


研究报告
华海药业
(600521. SH)
推 荐 (首次)
所属行业：医药
行业评级：推荐
股本结构

总市值 (百万元)	7938.47
流通市值 (百万元)	7938.47
总股本 (百万股)	299.23
流通A股 (百万股)	299.23

股价表现图

相关报告：
齐鲁证券研究所
行业公司部
联系人：
胡德军、许均华、吕国启
Tel: (86531) 8177-6395
Fax: (86531) 8128-3791
Email: hudj@qlzq.com.cn
分析师：张永攀
(执业证书编号：S0740208020080)
开拓国外市场，引领产业转机
——华海药业 2009 年业绩跟踪报告
报告起因：

公司今日发布 2009 年年报，2009 年实现归属母公司净利润约 1.65 亿元，较 2008 年增长 9.69%。全面摊薄每股收益为 0.55 元，每股净资产为 4.05 元。

投资要点：

- ◇ **公司 2009 年的业绩符合市场预期。**报告期内公司实现营业收入 9.28 亿元，比去年同期增长 15.79%；实现利润总额 1.96 亿元，比去年同期增长 16.58%；毛利润为 3.7 亿元，受产品价格下降影响，公司同比毛利率下降 0.34 个百分点，实现归属于母公司股东的净利润 1.65 亿元，比去年同期增长 9.94%，实现每股收益为 0.55 元。09 年公司经营活动产生的现金流净额为 3.17 亿元，是同期 08 年的 2.8 倍，其增长一方面由于子公司浙江华海银通置业开始预售；另一方面为扩大销售规模所致。公司 09 年出售蓝盾时代名邸所得处置收益后致使投资活动产生的现金流净额同比 08 年增长 36.37%。
- ◇ **对股东回报方案。**公司 2009 年度利润分配预案为：以 2009 年末总股本 299 百万股为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 1 元（含税），共计 29.9 百万元（含税），公司资本公积金余额为 253.12 百万元。公司以 2009 年末总股本 299 百万股为基数，用资本公积金向全体股东每 10 股转增 5 股。
- ◇ **期间费用率有所改善。**公司 09 年期间费用率为 22.45%，较 08 年下降 2.60%，其中销售费用率为 2.93%，与 08 年持平，管理费用率下降 0.56%、财务费用下降 2.04 个百分点，同比 08 年减少 63.95%，08 年财务费用增加为当时人民币升值所致，09 年汇率较为稳定，财务费用相应下降明显。
- ◇ **公司面临生产和研发外包的历史机遇。**全球医药合同研发和生产市场将以每年约 15% 的速度增长，到 2010 年，生产外包市场规模可达 40 亿美元，研发市场规模将达 350 亿美元。作为世界上最大的原料药生产地，加上成本、基础部门力量雄厚的优势，我国已经成为全球医药外包市场的生力军，在研发方面我国凭借良好的医学科研基础和丰富的临床试验资源成为承接国际药品生产和研发外包的热门之选。公司在 2007 年通过了美国 FDA 的 cGMP 制剂认证，是中国第一家通过美国 FDA 的医药企业，目前服务客户超过 25 个国家和地区，随着和默克签订的关于制剂委托加工协议的落实，公司将在通过相关资质认证以及获得相关国际药监部门要求的所有许可后为默克公司生产抗艾药制剂，其业绩有望在 2011 年得以释放。
- ◇ **推进国际制剂业务，向产业链高端发展。**公司根据自身特点与优势，重点发展国际制剂业务。自 2007 年首个产品获得 FDA 批准起，公司通过自主研发、合作开发、大客户转移生产以及购买文号等手段，不断取得国际制剂文号，

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。



抓住国际医药产业转移的机遇，进军产业高端市场；通过对接原研厂家和国际市场，充分认识自身差距和存在问题，不断提升整体能力水平。

- ◇ **公司战略：**在国际市场方面，公司通过与大客户的深入合作和不断开拓，进一步构建和完善国际销售网络。同时，继续加强销售队伍建设，逐步细分职责，不断加强市场调研、品牌策划及市场开发能力，在进一步稳定扩大贸易额的基础上，不断深化市场开发能力。国内市场方面，通过发展策略调整，加强销售队伍和销售渠道建设。做到巩固市场开发成果，完善销售体系，整合三地研发资源，提升研发效能，稳步推进产业链建设。
- ◇ **公司的成长确定，具备积极的投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.72 元、0.94 元和 1.23 元，对应的动态 PE 分别为 36.79 倍、28.10 倍和 21.66 倍，公司业绩有望随着海外市场订单的落实和公司自身研发能力的增强而加速，我们认为公司具备积极的投资价值，首次给予公司“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	801.43	927.97	1122.84	1363.46	1707.88
同比	13.36%	15.79%	21.00%	21.43%	25.26%
归属母公司净利润	150.07	164.98	215.80	282.52	366.57
同比	13.49%	9.69%	31.26%	30.92%	29.75%
EPS(摊薄，元/股)	0.50	0.55	0.72	0.94	1.23

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

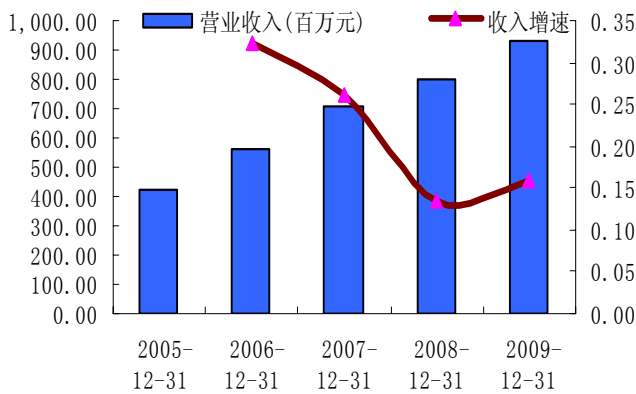

表 1: 公司季度分析

项目 (百万元)	2008 年单季度数据				2009 年季度数据				年度数据	
	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q	09-3Q	09-4Q	2008	2009
主营业务收入	169.72	245.87	184.87	200.97	194.94	209.38	234.25	289.39	801.43	927.97
增长率 (同比)	17.22%	15.62%	9.91%	10.83%	14.86%	-14.84%	26.71%	44.00%		15.79%
增长率 (环比)	-6.41%	44.87%	-24.81%	8.71%	-3.00%	7.41%	11.88%	23.54%		
营业成本	86.53	135.69	110.47	97.35	104.79	118.12	148.29	169.80	430.04	541.00
成本率	50.99%	55.19%	59.75%	48.44%	53.75%	56.42%	63.30%	58.67%	53.66%	58.30%
主营业务税金及附加	1.34	1.84	1.39	1.28	1.65	1.90	2.52	2.61	5.85	8.68
主营业务利润	81.85	108.34	73.01	102.35	88.50	89.36	83.45	116.99	263.20	378.29
营业利润率	48.23%	44.06%	39.49%	50.93%	45.40%	42.68%	35.62%	40.42%	32.84%	40.77%
毛利率	49.01%	44.81%	40.25%	51.56%	46.25%	43.58%	36.70%	41.33%	46.34%	41.70%
主营毛利	83.18	110.18	74.40	103.62	90.15	91.25	85.96	119.60	371.39	386.97
增长率 (同比)	23.44%	-2.24%	6.33%	29.78%	8.37%	-17.18%	15.54%	15.41%		4.19%
增长率 (环比)	4.18%	32.46%	-32.47%	39.28%	-13.00%	1.22%	-5.80%	39.13%		
销售费用	5.71	5.57	5.99	6.17	5.54	6.22	6.33	9.07	23.45	27.16
销售费用/收入	3.37%	2.27%	3.24%	3.07%	2.84%	2.97%	2.70%	3.14%	2.93%	2.93%
管理费用	36.66	33.17	35.27	43.21	41.44	36.02	39.22	49.85	148.32	166.53
管理费用/收入	21.60%	13.49%	19.08%	21.50%	21.26%	17.20%	16.74%	17.23%	18.51%	17.95%
财务费用	6.65	8.73	3.27	5.11	3.86	1.67	0.31	2.73	23.76	8.56
期间费用率	28.89%	19.31%	24.09%	27.11%	26.08%	20.97%	19.57%	21.30%	24.40%	21.80%
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	0.00	-	-
投资收益	-	-	-	-	-	-	-	0.00	0.00	0.00
营业利润	32.84	58.02	30.67	46.95	36.69	45.18	37.17	51.37	168.48	170.42
增长率 (同比)	6.97%	-20.86%	-8.09%	-0.97%	11.73%	-22.12%	21.21%	9.41%		1.15%
增长率 (环比)	-30.73%	76.66%	-47.14%	53.10%	-21.85%	23.14%	-17.73%	38.19%		
利润总额	31.92	54.70	29.84	51.21	37.82	45.37	36.54	75.74	167.67	195.46
增长率 (同比)	3.06%	-24.81%	-20.94%	7.74%	18.49%	-17.07%	22.46%	47.89%		16.58%
增长率 (环比)	-32.85%	71.39%	-45.45%	71.63%	-26.15%	19.96%	-19.46%	107.28%		
实际税率	1.64%	16.34%	37.10%	-5.31%	8.20%	20.41%	19.36%	23.89%	10.62%	15.90%
净利润	31.39	45.76	18.77	53.93	34.72	36.11	29.47	64.09	149.86	164.39
增长率 (同比)	28.53%	-8.23%	-33.46%	82.51%	10.60%	-21.10%	57.00%	18.84%		9.70%
增长率 (环比)	0.00%	45.78%	-58.99%	187.36%	-35.63%	4.00%	-18.39%	117.52%		
净利润率	18.50%	18.61%	10.15%	26.84%	17.81%	17.25%	12.58%	22.15%	18.70%	17.71%
归属于母公司的净利润	31.68	45.64	18.89	53.86	35.00	36.26	29.72	64.00	150.07	164.98
每股收益 (元)	0.138	0.153	0.063	0.180	0.117	0.121	0.099	0.21	0.502	0.55

