

化学原料药

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 20.00元

当前股价: 16.03元

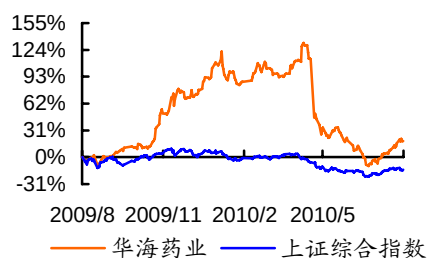
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2606.70
总股本(百万)	449
流通股本(百万)	449
流通市值(亿)	72
EPS (TTM)	0.38
每股净资产(元)	2.70
资产负债率	30.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华海药业	25.43	-9.28	-4.61
上证综合指数	6.38	-3.83	-13.63



相关报告

《华海药业-普利稳定, 沙坦放量, 制剂突破》2010-3-23

《华海药业-自主申报和国际合作共同助推公司业务升级》2009-3-26

《华海药业-沙坦和国内制剂增长态势明显, 业绩增长确定性增强》2009-3-16

华海药业

600521

推荐

原料药价格下跌影响短期业绩, 远期前景仍可看好

华海药业公布 2010 年半年报, 归属于母公司的净利润同比下降 16.66%, 实现每股收益 0.13 元, 低于市场预期。

投资要点:

- **收入增长放缓, 费用增长过快。**10 年上半年华海的营业收入同比仅增长 8.9%, 而营业费用和销售费用同期有较大幅度的上升, 从而导致归属于母公司的净利润同比下降 16.6%。
- **现金流状况良好。**虽然利润状况不佳, 但公司销售商品提供劳务收到的现金同比增长 43%, 经营活动现金净流量达到 1.22 亿, 状况良好。
- **普利毛利率继续走低, 沙坦同比仍然放量。**普利类药物市场基本成熟, 竞争日趋充分, 毛利率下降到 38.59%, 预计未来下降趋势仍将延续, 沙坦类药物毛利率稳定, 销量同比仍有较大增长。
- **国内制剂销售上台阶。**公司制剂业务收入同比增长 66.26%, 销售额达到 4987 万, 全年制剂销售额过亿并非难事。
- **合同定制和制剂出口仍可期待。**公司近期将 EHS 管理作为原料药方面的第一要务, 为与原研药厂合作, 定制生产等建立坚实基础, 同时获得制剂注册文号的数量, 制剂产品出口都大幅超过 09 年同期, 预计未来制剂出口取得量的突破只是时间问题。
- **远期前景继续看好, 维持推荐评级。**受短期原料药价格下跌影响, 华海业绩低于预期, 我们略微调低了公司 10-12 年的 EPS 为 0.43、0.55 和 0.69 元, 维持推荐评级。

风险提示:

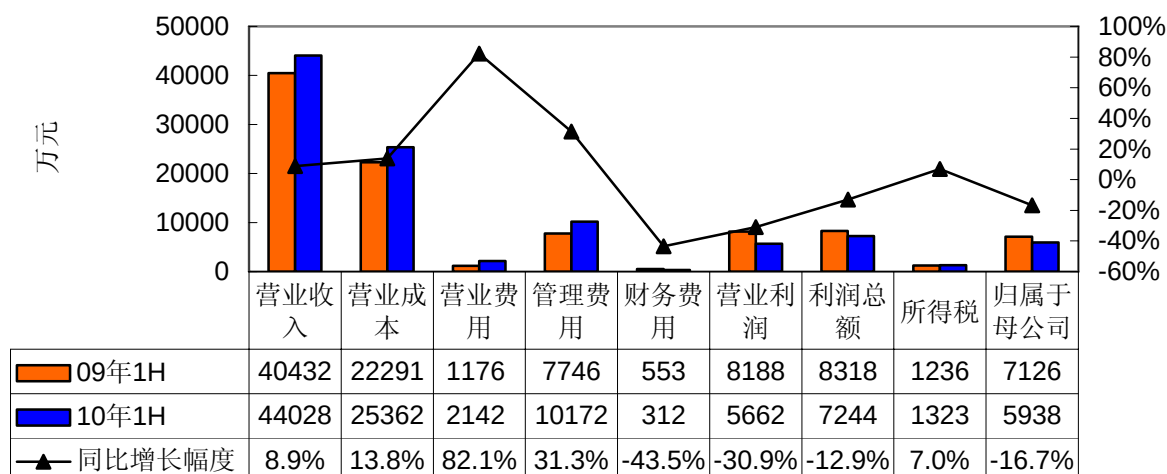
- 出口型原料药企业经营波动较大, 业绩可预测性差。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	928	1091	1398	1817
同比(%)	16%	18%	28%	30%
归属母公司净利润(百万元)	164	191	244	309
同比(%)	10%	16%	28%	26%
毛利率(%)	41.7%	40.8%	40.5%	40.1%
ROE(%)	13.8%	14.1%	15.7%	17.0%
每股收益(元)	0.37	0.43	0.55	0.69
P/E	43.61	37.53	29.29	23.16
P/B	6.04	5.31	4.61	3.95
EV/EBITDA	29	25	19	15

