

化学制药

华海药业 (600521. SH) / 15.08 元

与诺华和山德士签订战略协议， 未来爆发式增长可期

事 项

公司与诺华爱尔兰分部及其子公司山德士签订了战略协议。公司负责向诺华全球分支机构供应原料药和中间体产品，并且为山德士供应其商业化和研发阶段的一系列产品。双方同意继续对讨论中的产品列表进行进一步洽谈。

主要观点

- (1) **与专利药企的合作更进一步，产业转移的时机日渐成熟。**由于成本控制原因，国际制药巨头纷纷寻求降低采购成本的途径，而将制造转移至低成本和有质量保证的国家或地区正是不二选择。公司是中国第一家通过 FDA cGMP 认证并获得 ANDA 文号的制药企业，目前在美国拥有 8 个 ANDA 文号，其中 2 个为自主申报，在欧洲已经取得 2 个文号，并有 9 个正在申请；公司目前业务范围达到 25 个国家，在国际上具有一定的网络优势和品牌优势，自然成为了国际企业巨头寻求产业转移的合作对象。目前已有包括诺华制药、勃林格英格翰、阿斯利康、默克等知名企业具有合作意向或已签订合作协议，2010 年 3 月公司与默克公司签订了一项多年期制剂委托加工协议，本次战略协议的签订显示公司与专利药企的合作更进一步，产业转移的时机日渐成熟。
- (2) **普利类、沙坦类原料药放量可期，公司有望迎来业绩转折点。**诺华的心血管类产品主要包括：倍博特（缬沙坦 / 氢氯地平）、代文 / 复代文（缬沙坦）、洛汀新（贝那普利）。山德士的心血管类产品主要包括：卡托普利片、山坦（氯沙坦）。此前公司已与诺华以及山德士分别签订了转移生产协议和供货协议，我们认为，此次战略合作伙伴关系的建立预示着公司将成为诺华和山德士相应产品的主要原料药供应商，以满足其进行生产及在华销售的需要。
- (3) **投资建议：推荐（维持）。**因产品列表尚待进一步洽谈，我们维持对公司 2010-2012 年 EPS 为 0.32、0.43 和 0.63 元的业绩预测，对应 PE 分别为 46X、34X 和 23X。我们认为公司有望成为国际制药产业转移的先行者和最大受益者，随着产业转移时机日渐成熟，爆发式增长值得期待，维持“推荐”评级。
- (4) **风险提示。**1) 汇率波动风险。2) 海外注册审批存在时间上的不确定性。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002

联系人：陈海刚
Tel: 010-59370822
Email: chenhaigang@hczq.com

投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	44884
流通 A 股/B 股(万股)	44884/0
资产负债率(%)	30.14
每股净资产(元)	3.98
市盈率(倍)	41.03
市净率(倍)	3.79
12 个月内最高/最低价	33.0/11.92

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《产业升级先行者和产业转移最大受益者》
2010-04-16

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	996	1404	1802	2326
现金	283	752	1116	1642
应收账款	201	165	172	179
其它应收款	7	7	8	7
预付账款	6	24	21	17
存货	492	451	481	475
其他	6	4	5	5
非流动资产	740	652	581	507
长期投资	0	0	0	0
固定资产	437	371	304	238
无形资产	107	87	84	77
其他	196	194	193	192
资产总计	1735	2056	2383	2833
流动负债	349	495	586	699
短期借款	0	118	106	75
应付账款	52	40	44	45
其他	297	337	436	580
非流动负债	174	230	306	407
长期借款	170	227	302	403
其他	4	4	4	4
负债合计	523	725	892	1106
少数股东权益	20	20	20	19
股本	299	449	449	449
资本公积金	253	104	104	104
留存收益	641	759	921	1157
归属母公司股东权益	1192	1310	1472	1708
负债和股东权益	1735	2056	2383	2833

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	317	325	334	497
净利润	164	148	198	291
折旧摊销	69	70	70	70
财务费用	9	3	-1	-9
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	85	102	68	145
其它	-10	2	-1	0
投资活动现金流	-87	16	0	3
资本支出	131	0	0	0
长期投资	0	0	-0	-0
其他	44	16	0	3
筹资活动现金流	-96	128	29	26
短期借款	-200	118	-12	-31
长期借款	170	57	76	101
普通股增加	0	150	0	0
资本公积增加	0	-150	0	0
其他	-66	-46	-34	-43
现金净增加额	131	469	364	526

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	928	1015	1248	1635
营业成本	541	599	732	932
营业税金及附加	9	8	10	14
营业费用	27	41	50	65
管理费用	167	188	231	294
财务费用	9	3	-1	-9
资产减值损失	6	3	3	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	170	173	223	334
营业外收入	32	16	18	22
营业外支出	7	6	7	7
利润总额	195	183	234	349
所得税	31	34	35	58
净利润	164	148	198	291
少数股东损益	-1	-0	-0	-0
归属母公司净利润	165	148	199	291
EBITDA	248	246	291	395
EPS（元）	0.55	0.32	0.43	0.63

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	15.8%	9.4%	22.9%	31.0%
营业利润	1.2%	1.5%	28.7%	49.8%
归属母公司净利润	9.9%	-10.1%	34.1%	46.4%
获利能力				
毛利率	41.7%	41.0%	41.4%	43.0%
净利率	17.8%	14.6%	15.9%	17.8%
ROE	13.8%	11.3%	13.5%	17.0%
ROIC	13.5%	15.5%	23.9%	47.8%
偿债能力				
资产负债率	30.1%	35.3%	37.4%	39.0%
净负债比率	36.33%	48.46%	46.78%	44.26%
流动比率	2.85	2.84	3.08	3.33
速动比率	1.43	1.92	2.25	2.64
营运能力				
总资产周转率	0.57	0.54	0.56	0.63
应收帐款周转率	5	6	7	9
应付帐款周转率	11.87	13.10	17.57	21.04
每股指标(元)				
每股收益	0.37	0.33	0.44	0.65
每股经营现金	0.71	0.72	0.74	1.11
每股净资产	2.66	2.92	3.28	3.80
估值比率				
P/E	27.35	45.64	34.04	23.25
P/B	3.79	5.17	4.60	3.96
EV/EBITDA	27	27	23	17

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801