

化学原料药

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 15.46 元

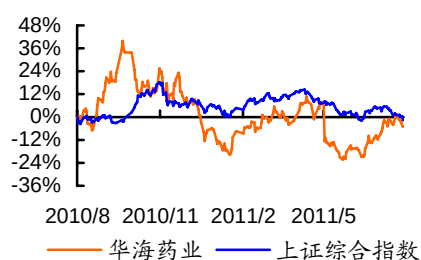
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2626.42
总股本(百万)	539
流通股本(百万)	539
流通市值(亿)	83
EPS (TTM)	0.24
每股净资产 (元)	2.45
资产负债率	35.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华海药业	6.47	6.29	0.00
上证综合指数	-6.74	-8.56	0.00



相关报告

《华海药业-美国 FDA 制剂认证再下一城, 为未来发展奠定基础》2011-6-3

《华海药业-基本面见底, 2011 年将成反转年》2011-3-29

《华海药业-基本面见底, 2011 年将成反转年》2011-3-28

华海药业

600521

推荐

沙坦放量助推业绩超预期

华海药业 2011 年中期收入同比增长 109%, 归属于母公司的净利润增长 122%, 实现 EPS0.24 元。

投资要点:

- **收入利润同步大幅增长, 费用率有较大幅度降低。**华海半年报收入利润大幅增长, 而营业费用同比仅增长 5%, 管理费用同比增长 35%, 整体费用率有较大幅度下降;
- **2 季度主业增长仍然快速。**公司 2 季度收入达到 3.93 亿, 扣除 1 季度有 2.31 亿的地产业务因素, 公司 2 季度主业仍然处于高速增长态势, 环比增长幅度应当在 30%以上;
- **沙坦类原料药放量助推业绩超预期。**2011 年上半年以来, 缬沙坦、厄贝沙坦出口进入爆发期, 海关数据显示, 上半年国内出口量已经超过去年全年。华海中期沙坦类药物同比增长 130%, 成为公司最大的一类产品。普利类原料药同比增长幅度也达到 26.63%, 有所加快, 制剂同比增长 17.42%, 略有放缓;
- **制剂出口仍在积累过程中。**公海海年内又获得了多个 FDA 制剂认证, 通过认证的制剂文号应该已经接近 10 个, 预计未来华海以美国公司及相关子公司进行制剂海外销售的可能较大, 在制剂品种累计到一定程度时将迎来制剂出口的春天。
- **目前仍处于快速增长的美好时光, 维持推荐评级。**华海药业基本面在 2010 年见底, 根据以往的经验来看, 沙坦的放量放量应当能持续 1-2 年, 那么持续增长也将可以持续。我们预测公司 2011-2013 年利润 EPS 为 0.42、0.56 和 0.66 元, 维持推荐评级。

风险提示: 原料药价格波动较大, 将引起企业盈利大幅波动。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1023	1675	2013	2584
同比(%)	10%	64%	20%	28%
归属母公司净利润(百万元)	94	226	301	357
同比(%)	-43%	142%	33%	19%
毛利率(%)	42.0%	39.0%	40.0%	38.8%
ROE(%)	7.2%	15.3%	17.4%	17.6%
每股收益(元)	0.17	0.42	0.56	0.66
P/E	88.98	36.78	27.63	23.29
P/B	6.42	5.62	4.80	4.09
EV/EBITDA	46	21	16	13

