

分析师： 段炼炼 021-63290498 duanll@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

华海药业 2008 年年报点评

事件描述

华海药业今日发布 2008 年年报，其主要内容为：

2008 年，公司实现营业收入 8.01 亿元，比上年度增长 13.36%；利润总额 1.68 亿元，比上年度下滑 11.29%；净利润 1.50 亿元，比上年度增长 13.49%；每股收益 0.50 元，每股经营性现金流 0.28 元。

同时公司公布了 2008 年度利润分配预案：以 2008 年末总股本 299,226,269 股为基数，向全体股东每 10 股派送现金红利 2 元（含税），共计 59,845,253.80 元（含税）。

事件评论

第一，业绩符合预期

公司业绩符合预期。第四季度分析：第四季度销售收入同比增长10.83%，环比增长8.71%，相比前三季度未见明显起色；期间费用率同比上升9.8个百分点，环比上升3.02个百分点，主要由于研发费用上升以及人员扩张后工资增长导致的管理费用率上升，子公司浙江华海医药销售有限公司加大了新产品的销售推广力度，广告及业务宣传费相应增加导致的销售费用率增加，2008年高利率导致的利息支出增加以及人民币升值导致的汇兑损失；利润同比增长61.01%，主要由于获得高新技术认证，享受15%所得税率，以及国产设备投资抵免所得税，所以所得税大幅度降低。从全年业绩来看，净利润增长的主要原因一是销售收入的增长，二是所得税率的大幅度降低。

表1：2007 - 2008单季度财务数据

(%)	2007Q1	2007Q2	2007Q3	2007Q4	2007	2008Q1	2008Q2	2008Q3	2008Q4	2008
营业总收入同比增长	16.8	38.05	31.17	18.07	26.22	17.22	15.62	9.91	10.83	13.36
营业总收入环比增长		46.87	-20.91	7.81			44.87	-24.81	8.71	
毛利率	46.54	53	41.6	44.03	46.67	49.01	44.81	40.25	44.03	46.34
销售费用率	2.92	2.29	2.74	2.06	2.47	3.37	2.27	3.24	3.07	2.93
管理费用率	19.76	11.21	16.82	13.08	14.77	21.6	13.49	19.08	21.50	18.51
财务费用率	1.83	2.67	1.82	2.16	2.16	3.92	3.55	1.77	2.54	2.96
期间费用率	24.51	16.17	21.38	17.3	19.40	28.89	19.31	24.09	27.11	24.40
营业利润同比增长	-20.33	77.06	-7.05	72.86	28.98	6.97	-20.86	-8.09	-34.39	-8.83
利润总额同比增长	-20.39	79.64	-9.67	72.46	27.06	3.06	-24.81	-20.94	-44.87	-11.29
所得税率	21.13	31.46	25.27	37.83	30.13	1.64	16.34	5.99	-10.39	10.62
归属于母公司所有者	-25.56	39.07	-3.77	141.24	19.23	29.43	-8.29	-33.05	61.01	13.49
的净利润同比增长										

资料来源: Wlind

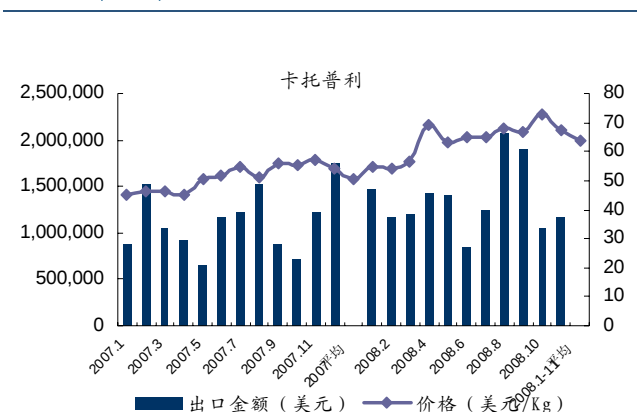
全年分产品销售收入来看, 普利类销售收入 4.32 亿元, 同比增长 4.35%, 毛利率 46.43%, 较之中期继续下降, 主要原因在于产品价格的下跌, 但基本符合我们之前预期, 从我们跟踪的主要普利产品 2008 年全国出口价格数据看, 经过多年市场竞争, 公司已经有定价权, 卡托、依那普利量稳价升, 而赖诺、雷米量升价跌, 这是一种主动出击抢占市场份额的价格调整战略, 一方面卡住小型竞争对手的咽喉、防止其做大并对公司在规范市场制剂销售造成竞争威胁, 一方面降低下游制剂客户的成本, 有助于其提升市场份额, 从而拉动原料的市场份额; 沙坦类销售收入延续中期趋势稳定增长, 由于针对规范市场出口占比逐渐增加, 毛利率略有上升; 其他类产品销售收入增长略低于预期; 制剂产品销售收入平稳增长, 毛利率稳中有升。

