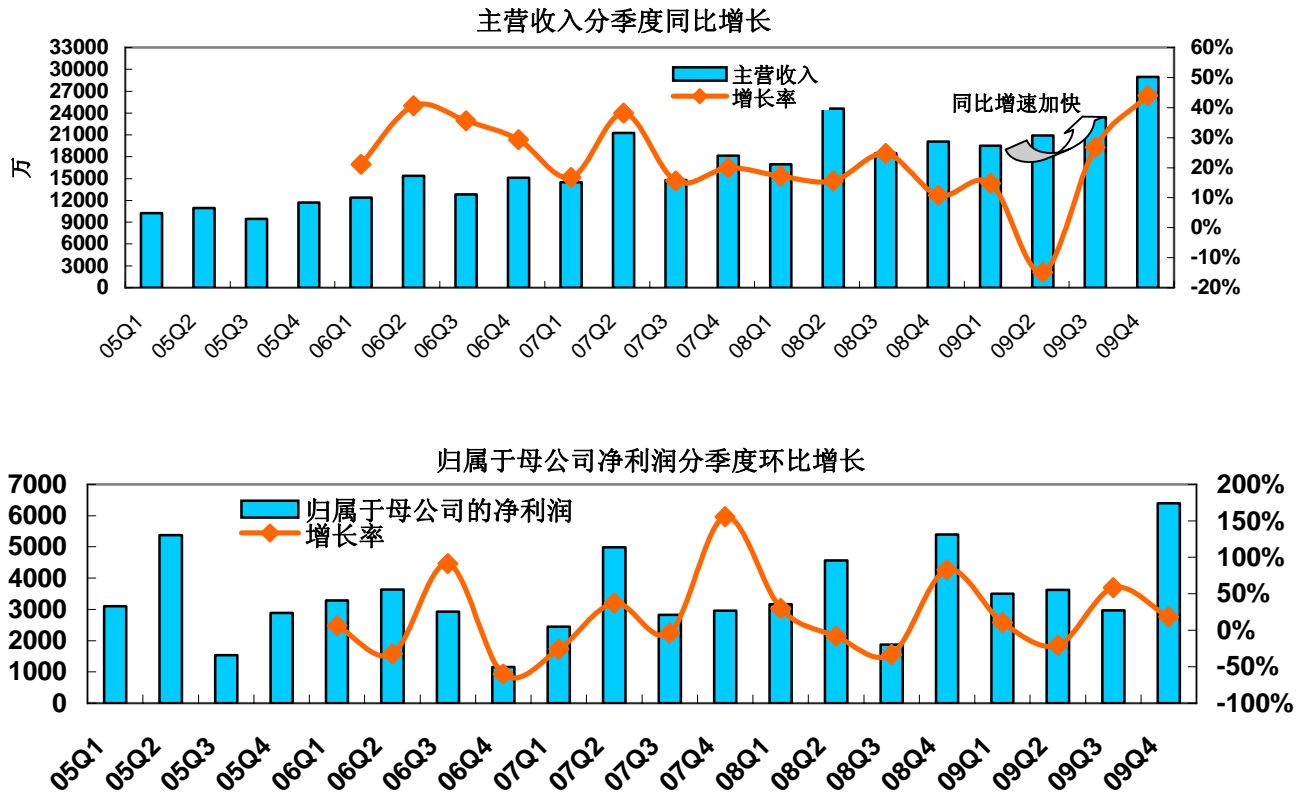


资料来源：华海药业 09 年年报、中投证券研究所

09 年 4 季度，华海药业销售收入和归属于母公司的净利润都创下历史单季新高，收入达到 2.89 亿，归属于母公司的净利润达到 6400 万，单季 EPS 达到 0.21 元，同比增速继续加快，4 季度单季收入同比增速达到 44%，归属于母公司的净利润同比增长 18.6%。

4 季度环比 09 年 3 季度，归属于母公司的净利润环比达到 115.3%。

图 2：华海药业分季度数据



资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

表 1：华海药业的季度盈利性数据

财务指标 (万)	08 年		08 年		09 年		09 年		09 年 4Q 同比	4Q 环比
	1Q	2Q	3Q	4Q	1Q	2Q	3Q	4Q		
营业总收入	16972	24587	18487	20097	19494	20938	23425	28939	44.0%	23.5%
营业成本	8653	13570	11047	9735	10479	11812	14829	16980	74.4%	14.5%
营业费用	571	557	599	617	554	622	633	907	47.0%	43.5%
管理费用	3666	3318	3527	4321	4144	3602	3922	4985	15.4%	27.1%
财务费用	665	873	327	511	386	167	31	273	-46.5%	784.7%
营业利润	3284	5802	3067	4695	3669	4518	3717	5137	9.4%	38.2%
利润总额	3192	5470	2984	5121	3782	4537	3654	7574	47.9%	107.3%
所得税	52	894	1107	-272	310	926	707	1164	-	64.6%
归属于母公司净利润	3167	4565	1877	5398	3500	3626	2972	6400	18.6%	115.3%
EPS	0.11	0.15	0.06	0.18	0.12	0.12	0.10	0.21	0.03	0.11
毛利率	49.00%	44.81%	40.25%	51.56%	46.25%	43.58%	36.70%	41.33%	-10.24%	4.63%
营业费用率	3.40%	2.27%	3.24%	3.07%	2.84%	2.97%	2.70%	3.14%	0.06%	0.44%
管理费用率	21.60%	13.49%	19.08%	21.50%	21.26%	17.20%	16.74%	17.23%	-4.27%	0.48%
财务费用率	3.90%	3.55%	1.77%	2.54%	1.98%	0.80%	0.13%	0.94%	-1.60%	0.81%
营业利润率	19.40%	23.60%	16.59%	23.36%	18.82%	21.58%	15.87%	17.75%	-5.61%	1.88%
实际所得税率	1.60%	16.35%	37.10%	-5.31%	8.20%	20.41%	19.36%	15.37%	20.69%	-3.98%