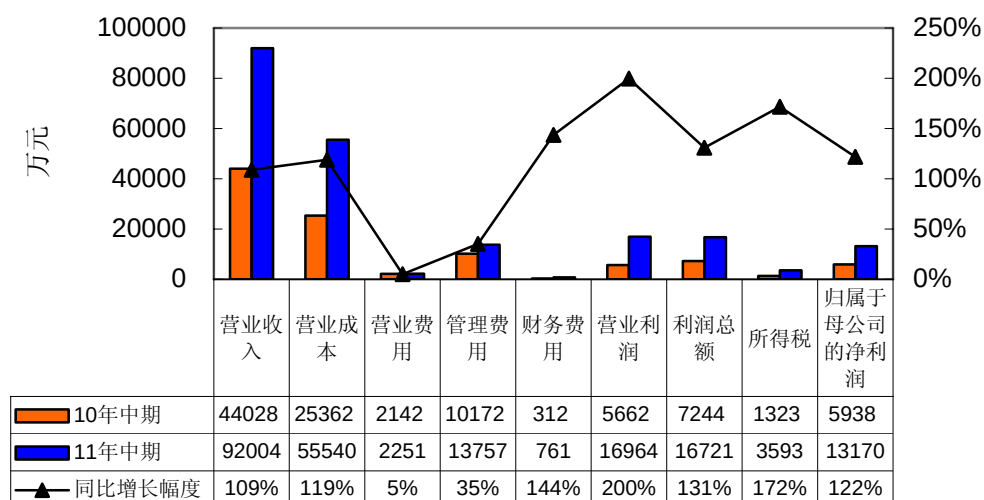
资料来源: 中投证券研究所

1. 主营业务大幅增长

华海药业 2011 年中期收入同比增长 109%，而营业费用仅有 5% 增长，管理费用也只增长 35%，营业利润大幅增长 200%！

因 2010 年同期有 1712 万的投资收益，最终中期华海归属于母公司的净利润同比增长 122%。

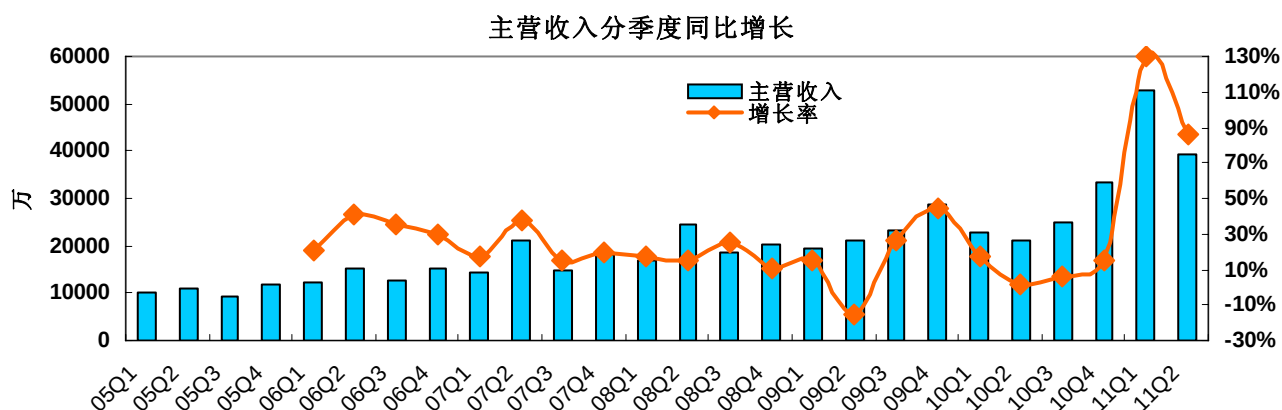
图 1：华海药业 11 年上半年主要盈利性指标变化



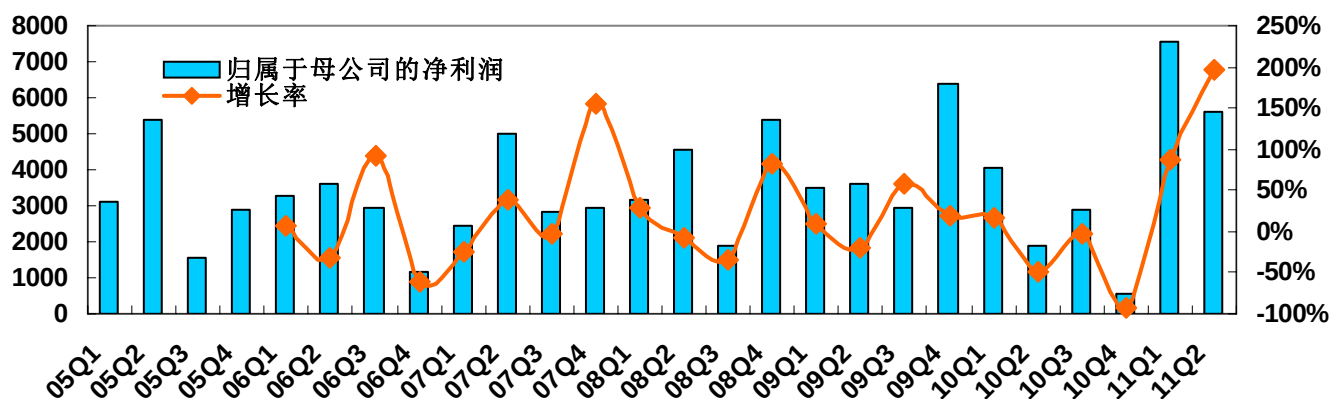
资料来源：华海药业 11 年半年报、中投证券研究所

季度数据显示，1 季度华海单季收入达到 5.26 亿，其中地产业务贡献了 23086 万，利润达到 7580 万，达到历年新高，2 季度利润同比增长幅度达到 196%，如果扣除地产因素，2 季度环比收入也有较大增长。

图 2：华海药业分季度数据



归属于母公司净利润分季度同比增长



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)	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	22862	21166	24928	33329	52643	39361	86.0%	-25.2%
营业成本	13291	12071	15075	18916	32646	22893	89.7%	-29.9%
