

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)



华海药业 (600521.SH)

沙坦和制剂是亮点

投资要点

● **盈利低于预期。**公司实现营业收入440,28.22万元，同比增长8.90%。受产品价格下降，研发费用、销售费用大幅增加的影响，上半年实现利润总额7,244.35万元，同比下降12.91%。每股收益0.13元。

● **普利类价格下降和费用率上升导致业绩下降。**上半年公司普利类产品实现销售收入18380万元，同比下降9.11%，毛利率下降了4.17个百分点是主要原因，说明原料药由低端向高端转型已势在必行。上半年销售费用率、管理费用率同比上涨了1.96、3.94个百分点，源于公司加大了投入，由此获得了诸多国际纸及厂商的注册问号，以及与原研厂商的合作项目。

● **沙坦类和制剂是亮点。**上半年沙坦类实现销售收入11225万元，同比增长15.68%；制剂类产品销售收4988万元，同比增长66.26%。制剂业务已经显示出强劲的增长动力。

● **明年将迎来制剂出口。**今年8月FDA将对现有制剂生产线复查，明年制剂出口将有所突破。公司是国际专利药物到期带来产业转移的极大收益者，未来前景看好。

● **给予“中性”评级。**预计公司2010、2011、2012年分别实现净利润1.55亿元、2.15亿元、2.94亿元，同比分别增长-6%、52%、37%，每股收益0.35元、0.48元、0.66元。对应动态市盈率分别为49倍、35倍、26倍。给予公司10年40倍动态市盈率估值，合理价位14元。

医药生物

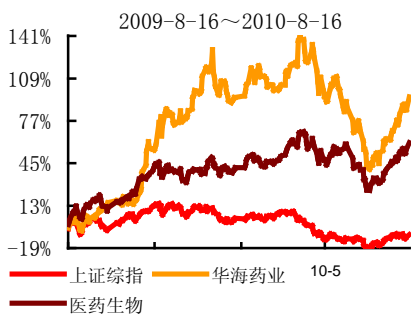
投资评级

本次评级：	中性
跟踪评级：	未评级
目标价格：	14

市场数据

市价(元)	16.86
上市的流通A股(亿股)	4.49
总股本(亿股)	4.49
52周股价最高最低(元)	11.92-33.0
上证指数/深证成指	2661.71/11164.79
2009年股息率	0.50%

52周相对市场表现



相关研究

《华海药业：业绩下降，但仍有亮点》
2009.8.10

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	927.97	1101	1381	1721
增长率(%)	15.79	19	25	25
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	164.98	155.22	214.69	294.12
增长率(%)	9.94	-6	38	37
毛利率(%)	41.70	40	41	42
净资产收益率(%)	13.84	12	14	16
EPS(元)	0.55	0.35	0.48	0.66
P/E(倍)	45.87	48.75	35.25	25.73
P/B(倍)	6.52	5.62	4.85	4.08

来源：公司年报、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
普利类	41112	39056	37104	35248
增长率 (%)	-4.82%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率 (%)	41.23%	38.50%	37.00%	35.00%
沙坦类	21651	28146	42219	59107
增长率 (%)	46.76%	30.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	35.53%	35.00%	35.00%	35.00%
其他原料药	19433	25263	31579	37894
增长率 (%)	28.15%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率 (%)	29.46%	29.00%	29.00%	29.00%
原料药合计	82196	92466	110902	132250
增长率 (%)	12.43%	12.49%	19.94%	19.25%
毛利率 (%)	37.40%	34.84%	33.96%	33.28%
制剂	8173	14711	23538	35307
增长率 (%)	37.32%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	77.32%	76.00%	75.00%	74.00%
总收入	90369	107177	134440	167557
增长率 (%)	15.79%	18.60%	25.44%	24.63%
营业成本率	58.55%	59.51%	58.85%	58.14%
毛利率 (%)	41.45%	40.49%	41.15%	41.86%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	996	1290	1698	2221
现金及等价物	283	432	630	901
应收帐款	207	246	309	385
存货	492	596	739	910
其它流动资产	13	16	20	25
非流动资产	740	924	1088	1267
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	622	803	939	1084
投资性房地产	7	7	7	7
无形资产	107	110	138	172
其它非流动资产	4	4	4	4
资产总计	1735	2214	2786	3488
流动负债	349	419	514	629
短期借款	20	20	20	20
应付帐款	117	142	176	217
其它流动负债	212	257	318	392
非流动负债	174	442	703	996
长期借款	170	437	697	989
其它非流动负债	4	5	6	7
负债合计	523	860	1217	1625
少数股东权益	20	20	20	20
归属于母公司所有者权益	1192	1333	1548	1842
负债和股东权益	1735	2214	2786	3488

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	342	159	211	287
净利润	164	142	215	294
资产减值准备	6	0	0	0
折旧和摊销	69	82	97	113
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	9	11	14	17
营运资本变动	94	-75	-114	-138
投资收益	0	0	0	0
投资活动现金流	-136	-267	-260	-292
资本支出	-135	-267	-260	-292
其它	-1	0	0	0
融资活动现金流	-74	257	248	276
权益性融资	-55	0	0	0
负债净变化	-10	268	261	294
财务费用	-9	-11	-14	-17
现金净增加额	132	149	199	271
期初现金余额	150	283	432	630
期末现金余额	283	432	630	901

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	928	1101	1381	1721
营业成本	541	655	812	1000
营业税金及附加	9	9	12	15
销售费用	27	39	41	50
管理费用	167	220	248	292
财务费用	9	11	14	17
资产减值损失	6	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	170	167	253	346
营业外收入	32	17	0	0
营业外支出	7	1	0	0
利润总额	195	183	253	346
所得税	31	27	38	52
净利润	164	155	215	294
少数股东损益	-1	0	0	0
归属于母公司所	165	155	215	294
EBITDA	185	178	266	363
EPS (元)	0.55	0.35	0.48	0.66

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	15.8%	18.6%	25.4%	24.6%
营业利润	1.2%	-2.2%	51.6%	37.0%
归属母公司净利	9.9%	-5.9%	38.3%	37.0%
获利能力				
毛利率	41.7%	40.5%	41.1%	41.9%
净利率	17.8%	14.1%	15.6%	17.1%
ROE	13.8%	11.5%	13.7%	15.8%
ROIC	6.9%	8.3%	9.8%	10.7%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	38.6%	43.5%	46.4%
流动比率	2.9	3.1	3.3	3.6
速动比率	1.4	1.7	1.9	2.1
营运能力				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
应付帐款周转率	4.6	4.6	4.6	4.6
每股指标(元)				
每股收益	0.55	0.35	0.48	0.66
每股经营现金	1.14	0.39	0.47	0.64
每股净资产	3.98	3.00	3.48	4.13
估值比率				
P/E	30.6	48.8	35.2	25.7
P/B	4.2	5.6	4.8	4.1
EV/EBITDA	8.7	9.0	6.0	4.4

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，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。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn