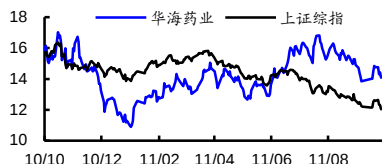


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
华海药业(600521)
推荐
2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	538.6/538.6
总市值 (百万元)	7,567.4/7,567.4
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低 (元)	20.44/12.67

相关研究报告:

《华海药业-600521-分享沙坦类专利到期的春天》——2011-8-8

《华海药业-600521-氯沙坦钾美国市场获批, 制剂出口更上一层楼》——2011-6-8

《华海药业-600521-多奈哌齐美国市场获批, 实现重磅品种快速仿制》——2011-6-7

《华海药业-600521-10 年三季报点评: 期待制剂出口的突破》——2010-10-20

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

季报点评

11-12 年高增长无忧

●持续高增长, 业绩超预期

公司前三季度收入 13.79 亿元 (+100%), 归属于母公司股东净利润 1.92 亿元 (+118%略超我们预期的增长 110%, 已预增 100%以上), EPS0.36 元; 扣非后净利润 1.93 亿元 (+198%)。ROE 为 14.24%, 经营性现金流 0.21 元/股 (-43.24%)。若扣除 4000 多万股票期权激励费用和一次性房地产贡献的 5500 万净利润, 11H1 扣非后实际主业为 1.72 亿元, 合 EPS0.32 元, 同比增长 166%。

●11Q3 单季度环比略有增长

11Q3 扣除房地产业务收入 4.09 亿元同比增长 64%, 环比增长 9%; 扣除股票期权激励费用和一次性房地产收益, 11Q3 扣非后实际主业 0.62 亿元 (合 EPS0.115 元) 同比增长 223%, 环比增长 10%。三季度沙坦类原料药价格保持相对稳定, 环比量有所增长。

●风险提示

沙坦类原料药价格大幅、快速下跌; 制剂业务进展低于预期。

●11-12 年高增长无忧, 13 年存不确定性, 维持“推荐”评级

公司 11-12 年高增长无忧, 有动力 (股权激励行权条件)、有能力 (受益沙坦专利到期), 13 年及以后存不确定性。业绩不确定性来自: 1) 缬沙坦、厄贝沙坦能否持续增长; 2) 沙坦类原料药价格能否保持相对稳定; 3) 替米沙坦 13 年预计可以放量 (美国专利 2014 年 1 月 7 日专利到期), 但能否在之前较大的沙坦基数上推动公司 13 年有个较大的增长, 尚不确定, 但若制剂业务 (国内制剂、制剂出口) 能够顺利衔接, 则 13 年及以后较高成长有望持续。

对于国内特色原料药企业转型制剂企业出口国际规范市场, 我们的观点是“厚积, 以待薄发”。华海药业产业升级路线清晰, 中长期趋势向好, 但过去几年业绩连续低于市场预期, 预计短期业绩波动仍较大。小幅上调 11-13 年 EPS 至 0.42 (+2%)、0.54 (+2%)、0.69 (+1%) (EPS0.40 元是 11 年股权激励行权底线) 和中长期“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	927.97	1,023	1,829	1,921	2,321
(+/-%)	15.79%	10.2%	78.8%	5.0%	20.9%
净利润(百万元)	164.98	94	225	291	369
(+/-%)	9.94%	-43.3%	140.8%	29.2%	26.7%
每股收益 (元)	0.55	0.21	0.42	0.54	0.69
EBIT Margin	21.06%	10.9%	16.7%	18.8%	19.1%
净资产收益率 (ROE)	13.84%	7.2%	15.3%	17.0%	18.4%
市盈率 (PE)	25.48	67.4	33.6	26.0	20.5
EV/EBITDA	16.54	37.4	22.7	18.8	15.7
市净率 (PB)	3.53	4.86	5.12	4.42	3.77

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。

表 1: 主要沙坦类药物专利到期情况

商品名	通用名	原研企业	10 年收入/亿美元	上市时间	美国/欧洲专利到期日期	ANDA 数量
Teveten	依普沙坦	雅培	1.8	1998	美国 2010/2/9	0
Cozaar/Hyzaar	氯沙坦钾及其复方制剂	默克	21.04	1994	美国 2010/4/6	16
Avapro (安博维)	厄贝沙坦	百时美/赛诺菲	11.76/13.27	1997	美国 2012/3/30, 欧洲 12 年 8 月	7 (暂时批准)
Diovan (代文)	缬沙坦	诺华	60.53	1996	美国 2012/9/21 欧洲 11 年 2 月	6 (暂时批准)
Atacand	坎地沙坦	阿斯利康/武田制药	14.83/2.5	1997	美国 2012/12/4	1 (暂时批准)
Micardis (美卡素)	替米沙坦	勃林格殷格翰/拜耳	15.55/2.92	1999	美国 2014/1/7	1 (暂时批准)
Verdia	他索沙坦	惠氏	小	1998		
Benicar	奥美沙坦	第一三共制药	9.58	2003	美国 2016/10/25	3 (暂时批准)

资料来源: FDA、公司资料、国信证券经济研究所整理; 注: 蓝色部分为华海拥有出口欧美市场的沙坦类原料药品种。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	223	250	250	250	营业收入	1023	1829	1921	2321
应收款项	288	451	474	572	营业成本	594	1095	1109	1334
存货净额	584	1124	1120	1356	营业税金及附加	7	13	14	17
其他流动资产	35	18	19	23	销售费用	43	55	67	81
流动资产合计	1131	1843	1862	2201	管理费用	268	361	369	445
固定资产	797	892	937	970	财务费用	7	15	16	7
无形资产及其他	114	111	107	103	投资收益	0	0	0	0
投资性房地产	12	12	12	12	资产减值及公允价值变动	(7)	(9)	(3)	(3)
长期股权投资	0	0	0	0	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2054	2857	2919	3286	营业利润	97	282	342	434
短期借款及交易性金融负债	190	406	228	107	营业外净收支	31	0	0	0
应付款项	182	354	353	427	利润总额	128	282	342	434
其他流动负债	326	562	568	688	所得税费用	34	56	51	65
流动负债合计	698	1321	1149	1222	少数股东损益	(0)	(0)	(0)	(0)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	94	225	291	369
其他长期负债	38	38	38	38					
长期负债合计	38	38	38	38	现金流量表 (百万元)				
负债合计	736	1359	1187	1260		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	21	21	21	21	净利润	94	225	291	369
股东权益	1297	1477	1710	2005	资产减值准备	2	(7)	0	0
负债和股东权益总计	2054	2857	2919	3286	折旧摊销	77	87	105	118
					公允价值变动损失	7	9	3	3
					财务费用	7	15	16	7
					营运资本变动	19	(285)	(14)	(145)
					其它	(2)	7	(0)	(0)
					经营活动现金流	197	36	385	345
					资本开支	(244)	(180)	(150)	(150)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(244)	(180)	(150)	(150)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(170)	0	0	0
					支付股利、利息	(37)	(45)	(58)	(74)
					其它融资现金流	402	216	(177)	(121)
					融资活动现金流	(12)	170	(235)	(195)
					现金净变动	(59)	27	0	0
					货币资金的期初余额	283	223	250	250
					货币资金的期末余额	223	250	250	250
					企业自由现金流	(66)	(134)	249	200
					权益自由现金流	166	70	58	73

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

风险提示

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		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	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
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	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

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	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦 骥	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
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn