

动态报告

医药保健

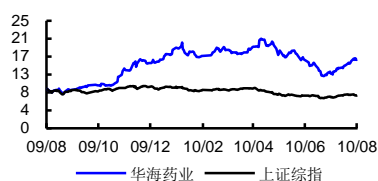
制药与生物

华海药业(600521)
谨慎推荐

10 年中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 16 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	16.03
总股本/流通 A 股(百万股)	448.84/448.84
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	7,194.90/7,194.90
上证综指/深圳成指	2,606.70/10,886.57
12 个月最高/最低 (元)	31.37/12.13

财务数据

净资产值(百万元)	1,232.28
每股净资产(元)	2.75
市净率	5.84
资产负债率	31.76%
息率	0.62%

相关研究报告:

《华海药业调研简报:期待产业升级》——2010-3-26

《华海药业:从原料出口到制剂出口的跨越式突破值得期待》——2008-1-20

《G 华海:业绩同比下降源于 05 年的高基数》——2006-7-27

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

业绩低于预期, 11 年或是转折点

●10H1 EPS0.13 元低于预期, 期间费用压力较大

公司 10 年 H1 实现营业收入 4.4 亿元, 同比增长 8.9%; 归属于母公司股东净利润 0.59 亿元, 同比下降 16.66%; ROE 为 4.86%, 经营性现金流 0.27 元/股, 而去年同期为负, 现金状况明显好转。公司业绩下降的主要原因是: 1) 普利类原料药价格下跌使公司整体毛利率下降 2.47 个百分点; 2) 研发费用、销售费用大幅增加, 使管理费用率和销售费用率分别大幅提升 3.95 和 1.96 个百分点。公司研发费用、药证注册、股权激励摊销费用以及国内制剂销售队伍的扩大对公司期间费用率构成较大压力。

●原料药: 普利类贡献业绩能力逐步削弱, 沙坦类继续放量

普利类收入同比下降 9.11%, 毛利率下降 4.17 个百分点, 普利类药物市场竞争日趋激烈, 预计未来价格下跌趋势仍将持续, 同时销量增长有限, 对公司业绩贡献将进一步削弱。沙坦类收入同比增长 15.68%, 毛利率同比微升, 预计三季度沙坦产能释放将提振业绩。

●制剂业务预计 2011 年贡献较大利润

制剂收入同比增长 66.26%, 毛利率同比微降。与默克签订的依氟韦仑合同, 预计 11 年中期开始向默克供货并产生收入, 预计年贡献收入/毛利 2000 万美元/1000 万美元; 正在与默克、诺华洽谈的合作事项, 很可能涉及氯沙坦和缬沙坦的制剂合同定制, 值得期待。

●2011 年或是业绩转折点, 维持“谨慎推荐”评级

未来 2 年收入增长将主要来源于公司开始大规模承接合同订单、制剂独立出口规范市场的突破、沙坦原料药出口继续放量增长以及国内制剂收入的快速增长。我们略微下调 10-12 年 EPS 分别为 0.43、0.56、0.75 元, 同比增长 16%、32% 和 34%, 动态 PE38x、29x、21x。从全球制药产业转移的大趋势看, 公司有望厚积薄发, 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。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	801	928	1,117	1,401	1,834
(+/-%)	13.4%	15.8%	20.4%	25.5%	30.9%
净利润(百万元)	150	165	191	252	339
(+/-%)	13.7%	9.9%	16.1%	31.6%	34.4%
每股收益(元)	0.50	0.55	0.43	0.56	0.75
EBIT Margin		19.9%	21.0%	21.8%	22.2%
净资产收益率 (ROE)	13.8%	13.8%	14.2%	16.3%	18.6%
市盈率 (PE)	32.0	29.1	37.6	28.5	21.2
EV/EBITDA		21.0	25.2	20.1	16.0
市净率 (PB)	4.41	4.02	5.35	4.65	3.96

