



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9月23日

医疗保健

研究部

孙亮

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

周峰

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

推荐

华海药业 (600521.SH)

3 季度有望保持高增长趋势——临时股东会

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%
净利润	165	94	271	406
(+/- %)	10.1%	-43.3%	190%	49.7%
EPS (元)	0.31	0.17	0.50	0.75
P/E(x)	49.9	87.9	30.3	20.3
P/B(x)	3.8	3.5	1.8	1.7
ROE	13.6%	7.1%	10.7%	14.7%
现金分红收益率	0.7%	0.7%	1.9%	2.8%

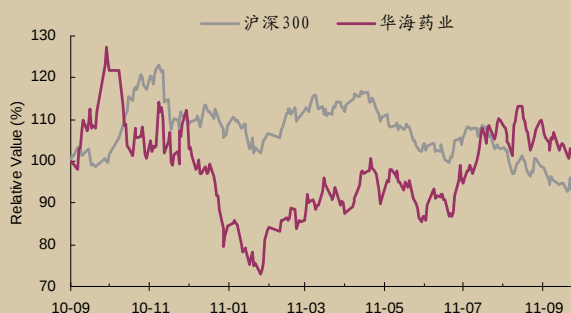
股票信息

	A股
股票代码	600521.CH
当前股价	人民币 15.28
日成交量 (百万股)	0.94
52周最高价/最低价	人民币 19.20/12.45
发行股数 (百万股)	539
总市值 (百万元)	8,230
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]	+0.46	-3.72	+18.45	+23.73
[沪深300指数]	+1.86	-1.31	-3.61	-9.57
[沪深300医药]	+1.44	-4.01	+5.36	-17.97

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:

公司近日召开临时股东大会, 审议并通过了“发行不超过短期融资券的议案”和扩大公司收购、融资权限的议案。

评论:

融资 5 亿元主要是补充流动资金和保证资本开支。今年以来公司收入因沙坦爆发而高速增长。与之相应对流动资金需求也大幅提高。而国内信贷紧缩和利率上升对公司资金利用影响较大。发行 5 亿短融可迅速缓解公司资金压力, 降低财务成本, 保证公司快速发展所需要的资本开支。

沙坦保持快速增长势头, 扩产如期进行。3 季度沙坦经营保持快速增长势头, 价格保持稳定。随着 2012 年沙坦类在欧美相应地区专利到期, 预计未来 2 年需求仍将保持快速增长势头。当前公司各类沙坦合计产能约 500 吨, 到今年底, 有望再扩额沙坦约 120 吨, 明年有望再扩厄贝沙坦 120 吨, 同时公司开展中间体跨地区扩建和专利过程。

普利保持稳健增长。随着全球普利使用日渐成熟, 华海在全球实质性取代原有欧美和其他供应商, 从而带来公司普利类经营持续增长, 当前价格稳定。目前陆续退出普利市场的主要来自西班牙和印度企业。

多奈哌齐有望成为公司未来很大的潜力品种。多奈哌齐主要治疗老年痴呆症, 2009 年全球销售额达 35 亿美元。目前是公司在美、欧和国内共同取得制剂文号的产品。而且客户相对更易于接受学术调研, 公司寄以厚望, 有望成为未来的大品种。

国内制剂发展顺利, 研发高投入预计带来收入在 2013。3 季度公司国内制剂业务发展稳健, 我们预计全年收入在 1.5 亿元, 较为保守。公司着力开展新品种申报。按目前国内审批时间推算, 2013 年后公司将会有大量国内文号, 届时有望缓解公司销售窘境。

研发持续投入, 力度不断加大。未来集中的抗肿瘤和精神类药物。

估值与建议:

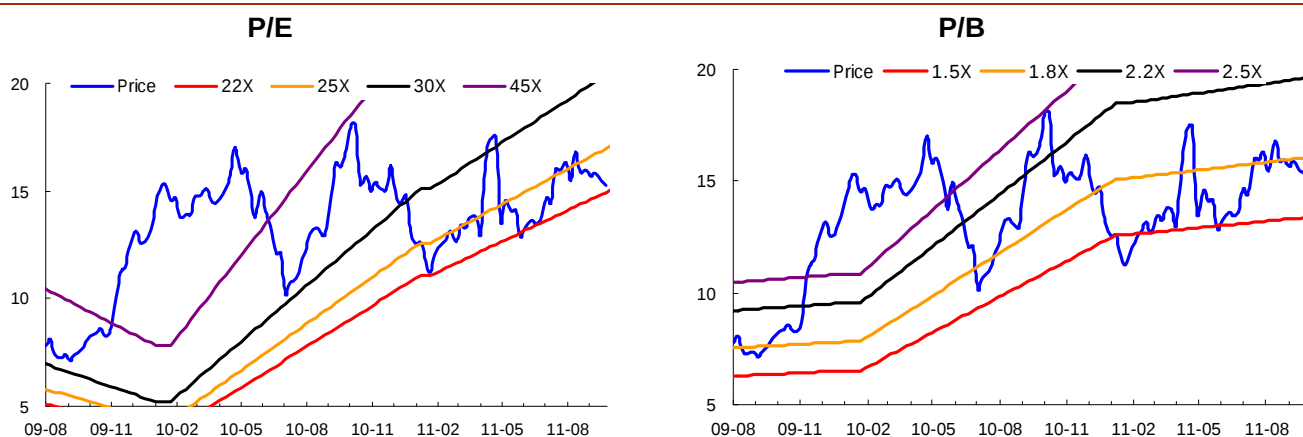
维持“推荐”评级和 2011、2012 年的业绩预期, 分别为 0.50 元和 0.75 元。对应 PE 分别为 30x 和 20x。有较大的上升空间。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 历史和预测的财务指标

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	-62	-84	净利润增长率	10.1%	-43.3%	189.9%	49.7%
管理费用	-167	-268	-393	-491	盈利性指标				
财务费用	-9	-7	-17	-14	毛利率	40.8%	41.2%	43.7%	45.4%
营业利润	170	97	301	468	三项费用	21.8%	31.0%	25.9%	24.3%
税前利润	195	128	339	508	息税前利润率	18.4%	9.5%	20.0%	22.0%
净利润	165	94	271	406	净利润率	17.8%	9.1%	16.8%	17.6%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	317	299	32	-72	资产收益率	9.5%	4.6%	7.1%	9.8%
营运资本的变动	82	-8	-311	-570	净资产收益率	13.6%	7.1%	10.7%	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(天)	81	101	95	90
自由现金流	229	35	-568	-672	存货周转期(天)	328	354	300	351
融资活动现金流	-96	-90	1,623	-233	负债指标				
货币资金增加额	131	-61	1,045	-915	净债务/所有者权益	net cash	net cash	net cash	net cash
资产负债表					资产负债率	30.1%	35.8%	32.3%	31.9%
货币资金	283	223	1,268	354	流动比率	2.85	1.62	1.95	1.68
应收款项	208	287	425	577	速动比例	1.44	0.78	1.44	0.75
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	840	750	每股经营现金流(元)	1.06	0.67	0.06	-0.13
应付款项	157	220	332	460	市盈率	49.9	87.9	30.3	20.3
股东权益	1,193	1,299	2,513	2,734	市净率	3.8	3.5	1.8	1.7
总资产	1,735	2,054	3,798	4,158	EV/ EBITDA	19.6	42.9	21.0	14.6
					现金分红收益率	0.7%	0.7%	1.9%	2.8%