表 2: 分产品销售收入

	2006H	2006	2007H	2007	2008H	2008
普利类						
销售收入 (万元)	16605.55	34531.38	21528.17	41395.01	21738.03	43195.72
同比增长		18.63%	29.64%	19.88%	0.97%	4.35%
毛利率	50.61%	55.35%	52.43%	49.17%	49.85%	46.43%
沙坦类						
销售收入 (万元)	4807.32	9049.26	5820.49	11647.40	7,184.03	14751.97
同比增长				28.71%	23.43%	26.65%
毛利率	49.68%	45.02%	21.78%	40.50%	39.79%	41.79%
其他类						
销售收入 (万元)	2881.14	6378.16	6278.39	11478.92	9122.12	14024.53
同比增长				82.83%	45.29%	22.18%
毛利率	37.04%	10.14%	60.74%	26.49%	30.46%	29.50%
制剂						
销售收入 (万元)		5,008.86	2,117.59	4654.95	2,696.72	5951.57
同比增长				-7.07%	27.35%	27.85%
毛利率		61.81%	75.67%	75.67%	79.67%	80.85%

资料来源: Wlind

图 1: 卡托普利全国出口金额及价格



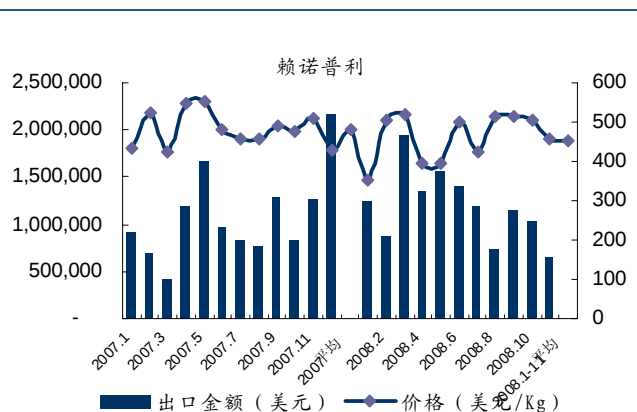
资料来源：健康网，长江证券研究所

图 2: 依那普利全国出口金额及价格



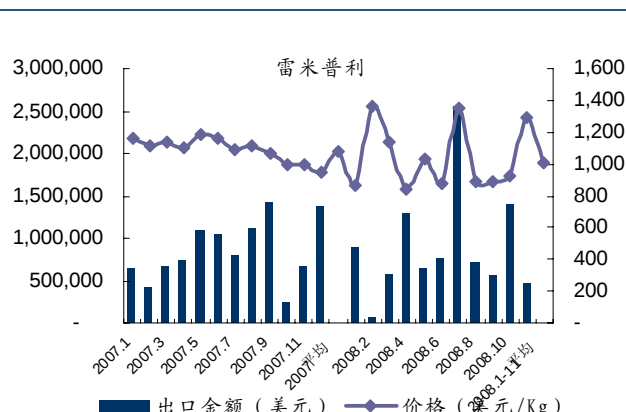
资料来源：健康网，长江证券研究所

图 3: 赖诺普利全国出口金额及价格



资料来源：健康网，长江证券研究所

图 4: 雷米普利全国出口金额及价格



资料来源：健康网，长江证券研究所

资产负债表：应收账款和存货合计 6.5 亿元，占销售收入比例较高，其中应收账款 1.50 亿元，一年以内账龄应收款占比 99.13%，结构尚可，而存货高达 4.99 亿元，较之 2007 年大幅增加 1.36 亿元，主要为原材料、在产品、自制半成品和库存商品的增加，主要因为川南一分厂大规模投入生产（主要生产抗艾药原料药和沙坦类原料药），相应原材料、自制半成品和库存商品增加。

