

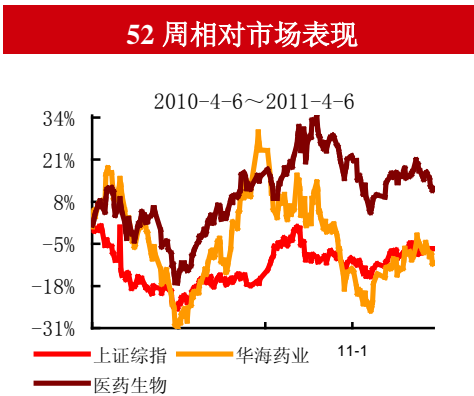
分析师：涂羚波  
执业证书编号：S0050208010103  
Tel：010-59355910  
Email：tulb@chinans.com.cn  
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)

# 华海药业 (600521. SH)

## 沙坦放量

医药生物	
投资评级	
本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调高
目标价格：	15.4

市场数据	
市价(元)	15.70
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	2948.48/12699.42
2010年股息率	1.05%



**相关研究**  
《沙坦和制剂是亮点》 2010-08-16

### 投资要点

●**业绩大幅下降。**公司实现营业收入 102,284.47 万元，同比增长 10.22%；实现利润总额 12,780.16 万元，同比下降 34.62%；实现归属于母公司股东的净利润 9,358.65 万元，同比下降 43.27%。每股收益 0.21 元，分配方案为 10 转 2 派 1。

●**费用率大幅上升。**报告期内公司销售费用率和管理费用率同比大幅上升 1.23 个百分点和 8.26 个百分点，主要是摊销了股权激励的费用 4142 万元以及加大了研发投入。

●**沙坦和制剂放量，普利下降。**2010 年公司沙坦类原料药和制剂类产品销售收入同比分别增长 28.98%、51.56%，随着收入规模的扩大，毛利率分别提升了 0.39 个百分点、3.26 个百分点；普利类原料药收入同比下降 7.76%，产品价格的下降使得毛利率同比下降 3.54 个百分点。

●**研发水平不断提高，制剂文号申报成果显著。**公司继续加大研发投入并组建华海药业研究院，研发管理不断深化。通过制剂出口业务的开展以及与原研药厂的合作，整体研发水平得到了很大的提高。2010 年共获得 3 个欧美制剂文号，通过生物等效性 (BE) 研究产品 5 个，完成国内制剂申报 15 个。

公司财务数据及预测				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	102□	1283	1599	1981
增长率(%)	10	25	25	24
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	93.59	199.06	278.72	380.46
增长率(%)	-43	113	40	37
毛利率(%)	42	41	42	42
净资产收益率(%)	7	13	16	18
EPS(元)	0.21	0.44	0.62	0.85
P/E(倍)	75.30	35.40	25.28	18.52
P/B(倍)	5.43	4.□1	3.97	3.27

来源：公司年报、民族证券

- **产能建设顺利开展。**公司围绕市场需求，周密组织生产，加快产能建设，积极承接转移项目，较好地完成了全年生产任务。报告期内，为迎接即将到来的沙坦类原料药需求放量，公司完成了新增 80 吨/年缬沙坦、100 吨/年氯沙坦、120 吨/年厄贝沙坦的技术改造项目。
- **经营态势转好。**公司预告 2011 年一季度净利润同比增长 60%-90%，原因是沙坦类原料药快速放量，实现销售收入 1.2 亿元，同比增长 120%。随着沙坦类原料药专利的不断到期，公司将继续扩大产能，改进工艺，不断降低沙坦类原料药生产成本的同时扩展规范市场销售比重。同时拓展国内制剂市场，加快制剂规模化出口的步伐，通过自主研发、与原研药厂的合作、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，抓住国际医药产业转移的机遇，进军国际医药产业高端市场。
- **给予“谨慎推荐”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 1.99 亿元、2.79 亿元、3.80 亿元，同比分别增长 113%、40%、37%，每股收益 0.44 元、0.62 元、0.85 元。对应动态市盈率分别为 35 倍、25 倍、19 倍。给予公司 11 年 35 倍动态市盈率估值，目标价位 15.4 元。目前公司股价处于合理位置，公司未来经营向好，等待回调买入。