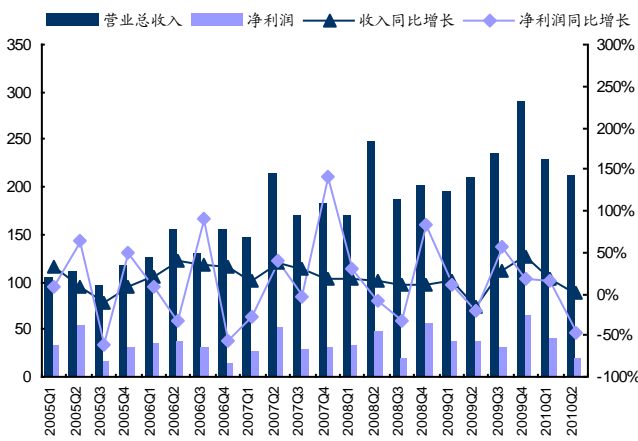
10 年 H1 业绩低于预期，期间费用率压力较大

公司 10 年 H1 实现营业收入 4.4 亿元，同比增长 8.9%；利润总额 0.72 亿元，同比下降 12.91%；归属于母公司股东净利润 0.59 亿元，同比下降 16.66%，实现 EPS 为 0.13 元；扣除非经常性损益后的净利润 0.45 亿元，同比下降 35.01%，合每股 0.10 元，ROE 为 4.86%。经营性现金流 0.27 元/股，而去年同期为负。

公司业绩下降的主要原因是：

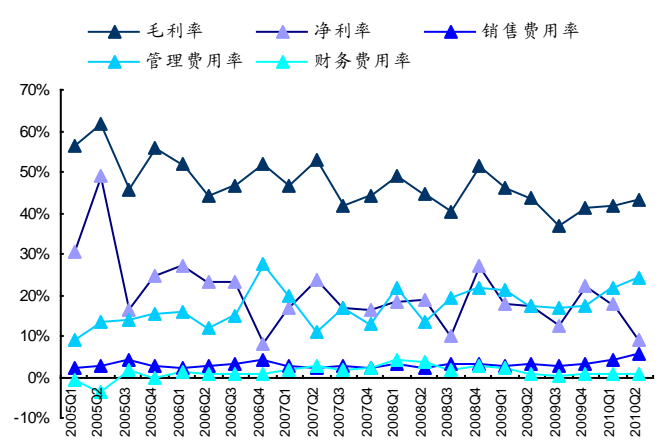
- 1) 普利类原料药价格下降使公司整体毛利率下降 2.47 个百分点至 42.40%；
- 2) 研发费用、销售费用大幅增加，使管理费用率和销售费用率分别大幅提升 3.95 和 1.96 个百分点。
- 3) 除研发费用外，公司在申请 ANDA、MA 时花费较大、加上股权激励费用每年需摊销 4000~5000 万元，公司的管理费用率短期难以下降；国内制剂销售队伍的扩大也对销售费用构成一定压力。

图 1：05Q1-10Q2 华海药业单季度收入与净利润（百万元）



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 2：05Q1-10Q2 华海药业盈利水平变化



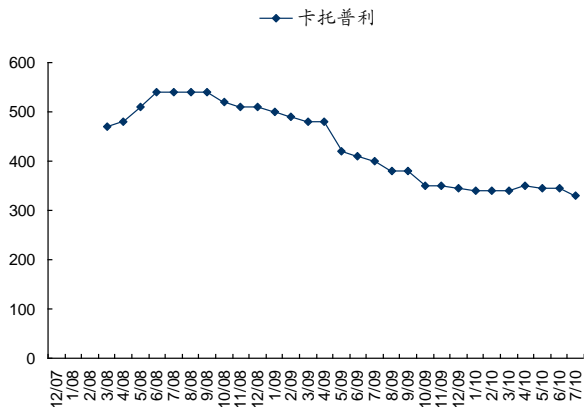
数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

细分业务板块分析

➤ 普利类原料药：老产品贡献业绩能力逐步削弱

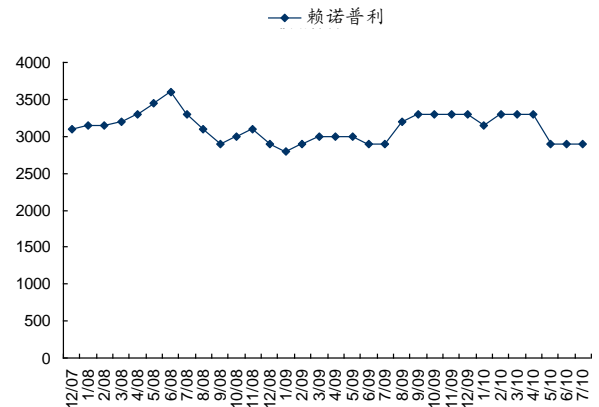
10 年 H1 贡献了公司 42% 的收入和 38% 的毛利，实现收入 1.84 亿元，同比下降 9.11%，毛利率下降 4.17 个百分点至 38.59%。普利类药物市场竞争日趋激烈，预计未来价格下跌趋势仍将持续，同时销量增长有限，对公司业绩贡献将进一步削弱。

图 3: 卡托普利 10H1 价格同比大幅下跌



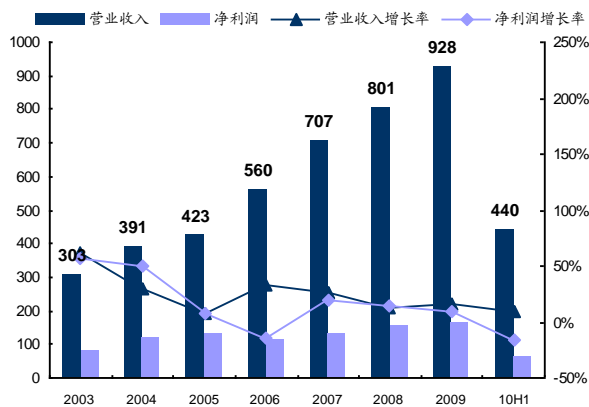
资料来源: 国信证券经济研究所

图 4: 赖诺普利价格比较平稳



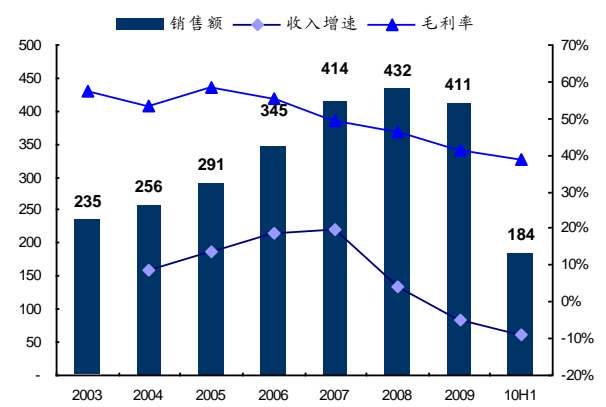
资料来源: 国信证券经济研究所

图 5: 03-10H1 华海药业收入与净利润 (百万元)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 6: 03-10H1 华海药业普利类毛利率与销售额 (百万元)

