

动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

华海药业 (600521)

调研简报

谨慎推荐

(维持评级)

2010年3月26日

期待产业升级

分析师: 陈栋 chendong1@guosen.com.cn 021-60933147

分析师: 贺平鸽 hepg@guosen.com.cn 0755-82133396

事项:

近期我们调研了华海药业, 与公司高管进行了交流。我们认为:

- 未来2年华海药业收入增长将主要来源于沙坦类专利集中到期带来的销量提升、国内制剂收入的快速增长以及制剂出口的突破, 费用率的下降将部分抵消毛利率下降的影响; 预计10-12年EPS分别为0.70、0.95和1.24元, 同比增长27%、36%和30%。
- 华海药业是国内能够承接国外制剂转移生产的极少数企业之一, 本次股权激励获批将能激发业绩释放动力。从近年业绩轨迹看, 特色原料药业务不可避免使业绩波动, 并屡低于市场预期, 产业升级是唯一出路。我们预计合同转移生产有望从2011起有力推动业绩增长, 中期则看制剂出口业务的壮大。公司逐步具备了厚积薄发的条件, 有望实现从原料药企到原料-制剂一体化国际中型药企的升级, 但在这个过程中业绩仍将充满不确定性。目前10-12PE37x、27x、21x, 短期看估值偏高, 但若预期中即将到来的高成长能够实现, 或者超预期, 则估值有望随时间推移得以消化, 维持“谨慎推荐”评级。

评论:

■ 2009年业绩回顾: 主业业绩下滑, 非经常性损益贡献大

- 09年公司实现营业收入9.28亿元, 同比增长15.8%, 净利润1.65亿元, 同比增长9.9%, EPS0.55元。扣除非经常性损益后的净利润为1.41亿元, 同比下降5.5%, 扣非后每股收益0.47元, 低于预期。子公司房产项目的1.4亿预售房款使每股经营性现金流达到了1.06元。
- 09年主导产品普利、沙坦类产品价格下降较多, 使综合毛利率减少4.3个百分点至41.5%, 细分来看:
 - ✓ 普利类销量增长30%, 但销售额下降4.8%至4.1亿元, 同期毛利率也下降5.2个百分点至41.2%;
 - ✓ 沙坦类销量接近翻番, 销售额增长46.8%至2.1亿元, 毛利率下降6.3个百分点至35.5%;
 - ✓ 制剂产品收入增长37.3%至8173万, 毛利率略降2.7个百分点至77.3%。
- 公司三项费用控制较好: 09年销售费用率2.93%, 同比持平; 管理费用率下降0.56个百分点至18.0%, 汇兑损益减少使财务费用下降超过2个百分点。
- 非经常性损益提升公司业绩: 09年公司收到1678万政府补贴, 处置房产也贡献了1320万收益, 而08年非经常性损益对利润的影响只有37万。

■ 10-11 年沙坦放量将支撑业绩增长

- 短期内公司业绩还靠特色原料药支撑，其中普利类预计 10 年价格平稳或有所反弹，销量小幅上涨。
- 沙坦类方面华海已能生产所有的沙坦品种，已完成美国、欧洲的所有注册，生产规模已是全球最大，规模优势使得成本降低，并且工艺技术和质量都一流，在业界具有话语权。氯沙坦 2010 年专利到期等会使销量大幅上升；厄贝沙坦、缬沙坦专利也将在 11-12 年到期，制剂厂需要提前半年进货，因此 2011 年这 2 个品种也会放量。预计今年沙坦类的价格不会大幅下降，公司将通过扩大生产规模、改进技术来降低成本，10 年销售额有望超过 3 亿元。

■ 定制生产将有望从 11 年下半年开始贡献收入

- 中国在转移生产方面的优势体现在：自产中间体以降低低本（印度从中国进口中间体）、生产环境与配套设施完善、不会对合作方的制剂业务产生威胁（中国现在还没有对欧美大规模出口制剂）；但语言环境和法规上不如印度。
- 原研药企每个品种通常会选 1 家印度企业和 1 家中国企业，考虑的因素包括生产规模、价格、低税，华海满足前两个条件；目前国内能承接转移生产的企业只有华海和海正，但两者的业务不重合没有竞争。
- 公司与主要合作伙伴默克、诺华的合作进展顺利，今年 3 月公告的与默克的合作项目预计将在 11 年中期获得 FDA 许可，开始向默克供货并产生收入。
- 华海坚持走原料-制剂一体化的代工路线，不进行单纯的制剂代工生产，公司将力争在 3-5 年内成为原研药企的核心供应商，占据先发优势以形成长期稳定合作关系。

■ 多途径获取欧美药品文号，制剂出口与内销并重

- 华海美国公司有多人专职进行制剂认证，通过自主研发申报（每个文号费用 100 万美元以上）、转移生产的联合申报、收购文号（每个费用 30-40 万美元）等方式获取欧美的制剂文号；10 年有望获 2 个自主申请的 FDA 制剂文号。
- 在美国的销售平台已建立，共有 5 名销售人员，采取与大型代理商合作、与仿制药企/原研药企合作（补充其产品线）等销售途径，明后年出口欧洲的销售额会上来。公司也在力推自主品牌的药品在欧美销售。
- 09 年制剂出口 100 万美元左右，100 亿片制剂产能的 1 期工程（33 亿片）在 10 年底可以达产，10 年的销售目标为 1500 万美元（合 1 亿元），11 年销售目标 3000 万美元。
- 公司再次开始重视国内制剂业务，目前在研和申报的品种有近 40 个，计划将销售队伍逐步扩大到 800-1000 人。

