



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

公司动态
证券研究报告

2011年6月29日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511010021
sunli@cicc.com.cn

周峰

分析师, SAC 执业证书编号: S0080511030002
zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

华海药业 (600521.SH)

中报靓丽推动业绩预期再次提升

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	928	1,023	1,611	2,306
(+/- %)	15.8%	10.2%	57.5%	43.2%
主营业务利润	378	422	704	1,048
(+/- %)	3.5%	11.5%	66.8%	48.9%
营业利润	170	97	293	466
(+/- %)	1.2%	-43%	202%	58.9%
净利润	165	94	267	405
(+/- %)	10.1%	-43.3%	185%	51.9%
EPS (元)	0.31	0.17	0.50	0.75
P/E(x)	47.9	84.5	29.6	19.5
P/B(x)	3.7	3.4	1.8	1.6
ROE	13.6%	7.1%	10.5%	14.7%
现金分红收益率	0.7%	0.7%	1.9%	2.9%

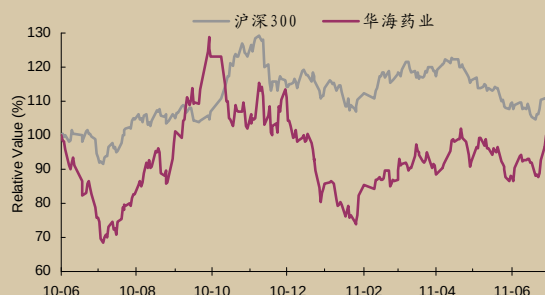
股票信息

	A股
股票代码	600521.CH
当前股价	人民币 14.68
日成交量 (百万股)	10.5
52周最高价/最低价	人民币 23.16/11.92
发行股数 (百万股)	539
总市值 (百万元)	7,907
其中: 流通股 (百万股)	539
主要股东 (持股比例)	陈保华、周明华 (26.1%、22.3%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[华海药业]	+13.80	+14.33	+6.70	+18.87
[沪深300指数]	+5.80	+2.65	-7.67	-0.73
[沪深300医药]	+6.66	+1.46	-12.34	-16.96

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

公司近况:

中报预增净利润同比增长 100%-150%。公司 6 月 28 日公告预计中报净利润较去年同期增长 100%-150%。2010 年同期业绩为 0.11 元, 推算今年中期 EPS 为 0.22~0.28 元。业绩符合我们预期, 超过市场一致预期约 20%。

沙坦增长 110%~150%, 符合预期, 下半年仍会加速。公司同时公告沙坦类原料药收入同比增长 110%~150%, 符合我们今年来沙坦进入爆发期的判断。下半年预计增速仍会提高, 主要原因有:

- 2010 年 10 月氯沙坦钾专利到期之前, 沙坦原料药主要以非规范市场为主, 价格持续下跌 (见图表 1, 2), 今年以来价格稳中有升, 因此下半年同比增速会显著高于上半年;
- 下半年, 市场另一主力品种厄贝沙坦专利即将到期 (见图表 3), 华海作为全球厄贝沙坦原料药的主要提供商, 受益明显。预计将会重复氯沙坦钾趋势, 推动收入环比加速增长。

普利超预期增长 20%~30%, 意外惊喜。普利类高血压药近年来受沙坦替代影响, 销量增速下降, 持续下降。从 2010 年下半年起, 价格趋于平稳 (见图表 4, 5)。主要原因是常年低价竞争, 市场洗盘初见成效。公司普利原料药产能、销量已是全球第一, 具备定价能力。此次中期增长 20%~30%, 预计主要来自公司对普利产品的定价和结构调整。

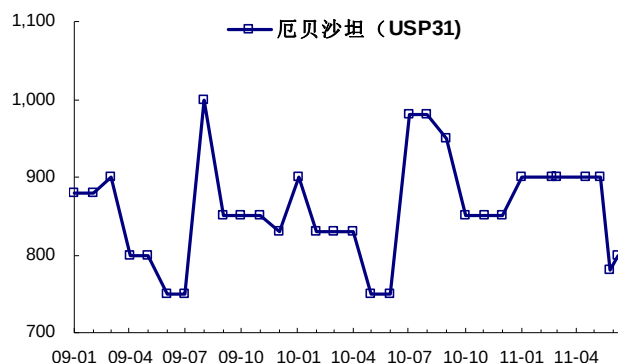
上调 2011、2012 业绩预测, 维持“审慎推荐”