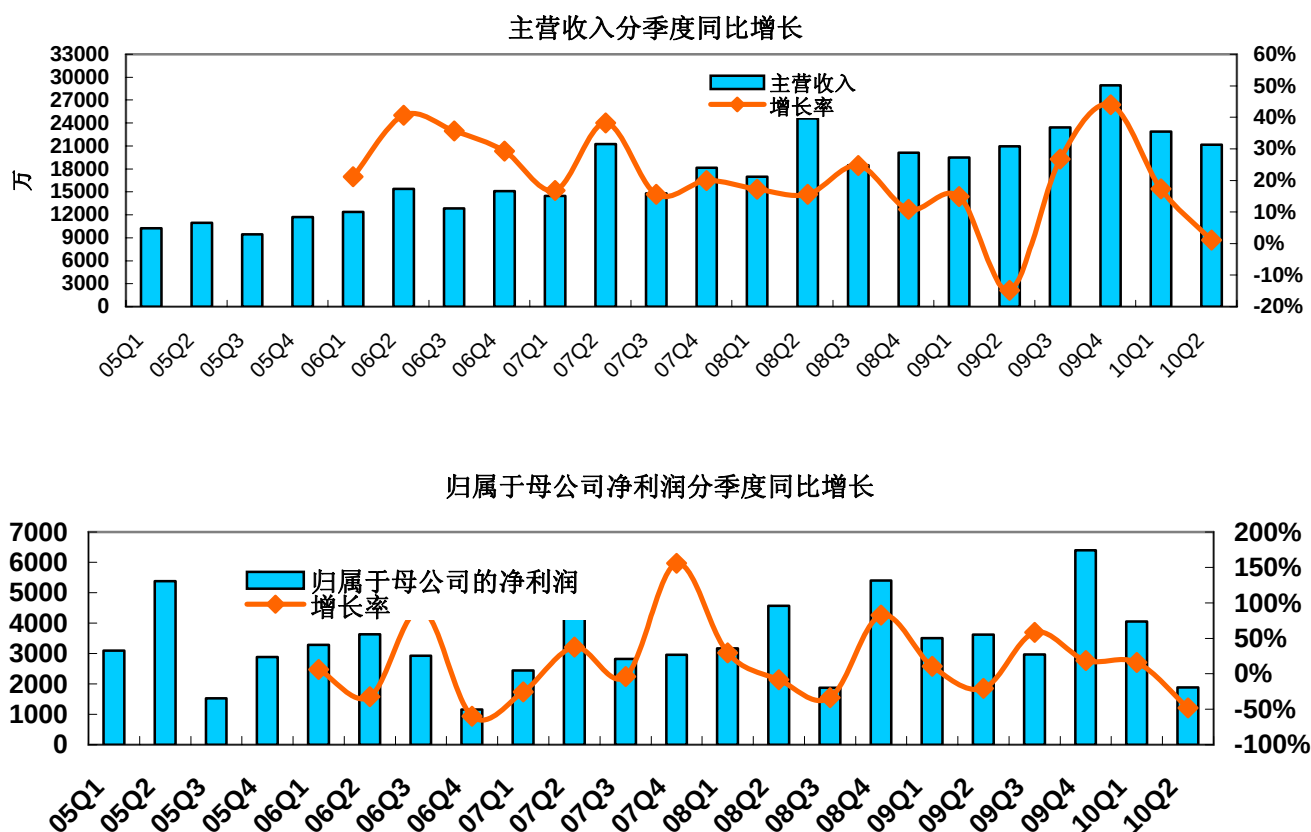
资料来源: 中投证券研究所

图 1：华海药业 10 年中期主要盈利性指标变化



资料来源：华海药业 10 年半年报、中投证券研究所