营业费用	935	1208	839	1272	1030	1221	1.1%	18.5%
管理费用	5009	5162	6142	10495	6874	6883	33.3%	0.1%
财务费用	147	165	217	161	199	562	240.3%	182.1%
营业利润	3214	2448	2436	1620	9891	7073	188.9%	-28.5%
利润总额	4431	2813	3522	2015	9770	6952	147.1%	-28.8%
所得税	384	939	640	1464	2192	1402	49.3%	-36.0%
归属于母公司净利润	4052	1886	2883	537	7580	5589	196.4%	-26.3%
EPS	0.08	0.04	0.05	0.01	0.14	0.10	196.4%	-26.3%
毛利率	41.86%	42.97%	39.52%	43.25%	37.99%	41.84%	-1.13%	3.85%
营业费用率	4.09%	5.71%	3.37%	3.82%	1.96%	3.10%	-2.60%	1.15%
管理费用率	21.91%	24.39%	24.64%	31.49%	13.06%	17.49%	-6.90%	4.43%
财务费用率	0.64%	0.78%	0.87%	0.48%	0.38%	1.43%	0.65%	1.05%
营业利润率	14.06%	11.57%	9.77%	4.86%	18.79%	17.97%	6.40%	-0.82%
实际所得税率	8.67%	33.38%	18.16%	72.69%	22.43%	20.16%	-13.22%	-2.27%