根据公司最新进展, 我们再次上调了盈利预期 (见图表 6)。主要调高了今年对普利业务的增速假设, 提升 2011 年 EPS 预测至 0.50 元, 提升幅度为 5%; 相应提升 2012 年 EPS 预测至 0.75 元, 提升幅度为 8%。最新的营业利润 (不含房地产) 2011 和 2012 年增长幅度分别是 202% 和 59%。

当前 2011 和 2012 对应 PE 分别为 30x 和 20x, 与原料药行业估值平均水平持平, 但业绩增速大大高于行业。维持“审慎推荐”评级, 建议投资者密切跟踪沙坦, 尤其是厄贝沙坦的发展情况

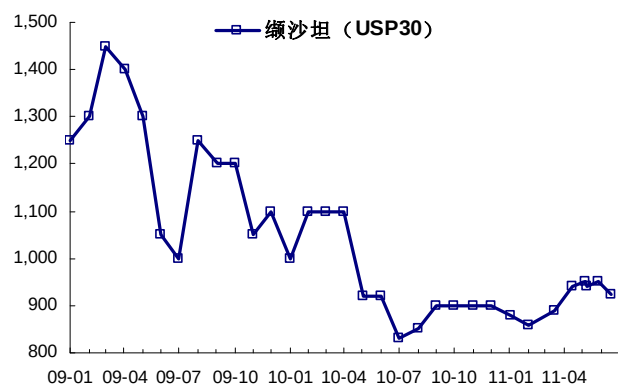
沙坦价格稳定，厄贝沙坦下半年专利到期

图表 1：厄贝沙坦国内报价



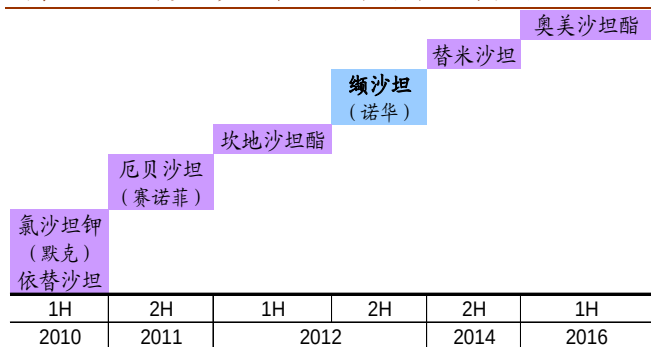
资料来源：健康网，中金研究部

图表 2：缬沙坦国内报价



资料来源：健康网，中金研究部

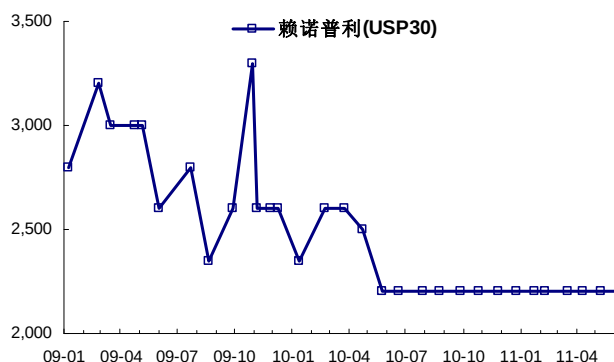
图表 3：主要沙坦产品在美国市场专利到期时间



资料来源：医药经济报，中金研究部

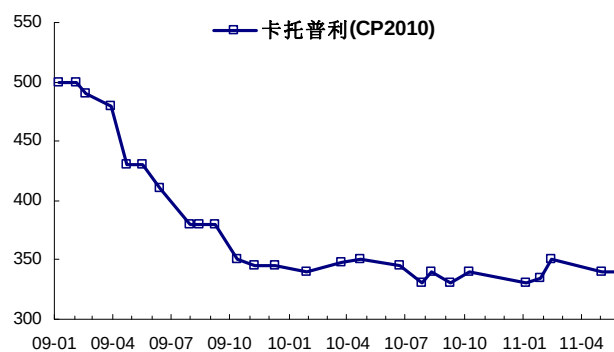
普利超预期增长 25%~30%

图表 4：莱诺普利国内报价



资料来源：健康网，中金研究部

图表 5：卡托普利国内报价



资料来源：健康网，中金研究部

分别上调 2011、2012EPS 预期 5%和 8%，维持“审慎推荐”