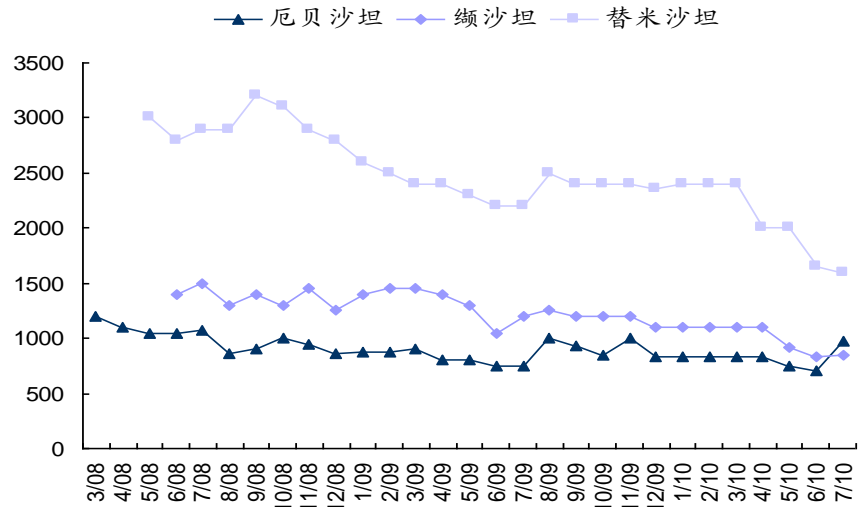


资料来源: 国信证券经济研究所

➤ 沙坦类原料药: 面临专利到期机遇, 继续放量增长

10 年 H1 贡献了公司 25% 的收入和 20% 的毛利, 实现收入 1.12 亿元, 同比增长 15.68%, 毛利率同比微升。氯沙坦 2010 年专利到期使公司销量大幅上升; 厄贝沙坦、缬沙坦专利也将在 12 年到期, 制剂厂需要提前半年进货, 因此 11、12 年这 2 个品种也会放量。预计三季度沙坦产能释放将提振业绩。

图 7: 沙坦类价格走势 (百万元)

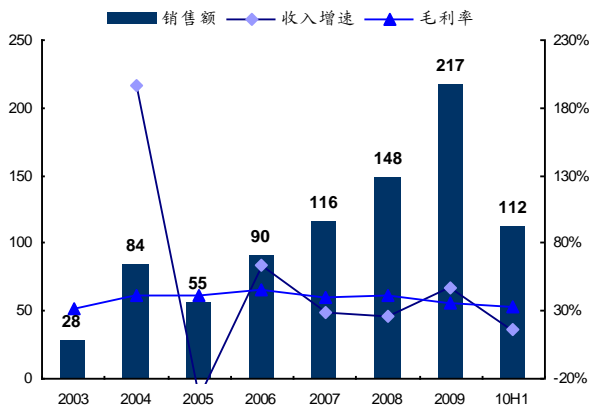


资料来源: 健康网、国信证券经济研究所

➤ 制剂: 2011 年开始贡献较大利润

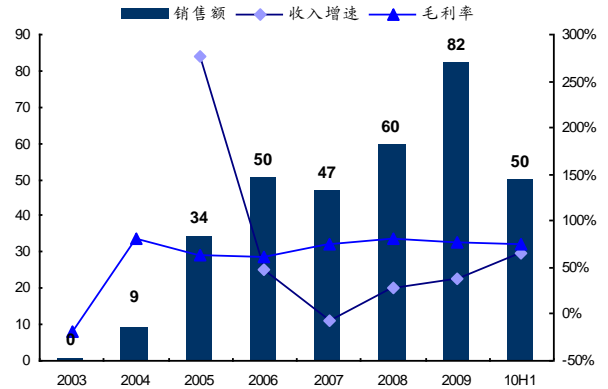
- ◇ 10 年 H1 贡献了公司 11% 的收入和 20% 的毛利, 实现收入 4987 万元, 同比增长 66.26%, 毛利率同比微降。
- ◇ 制剂合同定制预计 11 年贡献较大利润。目前公司已经与默克签订依氟韦仑合同, 预计将在 11 年中期获得 FDA 许可, 开始向默克供货并产生收入, 预计年贡献收入/毛利 2000 万美元/1000 万美元; 公司正在与默克、诺华洽谈合作事项, 很可能涉及到氯沙坦和缬沙坦的制剂合同定制, 其中公司正准备提供诺华缬沙坦原研药 API。此外, 公司与阿斯利康、辉瑞等公司的洽谈也在稳步推进中。
- ◇ 合作开发、制剂独立出口正稳步推进。目前公司已经有 6 个 ANDA (3 个自己申报, 3 个外购), 今年可能有 1~2 个产品获批, 预计未来每年新增 5~10 个 ANDA。多奈哌齐联合申报已经出口欧盟, 但欧盟市场容量有限, 可能对公司业绩贡献有限。独立申报产品奈韦拉平专利 2012 年到期, 需要等待。
- ◇ 重视国内制剂。上半年公司国内制剂增长 30~40%, 毛利率保持稳定, 其中厄贝沙坦制剂国内销量 1000 多万元。公司依然重视国内制剂的市场份额, 从文号注册、产品开发和渠道建设上都加大了投入, 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。