表 1：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>普利类</b>	<b>41112</b>	<b>39056</b>	<b>37104</b>	<b>35248</b>
增长率 (%)	-4.82%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率 (%)	41.23%	38.50%	37.00%	35.00%
<b>沙坦类</b>	<b>21651</b>	<b>28146</b>	<b>42219</b>	<b>59107</b>
增长率 (%)	46.76%	30.00%	50.00%	40.00%
毛利率 (%)	35.53%	35.00%	35.00%	35.00%
<b>其他原料药</b>	<b>19433</b>	<b>25263</b>	<b>31579</b>	<b>37894</b>
增长率 (%)	28.15%	30.00%	25.00%	20.00%
毛利率 (%)	29.46%	29.00%	29.00%	29.00%
<b>原料药合计</b>	<b>82196</b>	<b>92466</b>	<b>110902</b>	<b>132250</b>
增长率 (%)	12.43%	12.49%	19.94%	19.25%
毛利率 (%)	37.40%	34.84%	33.96%	33.28%
<b>制剂</b>	<b>8173</b>	<b>14711</b>	<b>23538</b>	<b>35307</b>
增长率 (%)	37.32%	80.00%	60.00%	50.00%
毛利率 (%)	77.32%	76.00%	75.00%	74.00%
<b>总收入</b>	<b>90369</b>	<b>107177</b>	<b>134440</b>	<b>167557</b>
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	2010	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	1131	1402	1903	2519
现金及等价物	223	253	482	768
应收帐款	283	355	443	549
存货	584	743	915	1125
其它流动资产	40	50	63	78
<b>非流动资产</b>	923	1013	1180	1360
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产及其他	797	872	1007	1149
投资性房地产	7	7	7	7
无形资产	114	128	160	198
其它非流动资产	5	5	5	5
<b>资产总计</b>	2054	2415	3082	3879
<b>流动负债</b>	698	717	839	988
短期借款	190	190	190	190
应付帐款	182	231	285	350
其它流动负债	326	296	364	448
<b>非流动负债</b>	38	180	447	714
长期借款	0	175	441	706
其它非流动负债	38	5	6	8
<b>负债合计</b>	736	897	1286	1702
少数股东权益	21	21	21	21
归属于母公司所有者权益	1297	1496	1775	2155
<b>负债和股东权益</b>	2054	2415	3082	3879

**现金流量表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	162	69	236	323
净利润	94	199	279	380
资产减值准备	7	0	0	0
折旧和摊销	78	85	99	115
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	7	6	8	10
营运资本变动	-23	-222	-150	-182
投资收益	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	-261	-175	-266	-294
资本支出	-260	-175	-266	-294
其它	-1	0	0	0
<b>融资活动现金流</b>	40	136	259	257
权益性融资	13	0	0	0
负债净变化	34	142	267	267
财务费用	-7	-6	-8	-10
<b>现金净增加额</b>	-59	29	229	286
期初现金余额	283	223	253	482
期末现金余额	223	253	482	768

资料来源：公司报表、民族证券

**利润表**

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	1023	1283	1599	1981
营业成本	594	755	930	1143
营业税金及附加	7	9	12	14
销售费用	43	51	64	79
管理费用	268	257	288	317
财务费用	7	6	8	10
资产减值损失	7	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	97	204	298	418
营业外收入	35	30	30	30
营业外支出	4	0	0	0
<b>利润总额</b>	128	234	328	448
所得税	34	35	49	67
<b>净利润</b>	94	199	279	380
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司所</b>	94	199	279	380
<b>EBITDA</b>	111	211	306	428
<b>EPS (元)</b>	0.21	0.44	0.62	0.85

**主要财务比率**

	2010	2011E	2012E	2013E
<b>成长能力</b>				
营业收入	10.2%	25.4%	24.6%	23.9%
营业利润	-43.0%	110.1%	45.9%	40.2%
归属母公司净利	-43.3%	112.7%	40.0%	36.5%
<b>获利能力</b>				
毛利率	42.0%	41.1%	41.9%	42.3%
净利率	9.1%	15.5%	17.4%	19.2%
ROE	7.2%	13.3%	15.7%	17.7%
ROIC	1.6%	9.5%	10.7%	11.8%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	35.8%	37.2%	41.7%	43.9%
流动比率	1.6	2.0	2.3	2.5
速动比率	0.8	0.9	1.2	1.4
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.5	0.5	0.5	0.5
应收帐款周转率	3.6	3.6	3.6	3.6
应付帐款周转率	3.3	3.3	3.3	3.3
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益	0.21	0.44	0.62	0.85
每股经营现金	0.36	0.15	0.53	0.72
每股净资产	2.89	3.33	3.95	4.80
<b>估值比率</b>				
P/E	75.3	35.4	25.3	18.5
P/B	5.4	4.7	4.0	3.3
EV/EBITDA	89.9	47.5	32.7	23.4

## 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