资料来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

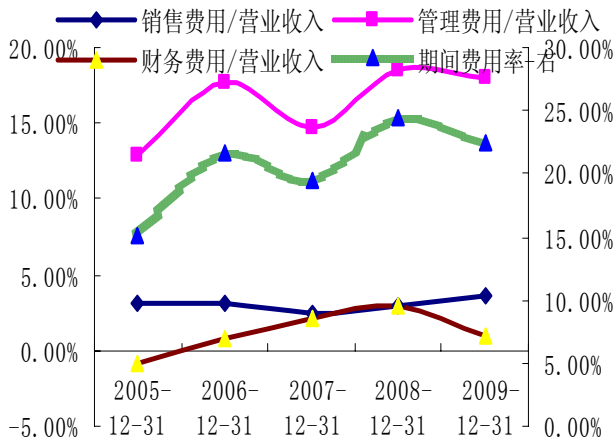


图1: 公司近年主营业务收入及增长率变化情况



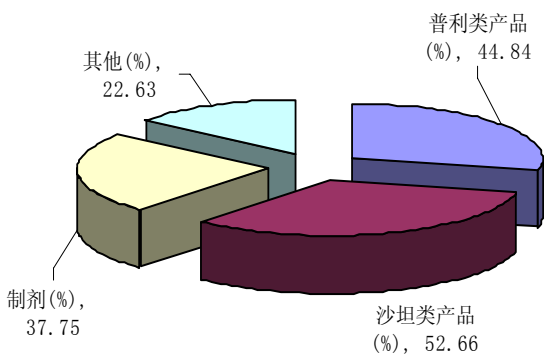
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图3: 公司近年三项费用变化情况



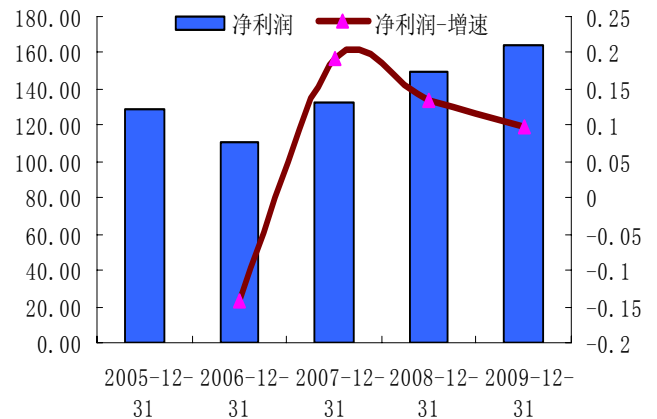
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图5: 公司09年收入构成情况



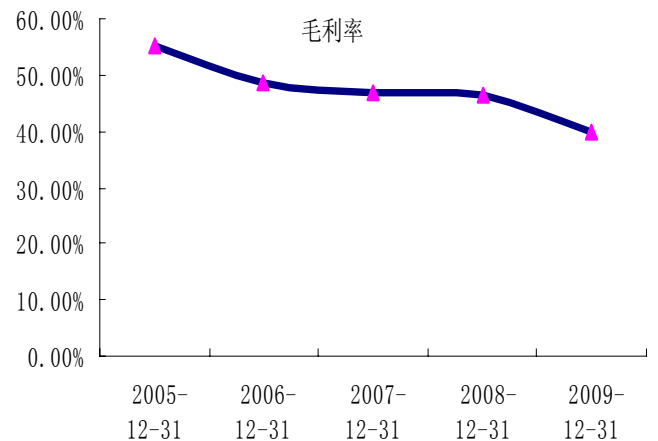
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图2: 公司近年净利润以及同比增长率变化情况



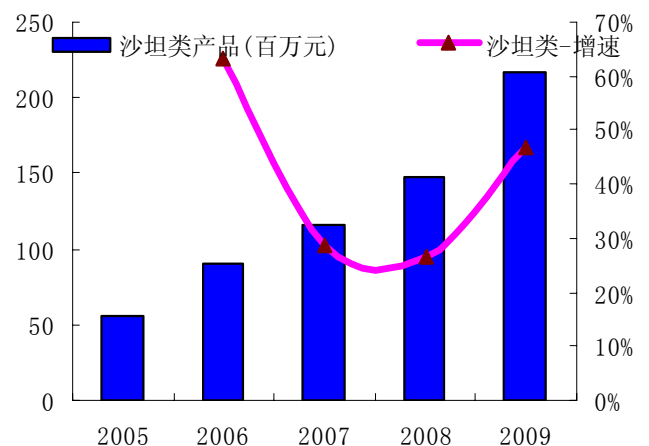
资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图4: 公司近年毛利率变化情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所