资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 2: 历史 P/E 和 P/B


资料来源: wind, 中金公司研究部

图表 3：可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA	P/S		股息收益率	净资产收益率		P/B		PEG
		11-9-23	(百万元)	LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	LTM	2010A	LTM	2011E	LTM	2011E	2011E	
海正药业	600267	35.94	18,862	0.85	0.91	1.20	42x	39x	30x	28x	3.9x	0.4%	10.6%	15%	4.5x	5.8x	1.27	
华海药业	600521	15.28	8,230	0.31	0.50	0.75	50x	31x	20x	43x	5.5x	0.7%	12.2%	6.1%	6.0x	1.9x	0.29	
海翔药业	002099	21.70	3,504	0.59	0.79	1.10	37x	27x	20x	25x	2.9x	0.9%	14%	17%	5.2x	4.8x	0.62	
华邦制药	002004	45.30	5,980	1.10	1.59	2.09	41x	28x	22x	32x	10.4x	0.0%	14%	0%	5.7x		0.64	
浙江医药	600216	28.16	12,674	2.58	2.89	3.23	11x	10x	9x	9x	2.7x	2.5%	29%	27%	3.1x	2.6x	0.76	
新和成	002001	25.26	18,337	1.63	2.00	2.31	15x	13x	11x	13x	4.8x	2.0%	23%	24%	3.6x	3.0x	0.54	
天药股份	600488	7.35	3,990	0.17	-	0.29	42x		25x	26x	3.0x	0.4%	5.7%	0.0%	2.4x		-	
西南合成	000788	8.48	4,942	0.49	0.29	0.38	17x	29x	22x	16x	3.5x	1.2%	34%	17%	5.9x	3.4x	3.01	
千红制药	002550	30.08	4,813	0.91	1.07	1.37	33x	28x	22x	25x	5.3x	0.8%	9%	8%	2.9x	2.4x	1.35	
海普瑞	002399	30.26	24,214	1.22	1.58	1.97	25x	19x	15x	18x	6.7x	6.6%	12%	11%	3.0x	2.7x	1.36	
华北制药	600812	9.41	9,679	0.05	0.58	0.89		16x	11x	19x	0.7x	0.0%	5%	38%	8.1x	5.8x	0.17	
鑫富药业	002019	14.55	3,207	-0.94	0.17	0.87		84x	17x		7.8x	0.0%	-30%	0%	4.6x			
九九久	002411	12.88	2,991	0.21	0.25	0.39		52x	33x	38x	3.0x	0.6%	6.3%	0%	3.9x		0.97	
兄弟科技	002562	26.90	2,870	0.48	0.93	1.70	56x	29x	16x	30x	4.5x	0.0%	6.4%	11%	3.5x	3.2x	0.32	
福安药业	300194	29.89	3,987	0.96	1.29	1.60	31x	23x	19x	25x	9.3x	0.0%	7.9%	9%	2.5x	2.2x	0.74	
天马精化	002453	28.61	3,433	0.58	0.92	1.52	50x	31x	19x	37x	4.4x	0.7%	9.6%	13%	4.8x	4.0x	0.40	
建新股份	300107	15.93	2,131	0.34	0.39	0.66	47x	41x	24x	30x	6.8x	2.8%	5.6%	6%	2.6x	2.5x	1.39	
联化科技	002250	21.61	8,579	0.62	0.73	1.03	35x	30x	21x	29x	3.8x	0.9%	27%	18%	9.5x	5.2x	0.71	
美罗药业	600297	8.28	2,898	0.05	0.25	0.46		33x	18x	43x	3.5x	0.0%	2.2%	6%	3.6x	1.8x	0.14	
永太科技	002326	26.50	6,368	0.27	0.59	1.06		45x	25x	65x	11.1x	0.0%	7.3%	15%	7.1x	4.2x	0.41	
新开源	300109	23.10	1,663	0.35	-	1.52	67x		15x	50x	9.1x	0.9%	7.3%	0%	4.9x		-	
海南海药	000566	25.17	6,232	0.47	0.58	0.70		44x	36x	79x	9.7x	0.0%	22.8%	15%	12.1x	4.5x	0.34	
联环药业	600513	14.68	1,718	0.18	-	-				49x	5.9x	0.3%	6.9%	-	5.5x			
鲁抗医药	600789	6.99	4,065	0.18	0.21	0.24	39x	34x	29x	15x	1.8x	0.0%	6.1%	7%	2.4x	2.3x	10.68	
普洛股份	000739	8.60	2,208	0.01	-	0.38			23x	21x	1.4x	0.2%	0.5%	-	2.7x		-	
新华制药	000756	6.77	2,081	0.22	-	0.35	31x		19x	11x	0.8x	0.7%	5.7%	-	1.8x		-	
东北制药	000597	10.91	3,642	-0.34	1.07	1.58		10x	7x	17x	0.8x	0.0%	-5.5%	17%	1.7x	1.5x		
化学原料药——中值		4,028					38x	30x	20x	28x	4.4x	0.5%	7.6%	9%	4.2x	3.1	0.47	
品牌中药——中值		7,682					40x	28x	22x	35x	6.4x	1.5%	10%	13%	4.5x	3.5	0.81	
现代中药——中值		4,260					39x	31x	24x	31x	6.9x	0.7%	10%	12%	4.1x	4.3	0.91	
化学制剂药——中值		4,685					36x	32x	25x	28x	6.3x	0.8%	11%	11%	3.8x	4.2	1.13	
生物制剂——中值		6,158					36x	29x	22x	25x	7.4x	0.6%	14%	16%	4.5x	4.3	0.94	
医疗服务——中值		6,415					65x	48x	33x	39x	10.3x	0.3%	14%	17%	9.2x	8.2	1.03	
医疗器械——中值		3,448					47x	38x	26x	46x	9.4x	0.8%	10%	12%	4.6x	4.6	0.84	
综合性制药企业——中值		9,886					18x	18x	14x	17x	2.1x	0.4%	12%	14%	2.7x	2.6	0.91	
医药商业——中值		4,182					35x	32x	24x	32x	1.0x	0.7%	9%	7%	4.1x	3.0	1.06	
全行业——中值		5,351					38x	31x	23x	29x	5.2x	0.7%	11%	13%	4.2x	3.7	0.87	

资料来源：wind，中金公司研究部

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/或机构投资者提供。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
上海市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

北京市建国门外大街甲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
卓远商务大厦一座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

上海市淮海中路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

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

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



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