图表 6：盈利预测调整明细

		综合盈利预测调整			
		2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入 (人民币 百万)	调整前	928	1,023	1,507	2,180
	调整后	928	1,023	1,611	2,306
	(+/-%)	0	0	7	6
主营业务成本 (人民币 百万)	调整前	541	594	834	1,169
	调整后	541	594	895	1,242
	(+/-%)	0	0	7	6
净利润 (人民币 百万)	调整前	165	94	255	375
	调整后	165	94	267	405
	(+/-%)	0	0	5	8
总股本 (人民币)	调整前	539	539	539	539
	调整后	539	539	539	539
	(+/-%)	0	0	0	0
每股盈利 (人民币)	调整前	0.31	0.17	0.47	0.70
	调整后	0.31	0.17	0.50	0.75
	(+/-%)	0	0	5	8

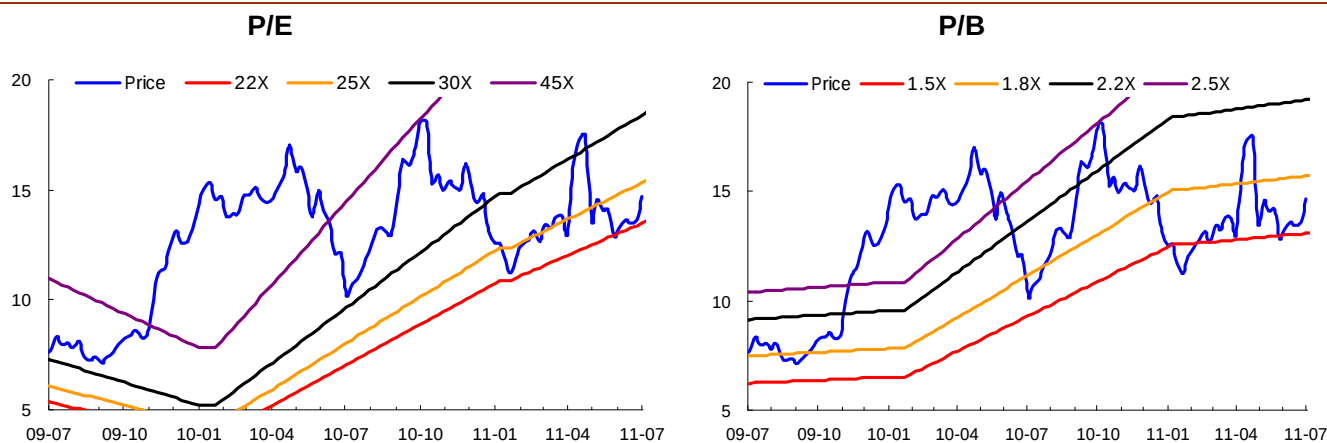
资料来源：Wind，中金研究部

图表 7: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					财务指标				
主营业务收入	928	1,023	1,611	2,306	成长性指标				
主营业务成本	-541	-594	-895	-1,242	主营业务收入增长率	15.8%	10.2%	57.5%	43.2%
主营业务利润	378	422	704	1,048	主营业务利润增长率	3.5%	11.5%	66.8%	48.9%
营业费用	-27	-43	-65	-89	净利润增长率	10.1%	-43.3%	185.1%	51.9%
管理费用	-167	-268	-393	-491	盈利性指标				
财务费用	-9	-7	-7	-11	毛利率	40.8%	41.2%	43.7%	45.4%
营业利润	170	97	293	466	三项费用	21.8%	31.0%	25.5%	24.3%
税前利润	195	128	333	506	息税前利润率	18.4%	9.5%	18.4%	20.4%
净利润	165	94	267	405	净利率	17.8%	9.1%	16.6%	17.6%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	317	299	27	468	资产收益率	9.5%	4.6%	8.9%	10.1%
营运资本的增减	82	-8	-311	-29	净资产收益率	13.6%	7.1%	10.5%	14.7%
投资活动现金流	-87	-264	-610	-610	营运效率性指标				
资本支出	-89	-264	-600	-600	应收和其他应收帐款回收期	81	101	95	90
自由现金流	229	35	-573	-132	存货周转期(天)	328	354	300	351
融资活动现金流	-96	-90	833	-130	负债指标				
货币资金增加额	131	-61	250	-271	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债表					资产负债率	30.1%	35.8%	14.7%	29.4%
货币资金	283	223	473	202	流动比率	2.85	1.62	3.79	1.77
应收款项	208	287	425	577	速动比例	1.44	0.78	2.27	0.71
存货	492	584	616	1,211	估值指标				
固定资产	621	797	1,328	1,840	摊薄每股收益(元)	0.31	0.17	0.50	0.75
短期借款	-	40	50	60	每股经营现金流(元)	1.06	0.67	0.05	0.87
应付款项	157	220	332	460	市盈率	47.9	84.5	29.6	19.5
股东权益	1,193	1,299	2,509	2,732	市净率	3.7	3.4	1.8	1.6
总资产	1,735	2,054	3,003	4,006	EV/EBITDA	18.8	41.2	21.7	14.2
					现金分红收益率	0.7%	0.7%	1.9%	2.9%