资料来源：华海药业历年报表、中投证券研究所

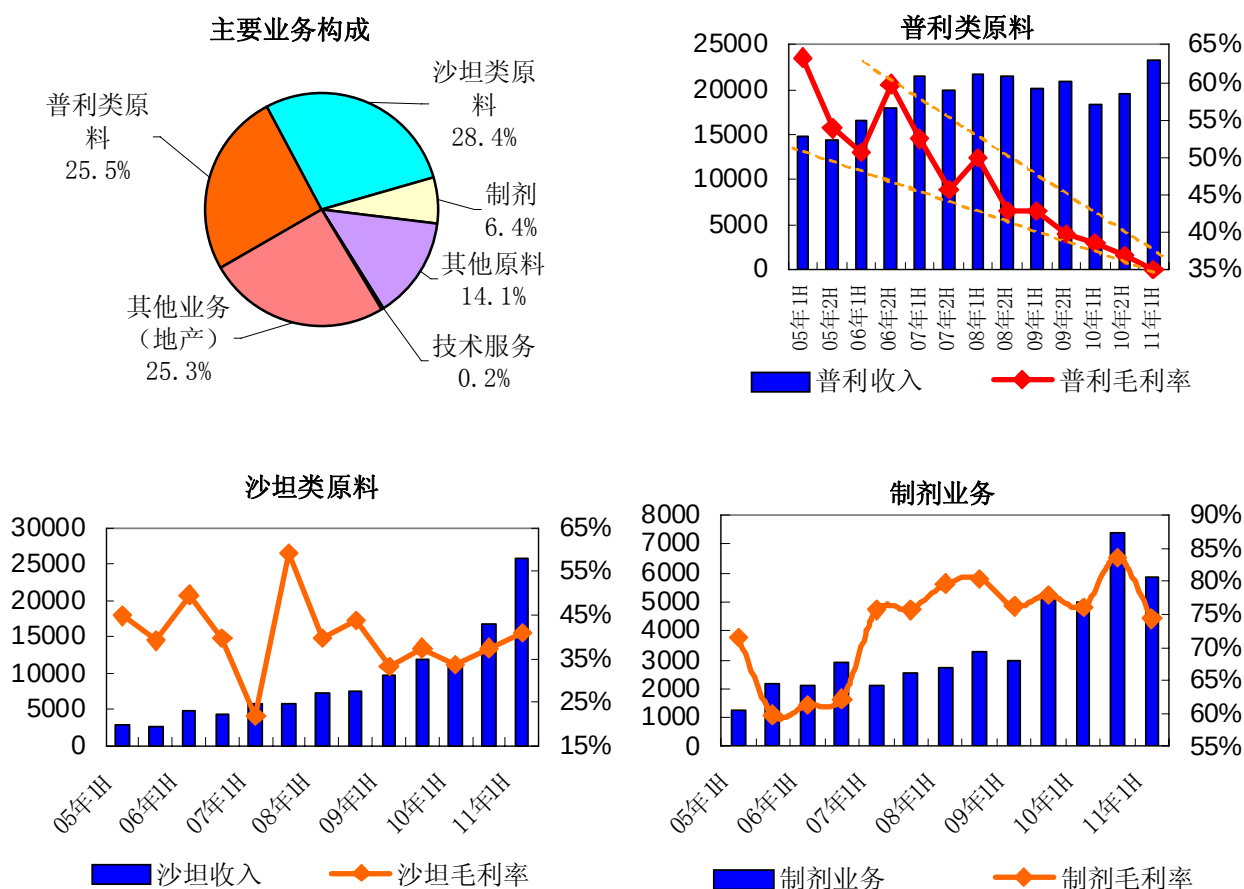
2. 沙坦原料药大幅放量

2011 年以来，缬沙坦和厄贝沙坦的出口也开始进入爆发期，特别是 2011 年上半年的出口数量已经超过了前一年全年的规模。华海药业 2011 年中期沙坦类药物销售额达到 2.58 亿，同比增长 130.25%，毛利率也有所提高。沙坦类原料药占公司收入比重已经达到 28.4%，成为公司最大的一类产品。

相对而言公司普利类原料药收入增长 26.63%，也有所加快，制剂收入增长

17.42%，略有放缓。

图 3：华海主要产品增长情况



资料来源：华海药业历年报表、健康网、中投证券研究所

海外制剂方面，华海年内又获得了多个 FDA 制剂认证，通过认证的制剂文号应该已经接近 10 个，但目前公司有些文号已经转移到 PRINSTON PHARM LLC 等公司名下，预计未来华海以美国公司及相关子公司进行制剂海外销售的可能较大，在制剂品种累计到一定程度时将迎来制剂出口的春天。

3. 未来发展趋势和盈利预测

华海药业基本面在 2010 年见底，目前随着 2012-2013 年沙坦类药品专利集中过期的到来，公司的沙坦原料大幅放量，根据以往的经验来看，这种放量应当能持续 1-2 年，这将给公司带来一段利润快速增长的时光，未来如果公司制剂出口能够顺利衔接上，那么将能实现持续增长。