图 2：华海药业分季度数据



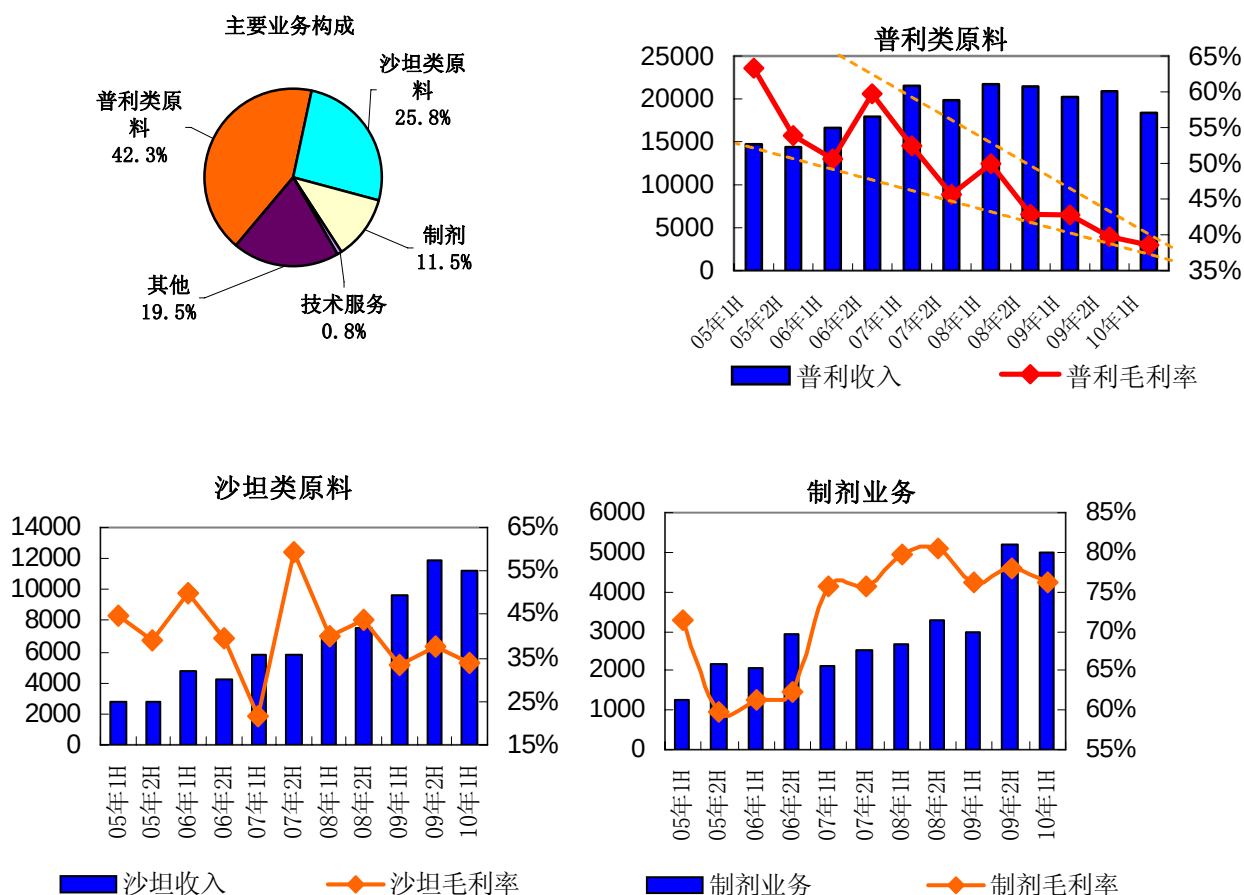
资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