现金流量表：由于应收和存货增加影响，经营性现金流一般；公司举债主要为进行固定资产投入和经营性流动资金需要，主要为短期借款，从资产负债表上的在建工程项看，最大的固定资产投入为川南基地建设和上海张江医药研发基地。

第二，2009 年机遇与转型并存

总体来说，我们认为华海最糟糕的时候正逐渐过去，在面临产品相对单一、盈利波动，固定资产投入较大的压力后，2009 年，沙坦类产品的快速增长将为公司带来亮点，2010 年，制剂的合作研发、生产将取得明显进展，制剂出口有望带来新的利润增长点。同时，公司和海正一样，在产业升级的过程中，为了适应竞争变化，自身具有由贸易商转型、提升内部精细化管理等需求，这仍然需要艰巨卓绝的积累。我们预计 2009-2010 年业绩分别为 0.64 元、0.82 元，维持“谨慎推荐”评级。

财务报表及指标预测

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E
营业收入	801	985	1228
营业成本	430	543	669
毛利	371	443	560
% 营业收入	46.3%	44.9%	45.6%
营业税金及附加	6	7	9
% 营业收入	0.7%	0.7%	0.7%
销售费用	23	28	34
% 营业收入	2.9%	2.8%	2.8%
管理费用	148	168	203
% 营业收入	18.5%	17.0%	16.5%
财务费用	24	16	23
% 营业收入	3.0%	1.6%	1.9%
资产减值损失	2	1	6
公允价值变动收益	0	0	0
投资收益	0	0	0
营业利润	168	224	285
% 营业收入	21.0%	22.7%	23.2%
营业外收支	-1	0	0
利润总额	168	224	285
% 营业收入	20.9%	22.7%	23.2%
所得税费用	18	31	40
净利润	150	193	245
归属于母公司所有者的净利润	150.1	192.7	245.2
少数股东损益	0	0	0
EPS (元/股)	0.50	0.64	0.82

现金流量表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E
经营活动现金流净额	84	128	185
取得投资收益收回现金	0	0	0
长期股权投资	0	0	0
无形资产投资	0	0	0
固定资产投资	-138	-229	-174
其他	2	0	0
投资活动现金流净额	-137	-229	-174
债券融资	0	0	0
股权融资	0	0	0
银行贷款增加 (减少)	46	212	77
筹资成本	36	-44	-60
其他	-4	0	0
筹资活动现金流净额	78	167	17
现金净流量	26	67	29

资产负债表 (百万元)

	2008A	2009E	2010E
货币资金	150	217	246
交易性金融资产	0	0	0
应收账款	159	206	265
存货	499	616	750
预付账款	33	40	47
其他流动资产	0	0	0
流动资产合计	845	1084	1314
可供出售金融资产	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0
长期股权投资	0	0	0
投资性房地产	8	8	8
固定资产合计	564	722	802
无形资产	101	96	91
商誉	0	0	0
递延所得税资产	2	0	1
其他非流动资产	-1	9	19
资产总计	1518	1918	2234
短期贷款	200	412	489
应付款项	157	179	199
预收账款	4	5	6
应付职工薪酬	16	16	20
应交税费	19	19	20
其他流动负债	16	15	18
流动负债合计	411	646	752
长期借款	0	0	0
应付债券	0	0	0
递延所得税负债	0	0	0
其他非流动负债	4	6	7
负债合计	415	651	759
归属于母公司所有者权益	1088	1252	1461
少数股东权益	15	14	14
股东权益	1103	1267	1475
负债及股东权益	1518	1918	2234

基本指标

	2008A	2009E	2010E
EPS	0.502	0.644	0.819
BVPS	3.64	4.18	4.88
PE	27.24	21.21	16.67
PEG	-6.25	-4.87	-3.83
PB	3.76	3.26	2.80
EV/EBITDA	16.42	13.59	10.65
ROE	13.8%	15.4%	16.8%

分析师介绍

段炼炼，武汉学校生物技术专业硕士毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。