图6: 公司近年沙坦类产品收入增长情况



资料来源: 公司公告、齐鲁证券研究所


附表：盈利预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	289.05	292.44	366.30	458.83	营业收入	927.97	1122.84	1363.46	1707.88
应收账款	200.92	259.36	324.87	406.93	营业成本	556.78	634.40	763.54	939.33
存货净额	492.22	715.51	896.25	1122.64	营业毛利	371.19	488.44	599.92	768.54
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业税金及附加	0.01	6.74	8.18	10.25
流动资产合计	995.58	1321.19	1654.93	2072.96	销售费用	27.16	32.87	39.91	49.99
固定资产	436.67	598.16	749.25	938.51	管理费用	166.53	184.15	204.52	256.18
无形资产及其他	106.83	159.47	199.75	250.20	财务费用	8.35	19.32	23.46	29.38
投资性房地产	7.15	12.26	15.36	19.24	投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	资产减值损失	5.62	2.87	2.87	2.87
资产总计	1735.25	2375.10	2975.05	3726.54	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款及交易性金融负债	0.00	201.12	251.93	315.57	其他收入	0.00	0.00	0.00	0.00
应付款项	51.81	66.39	83.16	104.17	营业利润	170.42	245.37	323.86	422.74
其他流动负债	19.63	25.30	31.69	39.69	营业外收入	31.61	13.84	13.84	13.84
流动负债合计	212.11	141.48	177.21	221.98	营业外支出	6.57	5.37	5.37	5.37
长期借款及债券	170.00	77.56	97.15	121.69	利润总额	195.46	253.85	332.33	431.22
其他长期负责	3.78	6.06	7.60	9.52	所得税费用	31.07	38.08	49.85	64.68
长期负债合计	173.78	83.63	104.75	131.21	净利润	164.39	215.77	282.48	366.54
负债合计	522.98	635.20	456.76	572.14	少数股东权益	0.00	-0.04	-0.04	-0.04
少数股东权益	20.43	28.37	39.40	54.71	归属于母公司净利润	164.98	215.80	282.52	366.57
股东权益	1212.27	1350.09	1503.58	1674.52					
负责和股东权益总计	1735.25	2375.10	2975.05	3726.54					
关键财务与估值指标					现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.55	0.72	0.94	1.23	净利润	164.39	282.48	366.54	457.30
每股净资产	4.05	4.51	5.02	5.60	资产减值准备	6.16	2.87	2.87	2.87
ROIC	12.22%	11.85%	12.38%	12.83%	折旧摊销	62.63	68.12	74.10	80.60
ROE	13.84%	16.33%	19.30%	22.63%	公允价值变动净损益	0.00	0.00	0.00	0.00
毛利率	40.00%	43.50%	44.00%	45.00%	财务费用	8.35	23.46	29.38	36.81
净利率	17.71%	25.16%	26.88%	26.78%	营运资本变动	41.20	112.04	140.35	175.80
EBIT margin	195.46	253.85	332.33	431.22	其他	0.00	0.00	0.00	0.00
EBITDA margin	253.03	316.47	400.46	505.32	经营活动现金流	211.20	238.95	299.31	374.92
资产负债率	30.14%	26.74%	15.35%	15.35%	资本开支	88.60	141.18	158.03	176.88
流动比率	4.69	9.34	9.34	9.34	其他投资现金流	1.72	1.93	2.16	2.41
速动比率	2.37	4.28	4.28	4.28	投资活动现金流	-86.88	-97.24	-108.84	-121.83
收入增长	15.79%	21.00%	21.43%	25.26%	权益性融资	6.40	7.16	8.02	8.97
净利润增长率	9.69%	31.26%	30.92%	29.75%	负债净变化	346.00	387.28	433.48	485.19
PE	48.12	36.79	28.10	21.66	支付股利、利息	427.76	478.79	535.90	599.84
PB	6.55	5.88	5.28	4.74	其他融资现金流	-20.59	-23.05	-25.80	-28.88
PEG	4.96	1.18	0.91	0.73	融资活动现金流	-95.95	-107.40	-120.21	-134.55
EV/EBITDA	31.37	25.72	20.45	16.33	货币资金期初余额	124.55	183.00	229.23	287.13
					货币资金期末余额	126.78	186.28	233.33	292.27
					现金净变动	2.23	3.28	4.11	5.15

资料来源：齐鲁证券研究所





投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791