图 8: 03-10H1 华海药业沙坦类毛利率与销售额 (百万元)



资料来源: 国信证券经济研究所

图 9: 03-10H1 华海药业制剂毛利率与销售额 (百万元)



资料来源: 国信证券经济研究所

预计 2011 年是业绩转折点, 维持“谨慎推荐”评级

公司业绩的快速增长尚需时日, 我们预计 2011 年是公司业绩的转折点。未来 2 年收入增长将主要来源于公司开始大规模承接合同订单、制剂独立出口规范市场的突破、沙坦原料药出口继续放量增长以及国内制剂收入的快速增长。我们略微调低 10-12 年 EPS 分别为 0.43、0.56、0.75 元, 同比增长 16%、32%和 34%, 动态 PE38x、29x、21x, 目前估值合理。

从全球制药产业转移 (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 1: 华海药业主要产品分类及预测 (百万元)

产品分类	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%
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%

数据来源: 国信证券经济研究所

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	244	286	349	营业收入	928	1117	1401	1834
应收款项	214	275	345	452	营业成本	541	638	786	1020
存货净额	492	634	786	1037	营业税金及附加	9	11	14	18
其他流动资产	6	11	14	18	销售费用	27	35	45	61
流动资产合计	996	1165	1432	1857	管理费用	167	199	250	328
固定资产	621	674	708	713	财务费用	9	11	11	10
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	1953	2250	2677	营业利润	170	221	292	394
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	140	174	229	利润总额	195	226	297	399
其他流动负债	212	254	317	418	所得税费用	31	35	46	62
流动负债合计	349	414	511	668	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	191	252	339
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	174	174	174	174	现金流量表 (百万元)				
负债合计	523	588	685	841	净利润	165	191	252	339
少数股东权益	20	20	19	18	资产减值准备	4	(6)	0	0
股东权益	1192	1345	1547	1818	折旧摊销	69	74	86	95
负债和股东权益总计	1735	1953	2250	2677	公允价值变动损失	6	3	3	3
					财务费用	9	11	11	10
关键财务与估值指标					营运资本变动	103	(148)	(129)	(205)
每股收益	0.55	0.43	0.56	0.75	其它	(4)	5	(1)	(1)
每股红利	0.10	0.09	0.11	0.15	经营活动现金流	342	120	212	231
每股净资产	3.98	3.00	3.45	4.05	资本开支	(124)	(120)	(120)	(100)
ROIC	12%	14%	16%	20%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	14%	14%	16%	19%	投资活动现金流	(124)	(120)	(120)	(100)
毛利率	42%	43%	44%	44%	权益性融资	6	0	0	0
EBIT Margin	20%	21%	22%	22%	负债净变化	170	0	0	0
EBITDA Margin	27%	28%	28%	27%	支付股利、利息	(72)	(38)	(50)	(68)
收入增长	16%	20%	25%	31%	其它融资现金流	(288)	0	0	0
净利润增长率	10%	16%	32%	34%	融资活动现金流	(85)	(38)	(50)	(68)
资产负债率	31%	31%	31%	32%	现金净变动	132	(38)	42	63
息率	1.5%	0.8%	1.1%	1.4%	货币资金的期初余额	150	283	244	286
P/E	29.1	37.6	28.5	21.2	货币资金的期末余额	283	244	286	349
P/B	4.0	5.3	4.7	4.0	企业自由现金流	203	4	96	135
EV/EBITDA	21.0	25.2	20.1	16.0	权益自由现金流	84	(5)	87	126

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±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±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

免责声明

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				

黄志文 0755-82133928

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)			华东区 (机构销售二部)			华南区 (机构销售三部)		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	