■ 技术与管理团队目前稳定，股权激励释放业绩动力

- 公司股权激励方案已获股东会批准，将对 113 人授予 1875 万份期权，占总股本的 6.3%；三个行权期为授权日起的第 12 月、24 月、36 月后至第 60 月；行权条件为各行权期前一年度加权平均净资产收益率不低于 12%，且净利润相对 09 年的增速分别不低于 15%、30%和 50%；行权价为 14.02 元，比昨日收盘价低 12 元。方案的实施将增强管理和技术团队的稳定性和积极性，有利于业绩的释放。
- 已引进 20 余位海外技术人才，对于引进的人才，只让其负责技术方面而不涉及具体行政管理，从而最大限度的避免与华海原来管理层的权利分割，因此引进的人才均在华海发挥了作用。

■ 期待产业升级和厚积薄发，维持“谨慎推荐”评级

- 预计公司 10 年收入增长 28%，11 年增长 32%，未来 2 年收入增长将主要来源于沙坦类专利集中到期带来的销量提升、国内制剂收入的快速增长以及制剂出口的突破，费用率的下降将部分抵消毛利率下降的影响；我们预测 10-12 年 EPS 分别为 0.70、0.95 和 1.24 元，同比增长 27%、36%和 30%，当前 PE 分别为 37X、27X 和 21X。
- 公司表示，2015 年销售目标为 50 亿元。从全球制药产业链转移（从原料转移升级为制剂转移）的大趋势看，公司有望厚积薄发，实现从原料药企到原料-制剂一体化国际中型药企的升级，但这个过程将是曲折的，业绩仍可能充满不确定性。短期看估值偏高，但有望被预期中即将到来的高成长而消化，因此维持“谨慎推荐”评级。

表：华海药业主要产品分类及预测（万元）

收入预测	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
原料药与中间体	645	720	822	968	1205	1505
同比增长	29.1%	11.5%	14.2%	17.8%	24.5%	24.9%
毛利率	43.6%	42.2%	37.4%	35.9%	34.8%	33.8%
其中：普利类	414	432	411	432	445	458
同比增长	19.9%	4.4%	-4.8%	5.0%	3.0%	3.0%
毛利率	49.2%	46.4%	41.2%	39.0%	37.5%	36.0%
沙坦类	116	148	217	303	485	727
同比增长	28.7%	26.7%	46.8%	40.0%	60.0%	50.0%
毛利率	40.5%	41.8%	35.5%	36.0%	35.0%	34.0%
其他原料药	115	140	194	233	275	319
同比增长	79.9%	22.2%	38.6%	20.0%	18.0%	16.0%
毛利率	26.5%	29.5%	31.3%	30.0%	30.0%	30.0%
制剂	47	60	82	185	315	465
同比增长	-7.1%	27.9%	37.3%	126.0%	70.3%	47.7%
毛利率	75.7%	80.1%	77.3%	75.0%	72.5%	70.0%
其中：内销	47	60	75	108	143	185
出口			8	77	172	280
产品收入总计	692	779	904	1153	1519	1969
同比增长	25.8%	12.6%	16.0%	27.6%	31.8%	29.6%
综合毛利率	45.7%	45.1%	41.0%	42.2%	42.6%	42.3%

资料来源：国信证券经济研究所预测

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	283	223	239	300	营业收入	928	1184	1560	2022
应收款项	214	292	385	499	营业成本	541	676	885	1153
存货净额	492	676	896	1185	营业税金及附加	9	12	16	20
其他流动资产	6	12	16	20	销售费用	27	35	47	61
流动资产合计	996	1203	1535	2003	管理费用	167	205	267	343
固定资产	621	674	708	713	财务费用	9	11	11	11
无形资产及其他	107	103	100	96	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	(6)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1735	1991	2353	2824	营业利润	170	242	332	432
短期借款及交易性金融负债	20	20	20	20	营业外净收支	25	5	5	5
应付款项	117	150	198	262	利润总额	195	247	337	437
其他流动负债	212	268	354	465	所得税费用	31	38	52	68
流动负债合计	349	438	572	747	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	170	170	170	170	归属于母公司净利润	165	210	286	370
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	174	174	174	174					
负债合计	523	611	746	921					
少数股东权益	20	20	19	18					
股东权益	1192	1360	1588	1885					
负债和股东权益总计	1735	1991	2353	2824					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	210	286	370
资产减值准备	4	(6)	0	0
折旧摊销	69	74	86	95
公允价值变动损失	6	3	3	3
财务费用	9	11	11	11
营运资本变动	103	(184)	(181)	(232)
其它	(4)	5	(1)	(1)
经营活动现金流	342	102	193	235
资本开支	(124)	(120)	(120)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(124)	(120)	(120)	(100)
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	170	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(42)	(57)	(74)
其它融资现金流	(288)	0	0	0
融资活动现金流	(85)	(42)	(57)	(74)
现金净变动	132	(60)	16	61
货币资金的期初余额	150	283	223	239
货币资金的期末余额	283	223	239	300
企业自由现金流	203	(14)	78	139
权益自由现金流	84	(23)	68	130

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.55	0.70	0.95	1.24
每股红利	0.10	0.14	0.19	0.25
每股净资产	3.98	4.54	5.31	6.30
ROIC	12%	15%	18%	20%
ROE	14%	15%	18%	20%
毛利率	42%	43%	43%	43%
EBIT Margin	20%	22%	22%	22%
EBITDA Margin	27%	28%	28%	27%
收入增长	16%	28%	32%	30%
净利润增长率	10%	27%	36%	30%
资产负债率	31%	32%	33%	33%
息率	0.9%	0.5%	0.7%	1.0%
P/E	47.2	37.1	27.2	21.0
P/B	6.5	5.7	4.9	4.1
EV/EBITDA	32.8	25.4	19.7	16.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 \pm 10%之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 \pm 5%之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

免责条款:

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。