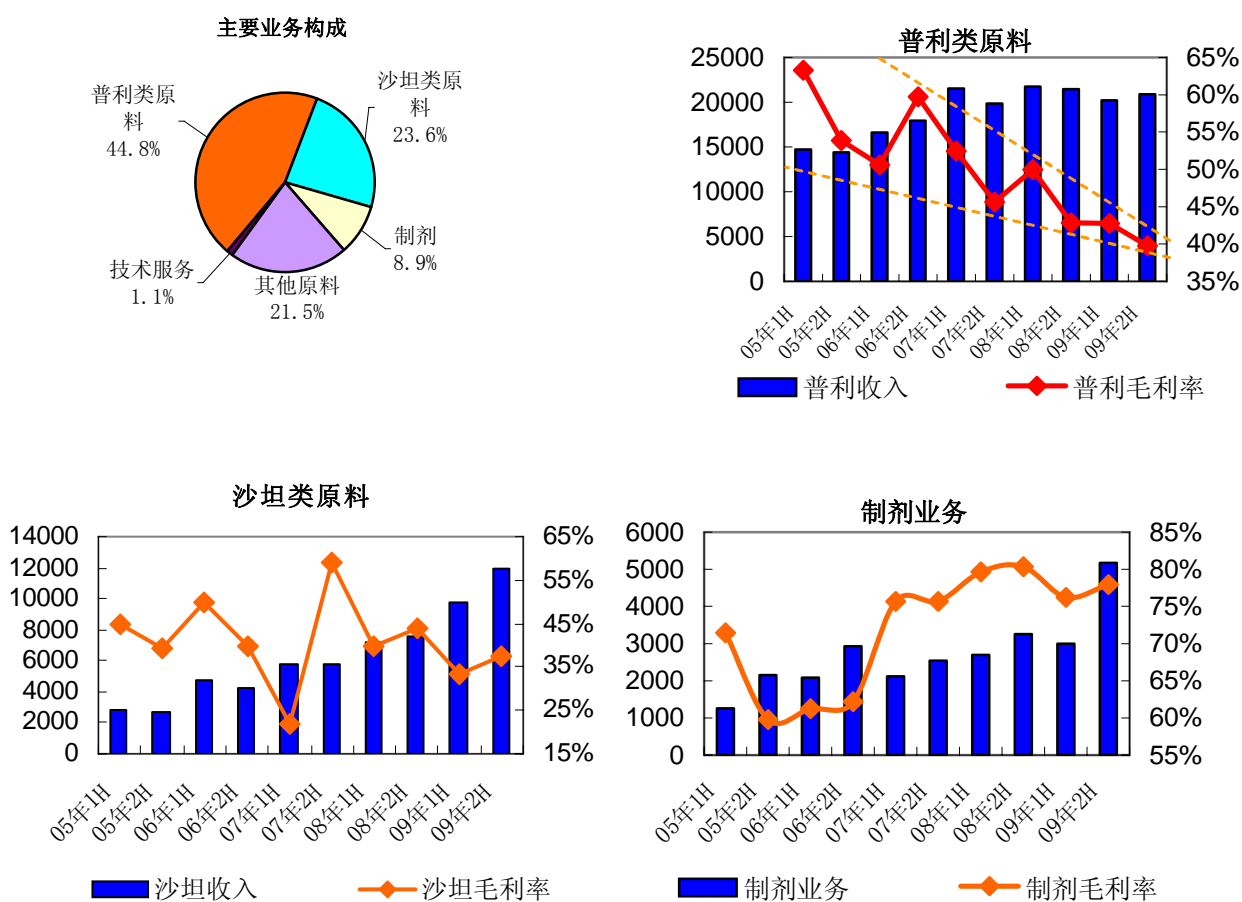
资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

2. 沙坦和制剂业务是增长的主要推动力

普利类产品是华海最大的一类产品，工艺壁垒较高，但由于产品线日趋成熟，虽然销售量仍在增长，但产品价格数年来一直呈现下行趋势，使得销售收入几乎没有增长，同时毛利率持续下降，制约公司业绩增长；

