

动态报告

医药保健

制药与生物

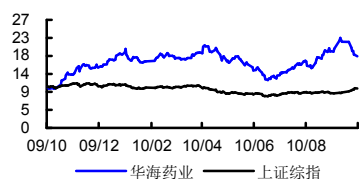
华海药业(600521)
推荐

2010 年三季报点评

(维持评级)

2010 年 10 月 20 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	18.15
总股本/流通 A 股(百万股)	448.8/448.8
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	8,146.4/8,146.4
上证综指/深圳成指	2,955.23/12,649.27
12 个月最高/最低 (元)	31.37/12.13

财务数据

净资产值(百万元)	1,219.75
每股净资产(元)	2.72
市净率	6.68
资产负债率	32.90%
息率	0.55%

相关研究报告:

《华海药业-600521-10 年中报点评: 业绩低于预期, 11 年或是转折点》——2010-8-16

《华海药业调研简报: 期待产业升级》——2010-3-26

《华海药业: 从原料出口到制剂出口的跨越式突破值得期待》——2008-1-20

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

期待制剂出口的突破

● 期间费用和普利类价格下跌拖累公司业绩

2010 年前三季度公司实现总收入 6.9 亿元, 同比增长 7.98%。营业利润 0.81 亿元, 同比下降 31.98%, 归属母公司股东净利润 0.88 亿元, 同比下降 12.64%, 实现 EPS0.20 元/股。ROE 为 7.23%, 经营性现金流 0.45 元/股, 而去年同期为负, 现金状况良好。

公司业绩下降的主要原因是: 1) 研发费用、销售费用大幅增加, 使管理费用率和销售费用率分别大幅提升 5.39 和 1.49 个百分点; 公司研发费用、药证注册、股权激励摊销费用以及国内制剂销售队伍的扩大对公司期间费用率构成较大压力。2) 老产品普利类原料药价格下跌使公司整体毛利率下降。

● Q3 单季度业绩未见改善

从 10Q3 单季度看, 收入增长 6.4%, 较 Q2 的 1.1% 的收入增速有所提高, 单季度净利润下降 3% (Q2 净利润下降 48%), 但若剔除营业外收入 (1195 万) 的影响, 单季度业绩未见改善势头。公司 Q3 管理费用率仍然高达 24.6%。

● 风险提示

制剂出口业务进展低于预期, 原料药价格大幅下跌。

● 期待制剂出口的突破和厚积薄发, 维持“推荐”评级

公司短期业绩受制于普利价格下跌导致毛利率下降, 以及管理费用、销售费用的持续提高, 但研发和销售投入有利于公司的长远发展。期待公司制剂出口的突破, 预计 2011 年将是公司的转折点。

我们略微下调 10-12 年 EPS 分别为 0.33、0.46、0.65 元, 同比下降 10%、增长 40%和 41%, 动态 PE56x、40x、28x。从全球制药产业转移的大趋势看, 公司有望厚积薄发, 但这个过程将是曲折的, 业绩仍可能充满不确定性。短期看估值偏高, 但有望被预期中即将到来的高成长而消化, 因此维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	801.43	928	1,024	1,348	1,762
(+/-%)	13.36%	15.8%	10.4%	31.6%	30.7%
净利润(百万元)	150.07	165	149	208	294
(+/-%)	13.66%	9.9%	-9.8%	39.8%	41.3%
每股收益 (元)	0.50	0.55	0.33	0.46	0.65
EBIT Margin		19.9%	15.3%	18.1%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	13.79%	13.8%	11.4%	14.1%	17.2%
市盈率 (PE)	36.19	32.9	54.7	39.2	27.7
EV/EBITDA		23.5	37.9	26.8	20.2
市净率 (PB)	4.99	4.56	6.21	5.51	4.76

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	283	300	300	307	营业收入	928	1024	1348	1762
应收款项	214	253	332	434	营业成本	541	603	759	964
存货净额	492	595	756	975	营业税金及附加	9	10	13	18
其他流动资产	6	10	13	18	销售费用	27	36	44	58
流动资产合计	996	1157	1402	1734	管理费用	167	219	287	374
固定资产	621	674	708	713	财务费用	9	11	13	11
无形资产及其他	107	103	100	96	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	11	11	11	11	资产减值及公允价值变动	(6)	(3)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	1735	1946	2220	2554	营业利润	170	142	229	334
短期借款及交易性金融负债	20	60	63	20	营业外净收支	25	32	15	10
应付款项	117	132	167	216	利润总额	195	174	244	344
其他流动负债	212	249	320	414	所得税费用	31	26	37	52
流动负债合计	349	441	550	650	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
长期借款及应付债券	170	170	170	170	归属于母公司净利润	165	149	208	294
其他长期负债	4	4	4	4					
长期负债合计	174	174	174	174					
负债合计	523	615	724	823					
少数股东权益	20	20	19	19					
股东权益	1192	1311	1477	1712					
负债和股东权益总计	1735	1946	2220	2554					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	165	149	208	294
资产减值准备	4	(6)	0	0
折旧摊销	69	74	86	95
公允价值变动损失	6	3	3	3
财务费用	9	11	13	11
营运资本变动	103	(98)	(138)	(182)
其它	(4)	5	(1)	(1)
经营活动现金流	342	127	159	209
资本开支	(124)	(120)	(120)	(100)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(124)	(120)	(120)	(100)
权益性融资	6	0	0	0
负债净变化	170	0	0	0
支付股利、利息	(72)	(30)	(42)	(59)
其它融资现金流	(288)	40	3	(43)
融资活动现金流	(85)	10	(39)	(102)
现金净变动	132	17	0	7
货币资金的期初余额	150	283	300	300
货币资金的期末余额	283	300	300	307
企业自由现金流	203	(11)	36	110
权益自由现金流	84	19	28	57

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.55	0.33	0.46	0.65
每股红利	0.10	0.07	0.09	0.13
每股净资产	3.98	2.92	3.29	3.81
ROIC	12%	9%	13%	16%
ROE	14%	11%	14%	17%
毛利率	42%	41%	44%	45%
EBIT Margin	20%	15%	18%	20%
EBITDA Margin	27%	23%	25%	25%
收入增长	16%	10%	32%	31%
净利润增长率	10%	-10%	40%	41%
资产负债率	31%	33%	33%	33%
息率	1.3%	0.5%	0.8%	1.1%
P/E	32.9	54.7	39.2	27.7
P/B	4.6	6.2	5.5	4.8
EV/EBITDA	23.5	37.9	26.8	20.2

资料来源：国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
				岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908		
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339
高 宇	0755- 82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧娣	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康 亢	010-66026337
张 旭	010-66026340	阳 瑾	0755-82133538	刘 洋	
蔺晓熠	021-60933146	周 琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑 云	021-60875163				
毛 甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	