资料来源: Wind, 中金研究部

图表 8: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: Wind, 中金研究部

图表 9：可比公司估值表（2011-6-28）

公司名称	代码	收盘价 11-6-28	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率 2010A	净资产收益率		P/B		PEG 2011E	Growth 2010-2012E
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	2011E		LTM	2011E	LTM	2011E		
海正药业	600267	37.23	19,539	0.76	0.91	1.20	49x	41x	31x	29x	7x	0.4%	9.6%	15%	4.7x	6.0x	1.30	31%
华海药业	600521	14.68	7,907	0.24	0.50	0.75	61x	29x	20x	40x	28x	0.7%	9.5%	6.1%	5.8x	1.8x	0.27	108%
海翔药业	002099	22.22	3,566	0.61	0.88	1.20	37x	25x	19x	25x	18x	0.9%	15%	19%	5.3x	4.9x	0.50	50%
华邦制药	002004	44.65	5,894	1.02	0.98	1.19	44x	45x	37x	31x		0.0%	13%	14%	5.6x	5.2x	4.91	9%
天药股份	600488	8.03	4,359	0.17	0.22	0.29	46x	36x	28x	28x	20x	0.4%	5.8%	7.1%	2.6x	2.6x	1.15	31%
浙江医药	600216	31.39	14,127	2.45	2.94	3.30	13x	11x	10x	10x	9x	2.2%	27%	27%	3.5x	2.9x	0.77	14%
新和成	002001	28.64	20,791	1.56	2.06	2.40	18x	14x	12x	14x	11x	1.7%	22%	25%	4.0x	3.4x	0.53	26%
海普瑞	002399	38.40	30,728	1.39	1.88	2.49	28x	20x	15x	22x	17x	5.2%	14%	11%	3.8x	1.7x	0.72	28%
华北制药	600812	11.45	11,777	0.12	0.58	0.89		20x	13x	21x		0.0%	10%	38%	9.9x	7.1x	0.21	94%
兄弟科技	002562	22.63	2,415	0.50	0.81	1.15	45x	28x	20x	27x	19x	0.0%	6.6%	10%	3.0x	2.7x	0.50	56%
福安药业	300194	29.55	3,942	0.95	1.22	1.64	31x	24x	18x	25x	19x	0.0%	7.9%	18%	2.4x	2.7x	0.73	33%
新华制药	000756	7.48	2,299	0.21	0.30	0.35	35x	25x	21x	12x		0.0%	5.6%	-	2.0x		0.87	29%
大宗原料药——中值			4,534				38x	29x	21x	28x	18	0.4%	7.4%	12%	4.1x	2.9	0.52	50%
品牌中药——中值			8,707				41x	32x	23x	35x	17	0.3%	11%	14%	4.9x	3.9	0.92	33%
现代中药——中值			3,755				38x	28x	22x	30x	20	0.4%	11%	14%	4.1x	3.7	0.76	36%
化学制剂药——中值			4,541				38x	28x	21x	32x	21	0.7%	11%	13%	3.9x	4.0	0.81	33%
生物制药——中值			6,484				38x	24x	19x	25x	20	0.6%	14%	17%	4.6x	4.7	0.88	29%
医疗服务——中值			5,587				60x	44x	30x	34x	29	0.2%	14%	17%	8.0x	7.0	1.02	43%
医疗器械——中值			3,472				52x	34x	26x	48x	29	0.8%	9%	12%	4.7x	3.8	0.67	38%
综合性制药企业——中值			11,043				21x	17x	14x	16x	13	0.0%	13%	16%	2.9x	2.6	0.82	25%
医药商业——中值			5,425				49x	32x	24x	32x	19x	0.1%	8%	5%	4.4x	3.9	0.62	39%
全行业——中值			5,587				39x	28x	21x	29x	20x	0.4%	10%	14%	4.2x	3.5	0.76	35%

资料来源：Wind，中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

上海淮海中路证券营业部

上海淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

