

华海药业(600521)调研报告

谨慎推荐

——长线投资者仍需等待

下调评级

化学制药

发布时间: 2010 年 4 月 15 日

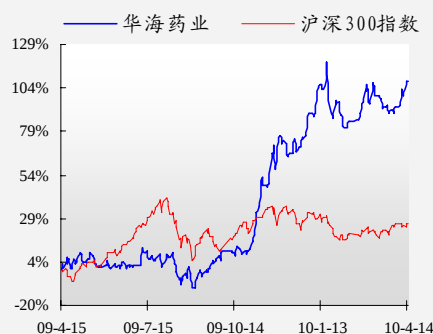
投资要点:

- 公司选出了新一届的董事会和管理层, 将继续公司既定的制剂出口的发展方向。
- 公司 100 亿片生产能力建设计划在 2011 年第二季度完工, 目前公司已经积累了一些美国的生产文号, 并和默克达成了委托加工的协议, 我们预计 2013 年以后公司可以实现大规模的制剂出口。
- 未来 2-3 年公司依然需要原料药来支撑公司的业绩, 2010 年海外需求恢复, 沙坦专利到期后持续的放量以及公司国际合作带来的其他原料药和中间体产品的订单将使公司的业绩恢复性增长。
- 国内制剂业务处于起步阶段, 由于品种和销售队伍缺乏, 因此国内制剂销售自然增长。
- 公司还要在研发、环保、产能建设、认证上有较大的投入, 国内制剂销售队伍的扩大也增加公司的销售费用, 因此费用率不会有明显的下降。
- 原料药价格的波动以及人民币升值的预期是公司短期面临的主要风险。
- 预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.68 元和 0.86 元, 下调评级到谨慎推荐, 年内目标价 31.50 元。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	92,797	15.79	16,498	9.94	0.55		51.9	
2010E	114,185	23.05	20,356	23.39	0.68		42.0	
2011E	140,155	22.74	25,849	26.99	0.86		33.2	
2012E								

走势图



市场数据

2010-4-14

收盘价:	28.54 元
52 周最高价:	30.10 元
52 周最低价:	11.97 元
平均持仓成本:	

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	29,923
流通 A 股 (万股):	29,923
每股收益 (元):	0.55
每股净资产 (元):	3.98
每股经营现金流 (元):	1.06
市净率:	7.17

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

4月15日，我们参加了华海药业的股东大会，并和公司的高管进行了交流。公司将继续发展海外制剂出口的项目，在生产能力建设和海外注册认证两方面齐头并进。从目前的进展来看，公司还需要2-3年的时间才能真正的在制剂出口上实现大规模的销售，因此近两年的业绩还是需要依靠原料药业务。

2009年公司依然在一定程度上受到海外需求下降的影响，虽然产品量依然保持了较大的增长幅度，但是销售价格的大幅下降使得销售收入和毛利润都在不同程度上缩水。公司2009年普利类销量增长了30%，但是由于价格的下降，销售额减少了5%，毛利率下降了5个百分点。2009年由于氯沙坦专利到期，沙坦类销售量大幅增长了125%，但是同样由于价格的下降，销售额只增长了46.78%，毛利率下降了6个百分点。

2010年，海外的市场需求有所恢复，普利类产品的价格已经趋于平稳，随着价格的下降，中小厂商的利润空间被压缩，市场的过度竞争得到了一定的抑制。沙坦类产品的专利在未来1-2年内陆续到期，仿制药的上市带来对原料药的持续需求，虽然价格还有可能继续下降，但是产量的增长在一定程度上可以摊薄固定成本，使得整体的成本下降，毛利率保持相对的稳定。

另外公司近些年加强和国际大型制药企业的合作，陆续获得一些原料药和中间体的生产订单，公司在2010年将会在川南基地增加7个生产车间的产能来满足这些需求，也可以给公司带来不少的销售收入增量。

2009年开始，公司开始重新审视一度被公司忽视的国内制剂市场。随着公司投入的增加，2009年公司国内制剂实现销售收入8173万元，比2008年增长37%。公司目前销售的主要是7个产品，分别属于心脑血管类和精神类药物。公司在精神类药物中拥有帕罗西汀、舍曲林和利培酮三个大品种，销售已经覆盖了1400家精神类专科医院的大部分，帕罗西汀在销售量上占据市场份额第一。公司在心脑血管上的制剂主要是公司拥有原料药优势的普利类和沙坦类的产品，由于公司在国内制剂销售实力较弱，因此公司最大的品种厄贝沙坦也只能排在同类产品销售份额的第5位。目前公司国内制剂销售团队在50人左右，主要通过代理的模式进行销售。公司计划每年增加200人的国内销售人员，并在一些主要品种上开展学术推广的自营销售模式，依靠公司能够进入海外规范类市场的质量优势来在国内市场竞争。但是目前公司的品种不多，虽然公司有40多个品种在研发线上，但是最早的产品也刚刚进入临床阶段，距离上市至少有3年的时间。销售团队的建设也需要一定时间的积累，因此短期内制剂的销售还处于自然增长的状态。

制剂出口项目上，公司100亿片口服制剂建设项目已经完成土建工程，开始设备的招标采购工作，按照计划将在2011年的第二季度交付使用，届时将能够开始认证工作。在产品储备上，公司通过购买和自己申请等方法来获得ANDA的文号，2009年公司在美国的分公司花费了800多万元购买了药品的经营权。另外公司已经和默克公司签署了委托加工协议，一旦公司的生产设施通过认证，将能够快速获得订

单。我们预计在 2013 年以后会有较大规模的出口。

用于公司在生产能力建设、研发、产品认证、环保上的投入较多，员工人数的增加以及劳动法要求的严格都给公司带来了较大费用支出。未来随着公司国内销售队伍的扩大，上海三个研发部分陆续投入使用，公司的费用将会继续的增长。公司原料药销售多以美元结算，2010 年人民币升值的可能性较大，汇兑损失将会增加公司的财务成本。

由于制剂出口属于国家扶持的项目，公司已经获得财政扶持资金 3410 万元，而未来几年公司将能够持续获得财政的扶持，带来较大的营业外收入。另外公司的房地产项目也能够给公司带来额外的收益。

不包括房地产业务，我们预计公司 2010 年和 2011 年每股收益为 0.68 元和 0.86 元，给予公司 2011 年 25 倍市盈率，目前公司原料药和国内制剂业务的价值为 21.5 元。预计公司的制剂出口业务能够在 2017 年给公司带来 20 亿元的销售收入和 3 亿元的净利润，按照 15% 的折现率，目前这部分业务目前的价值约为 10.00 元，合计 31.50 元。

由于公司的制剂出口业务还有较大的不确定性，因此目前公司的估值优势并不突出，因此我们下调公司的评级到谨慎推荐，长线的投资者可能还需要较长时间的等待才能够迎来公司新的业绩增长高峰。

报表预测				
利润表	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	801.43	927.97	1141.85	1401.55
减：营业成本	430.04	541.00	654.62	796.08
营业税金及附加	5.85	8.68	10.68	13.10
营业费用	23.45	27.16	35.40	47.65
管理费用	148.32	166.53	199.82	238.26
财务费用	23.76	8.56	9.87	11.82
资产减值损失	1.54	5.62	0.00	0.00
加：投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	168.48	170.42	231.46	294.62
加：其他非经营损益	-0.81	25.04	10.00	12.00
利润总额	167.67	195.46	241.46	306.62
减：所得税	17.81	31.07	38.63	49.06
净利润	149.86	164.39	202.83	257.56
减：少数股东损益	-0.21	-0.59	-0.73	-0.93
归属母公司股东净利润	150.07	164.98	203.56	258.49
资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	117.39	238.85	363.56	420.46

应收和预付款项	195.63	220.80	287.76	323.33
存货	498.81	492.22	380.61	415.47
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00
投资性房地产	7.54	7.15	6.35	5.55
固定资产和在建工程	561.53	621.45	601.36	604.28
无形资产和开发支出	100.78	106.83	95.16	83.48
其他非流动资产	0.81	0.42	0.21	0.00
资产总计	1482.49	1687.73	1735.01	1852.57
短期借款	200.00	0.00	0.00	65.22
应付和预收款项	175.66	281.69	186.85	203.32
长期借款	0.00	170.00	170.00	0.00
其他负债	3.78	23.78	3.78	3.78
负债合计	379.44	475.47	360.63	272.32
股本	299.23	299.23	299.23	299.23
资本公积	253.12	253.12	253.12	253.12
留存收益	535.99	639.50	802.34	1009.14
归属母公司股东权益	1088.33	1191.84	1354.69	1561.48
少数股东权益	14.71	20.43	19.70	18.77
股东权益合计	1103.05	1212.27	1374.39	1580.25
负债和股东权益合计	1482.49	1687.73	1735.01	1852.57
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	107.96	326.00	230.04	301.10
投资性现金净流量	-136.54	-86.88	-61.60	-89.92
筹资性现金净流量	78.07	-95.95	-43.73	-154.28
现金流量净额	39.74	140.05	124.71	56.90

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。