沙坦类药物目前放量趋势明显，09 年同比收入增长达到 46.76%，并且 09 年下半年环比上半年增长 23.1%；毛利率虽然同比有所下降，但 09 年下半年较 09 年上半年有所回升，总体维持在稳定的状态；

图 3：华海主要产品增长情况



资料来源：华海药业历年报表、健康网、中投证券研究所

制剂业务同比大幅增长 37.32%，下半年销售额达到 5173 万，环比增长幅度 72.45%，这主要来自于抗抑郁药帕罗西汀和普利类制剂的贡献；

海外制剂方面，2010 年华海通过自主申报和合作方式将获得多个 ANDA 文号，这将促使公司海外制剂业务有可能实现爆发式增长。

除了以上业务外，公司其他原料药业务规模也已经接近 2 亿，其中主要是

艾滋病药物及其他药物中间体，这部分业务的毛利率基本上与沙坦相当，也对公司增长构成推动。

3. 未来发展趋势和盈利预测

公司提出 2010 年销售收入目标为 12 亿元，较 2009 年同比增长 31.9%。

我们认为，单纯靠沙坦原料药放量，公司实现高速增长的难度较大，但目前公司国内制剂高速增长态势已经形成，海外制剂市场也在拓展过程中，与默克专利药品的制剂委托价格协议使得公司在合同制生产方面上了台阶。

在对未来制剂出口预测相对保守的前提下，我们对华海药业 10-12 年的盈利预测为 0.72、0.93 和 1.21 元，维持推荐的投资评级，海外制剂市场的突破有可能导致公司业绩超预期。

表 2: 华海药业分产品预测

产品分类	2009	2010E	2011E	2012E
原料药	82196	103628	131658	170646
毛利率	37.4%	37.3%	36.7%	36.2%
1、普利类	41112	43167	44462	45796
毛利率	41.2%	41.0%	40.0%	39.0%
2、沙坦类	21651	34641	51962	75344
毛利率	35.5%	36.5%	37.0%	37.0%
3、其它原料药	14433	17320	20784	24941
毛利率	31.7%	31.7%	31.7%	31.7%
制剂	8173	14509	22538	35976
毛利率	77.3%	69.5%	65.2%	59.8%
合计	92797	119455	155513	207939
毛利率	41.7%	41.6%	41.2%	40.5%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	996	1250	1586	2059	营业收入	928	1195	1555	2079
现金	283	331	383	439	营业成本	541	698	915	1237
应收账款	201	259	337	450	营业税金及附加	9	11	15	19
其它应收款	7	9	12	16	营业费用	27	33	44	58
预付账款	6	8	11	15	管理费用	167	191	249	333
存货	492	635	832	1126	财务费用	9	12	11	11
其他	6	8	11	15	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	740	753	755	739	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	1	1	1
固定资产	437	557	608	617	营业利润	170	250	323	422
无形资产	107	104	102	99	营业外收入	32	10	10	10
其他	196	92	46	22	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	1735	2003	2341	2798	利润总额	195	253	326	425
流动负债	349	405	508	660	所得税	31	38	49	64
短期借款	0	0	0	0	净利润	164	215	277	361
应付账款	52	67	88	118	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他	297	338	420	541	归属母公司净利润	165	216	279	363
非流动负债	174	170	170	170	EBITDA	248	337	432	549
长期借款	170	170	170	170	EPS (元)	0.55	0.72	0.93	1.21
其他	4	0	0	0					
负债合计	523	575	678	830	主要财务比率				
少数股东权益	20	19	18	16	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	299	299	299	299	成长能力				
资本公积	253	253	253	253	营业收入	15.8%	28.7%	30.2%	33.7%
留存收益	641	857	1092	1400	营业利润	1.2%	46.6%	29.1%	30.7%
归属母公司股东权益	1192	1409	1645	1952	归属于母公司净利润	9.9%	31.1%	28.8%	30.4%
负债和股东权益	1735	2003	2341	2798	获利能力				
					毛利率	41.7%	41.6%	41.2%	40.5%
					净利率	17.8%	18.1%	17.9%	17.5%
					ROE	13.8%	15.3%	16.9%	18.6%
					ROIC	16.1%	20.6%	23.0%	25.4%
					偿债能力				
					资产负债率	30.1%	28.7%	29.0%	29.6%
					净负债比率				
					流动比率	2.85	3.09	3.12	3.12
					速动比率	1.43	1.51	1.47	1.40
					营运能力				
					总资产周转率	0.57	0.64	0.72	0.81
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	11.87	11.76	11.85	12.01
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.55	0.72	0.93	1.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.06	0.58	0.69	0.74
					每股净资产(最新摊薄)	3.98	4.71	5.50	6.52
					估值比率				
					P/E	48.12	36.71	28.49	21.85
					P/B	6.66	5.63	4.83	4.07
					EV/EBITDA	32	23	18	14

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518048
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层
邮编: 100031
传真: (010) 66276939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434