表 1: 华海药业的季度盈利性数据

财务指标 (万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	19494	20938	23425	28939	22862	21166	1.1%	-7.4%
营业成本	10479	11812	14829	16980	13291	12071	2.2%	-9.2%
营业费用	554	622	633	907	935	1208	94.0%	29.2%
管理费用	4144	3602	3922	4985	5009	5162	43.3%	3.1%
财务费用	386	167	31	273	147	165	-1.0%	12.3%
营业利润	3669	4518	3717	5137	3214	2448	-45.8%	-23.8%
利润总额	3782	4537	3654	7574	4431	2813	-38.0%	-36.5%
所得税	310	926	707	1164	384	939	1.4%	144.5%
归属于母公司净利润	3500	3626	2972	6400	4052	1886	-48.0%	-53.5%
EPS	0.08	0.08	0.07	0.14	0.09	0.04	-48.0%	-53.5%
毛利率	46.25%	43.58%	36.70%	41.33%	41.86%	42.97%	-0.61%	1.11%
营业费用率	2.84%	2.97%	2.70%	3.14%	4.09%	5.71%	2.73%	1.62%
管理费用率	21.26%	17.20%	16.74%	17.23%	21.91%	24.39%	7.19%	2.48%
营业利润率	18.82%	21.58%	15.87%	17.75%	14.06%	11.57%	-10.02%	-2.49%
实际所得税率	8.20%	20.41%	19.36%	15.37%	8.67%	33.37%	12.96%	24.70%

资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

图 3: 华海主要产品增长情况



资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	996	1168	1461	1858	营业收入	928	1091	1398	1817
现金	283	321	371	435	营业成本	541	646	832	1088
应收账款	201	236	303	393	营业税金及附加	9	10	13	17
其它应收款	7	8	11	14	营业费用	27	33	42	55
预付账款	6	8	10	13	管理费用	167	191	238	309
存货	492	588	757	990	财务费用	9	12	11	11
其他	6	8	10	13	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	740	753	755	739	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	1	1	1
固定资产	437	557	608	617	营业利润	170	200	263	338
无形资产	107	104	102	99	营业外收入	32	32	32	32
其他	196	92	46	22	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	1735	1922	2216	2597	利润总额	195	225	288	363
流动负债	349	377	465	586	所得税	31	34	43	55
短期借款	0	0	0	0	净利润	164	191	244	309
应付账款	52	62	80	104	少数股东损益	-1	-1	-1	-2
其他	297	315	386	482	归属母公司净利润	165	192	246	311
非流动负债	174	170	170	170	EBITDA	248	287	372	466
长期借款	170	170	170	170	EPS (元)	0.37	0.43	0.55	0.69
其他	4	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	523	547	635	756	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	20	20	19	17	成长能力				
股本	299	449	449	449	营业收入	15.8%	17.5%	28.1%	30.0%
资本公积	253	104	104	104	营业利润	1.2%	17.1%	31.6%	28.9%
留存收益	641	803	1010	1271	归属于母公司净利润	9.9%	16.2%	28.1%	26.5%
归属母公司股东权益	1192	1355	1562	1824	获利能力				
负债和股东权益	1735	1922	2216	2597	毛利率	41.7%	40.8%	40.5%	40.1%
现金流量表					净利率	17.8%	17.6%	17.6%	17.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	13.8%	14.1%	15.7%	17.0%
经营活动现金流	317	193	200	224	ROIC	16.1%	17.3%	19.9%	22.2%
净利润	164	191	244	309	偿债能力				
折旧摊销	69	75	98	117	资产负债率	30.1%	28.5%	28.7%	29.1%
财务费用	9	12	11	11	净负债比率				
投资损失	0	-1	-1	-1	流动比率	2.85	3.10	3.14	3.17
营运资金变动	85	-89	-159	-220	速动比率	1.43	1.53	1.50	1.47
其它	-10	5	6	8	营运能力				
投资活动现金流	317	-93	-100	-100	总资产周转率	0.57	0.60	0.68	0.76
资本支出	131	100	100	100	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	0	-7	0	0	应付账款周转率	11.87	11.37	11.75	11.84
其他	448	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-96	-62	-50	-60	每股收益(最新摊薄)	0.37	0.43	0.55	0.69
短期借款	-200	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.71	0.43	0.45	0.50
长期借款	170	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.66	3.02	3.48	4.06
普通股增加	0	150	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-150	0	0	P/E	43.61	37.53	29.29	23.16
其他	-66	-62	-50	-60	P/B	6.04	5.31	4.61	3.95
现金净增加额	131	38	51	64	EV/EBITDA	29	25	19	15

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

誉猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434