我们预测公司 2011-2013 年利润 EPS 为 0.42、0.56 和 0.66 元，维持推荐评级。

表 2：华海药业分产品预测

产品分类	2010	2011E	2012E	2013E
原料药	87187	127564	171519	217771
毛利率	35.1%	36.3%	36.4%	34.9%
1、普利类	37921	45505	52330	60180
毛利率	37.7%	35.0%	34.5%	33.0%
2、沙坦类	27924	55849	86566	116864
毛利率	35.9%	41.0%	40.5%	38.0%
3、其他原料药	15342	18411	22093	26512
毛利率	26.7%	26.7%	26.7%	26.7%
制剂	12387	16801	29306	40098
毛利率	80.6%	67.7%	60.9%	59.6%
1、国内制剂	11441	14301	19306	25098
毛利率	84.2%	74.3%	74.3%	74.3%
2、制剂出口	946	2500	10000	15000
毛利率	36.6%	30.0%	35.0%	35.0%

资料来源：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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	1131	1738	2127	2729	营业收入	1023	1675	2013	2584
现金	223	200	300	350	营业成本	594	1021	1208	1582
应收账款	282	462	555	712	营业税金及附加	7	12	15	19
其它应收款	5	8	10	13	营业费用	43	50	57	75
预付账款	35	60	71	94	管理费用	268	290	342	439
存货	584	1005	1188	1557	财务费用	7	13	21	23
其他	1	2	3	3	资产减值损失	7	8	0	0
非流动资产	923	916	890	841	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	493	654	706	698	营业利润	97	281	371	447
无形资产	114	111	108	105	营业外收入	35	10	10	10
其他	315	151	75	37	营业外支出	4	4	4	4
资产总计	2054	2654	3017	3569	利润总额	128	286	376	452
流动负债	698	1112	1377	1691	所得税	34	60	75	95
短期借款	40	303	421	471	净利润	94	226	301	357
应付账款	79	136	160	210	少数股东损益	-0	-0	-0	-0
其他	579	674	795	1010	归属母公司净利润	94	226	301	358
非流动负债	38	0	0	0	EBITDA	182	388	518	619
长期借款	0	0	0	0	EPS（元）	0.17	0.42	0.56	0.66
其他	38	0	0	0					
负债合计	736	1112	1377	1691	主要财务比率				
少数股东权益	21	21	21	21	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	449	539	539	539	成长能力				
资本公积	146	56	56	56	营业收入	10.2%	63.7%	20.2%	28.3%
留存收益	705	886	1142	1439	营业利润	-43.0%	188.9%	32.1%	20.4%
归属母公司股东权益	1297	1480	1736	2034	归属于母公司净利润	-43.3%	141.9%	33.1%	18.6%
负债和股东权益	2054	2614	3134	3745	获利能力				
					毛利率	42.0%	39.0%	40.0%	38.8%
					净利率	9.1%	13.5%	15.0%	13.8%
					ROE	7.2%	15.3%	17.4%	17.6%
					ROIC	7.9%	17.9%	22.3%	23.5%
					偿债能力				
					资产负债率	35.8%	42.6%	43.9%	45.1%
					净负债比率				
					流动比率	1.62	1.56	1.55	1.61
					速动比率	0.78	0.65	0.67	0.69
					营运能力				
					总资产周转率	0.54	0.71	0.71	0.78
					应收账款周转率	4	4	4	4
					应付账款周转率	9.09	9.53	8.16	8.54
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.17	0.42	0.56	0.66
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.56	-0.05	0.57	0.45
					每股净资产(最新摊薄)	2.41	2.75	3.22	3.78
					估值比率				
					P/E	88.98	36.78	27.63	23.29
					P/B	6.42	5.62	4.80	4.09
					EV/EBITDA	46	21	16	13

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±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

中投医药团队荣誉：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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，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，整体负责中投医药团队研究工作；

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、医疗服务及政策研究；

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，负责生物制药行业及医药流通研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责条款

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告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