

# 华海药业(600521)/13.38 元

## 对价方案蕴涵收益空间

孙怀宇, CFA  
 86-755-82943260  
[sunhy@ccs.com.cn](mailto:sunhy@ccs.com.cn)

**非周期性消费品 · 化学原料药**
**估值区间(含权): 14.1-15.9 元**
**谨慎推荐 A(维持)**

7月5日, 华海药业公布了其股权分置解决方案。经过测算, 在抵消了全流通下的价值回归损失后, 对价方案仍蕴涵一定的收益空间。

- **对价方案:** 非流通股股东支付的股权对价为每 10 股送 2.5 股, 现金对价为每 10 股送 3.714 元(含税)。
- **方案评估的核心问题是对管理层的信心。** 管理层相信公司完全能够通过不断的工艺革新, 来消化人民币升值和产品价格下跌对未来业绩的影响。鉴于过去公司在这方面的良好成果, 我们目前认可管理层的这一信心。
- **05-07 年业绩将维持快速增长。** 新的增长点来自: 赖诺普利在下半年通过 FDA 认证之后, 将打开美国市场。2006 年开始, 沙坦类将不仅向规范市场供应中间体, 而且开始原料药的合同供应。无水帕罗西汀的客户开拓有望在今明年取得较大成果。
- **公司全流通后的估值区间为 11.0 - 12.4 元。** 参考印度化学药企业的市盈率倍数, 华海药业全流通后的可比价值为 11.0 - 12.2 元。DCF 估值方法的结果则为 11.5 - 12.4 元。
- **流通股股东可获得 5.5%-18.6% 的对价收益率。** 按 6 月 17 日收盘价 13.38 元计算, 华海药业的流通股股东在股权分置方案实施后将获得 5.5%-18.6% 的对价收益率, 相应的含权价格为 14.1 - 15.9 元。我们给予华海药业“谨慎推荐 A”的投资评级。
- **主要风险:** 公司的工艺革新成果无法弥补产品价格下跌以及人民币升值带来的损失。赖诺普利、沙坦、帕罗西汀等产品的市场开拓出现阻滞。

**上证指数: 1039.04**
**股本数据**

A 股总股本(万)	23400
流通 A 股(万)	8190
流通市值(亿)	10.95

**股价表现**

	绝对值	相对上证
3 个月(%)	-0.1	-1.4
6 个月(%)	-1.0	11.1
1 年(%)	22.5	50.0
52 周波动(元)	12.3 - 19.4	

**股价走势**


资料来源: 招商证券

**相关研究**

主营业务有望延续高速增长  
 3/15/2005  
 欧美规范市场成绩斐然  
 3/8/2005

**主要财务指标**

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
主营收入(万元)	39113	52950	66640	80350
同比增长率(%)	29.1%	35.4%	25.9%	20.6%
营业利润(万元)	15514	21065	27634	33652
同比增长率(%)	24.5%	35.8%	31.2%	21.8%
净利润(万元)	11911	15912	19713	23446
同比增长率(%)	50.2%	33.6%	23.9%	18.9%
主营利润率(%)	49.9%	50.6%	51.6%	52.0%
营业利润率(%)	39.7%	39.8%	41.5%	41.9%
净利润率(%)	30.5%	30.1%	29.6%	29.2%

会计年度	2004	2005E	2006E	2007E
每股收益(元)	0.51	0.68	0.84	1.00
每股净资产(元)	3.35	3.80	4.41	5.18
净资产收益率(%)	15.2%	17.9%	19.1%	19.3%
每股股息(元)	0.23	0.23	0.23	0.23
股息收益率(%)	1.7%	1.7%	1.7%	1.7%
负债率(%)	12.3%	8.5%	8.5%	8.4%
P/E(倍)	26.3	19.7	15.9	13.4
P/B(倍)	3.99	3.52	3.03	2.58
EV/EBITDA(倍)	16.9	12.2	9.2	7.6

## 股权分置解决方案概述

华海药业股权分置解决方案的核心内容是：

- **股份对价：**流通股股东每 10 股将获得 2.5 股的股份对价。
- **现金对价：**公司向全体股东每 10 股派现 2 元（含税），同时非流通股股东将其应得现金分红全部支付给流通股股东。这样，流通股股东实际得到的派现为每 10 股 5.714 元（含税）；其中，由非流通股股东支付的现金对价为每 10 股 3.714 元（含税）。

此外，方案中还包含了一个特别的控股股东限售条款以及一个增持计划：

- **控股股东限售条款：**两个控股股东承诺，在获得流通权之日起 3 年(36 个月)内，在遵守上述承诺的前提下，不会在 20 元/股的价格以下通过交易所在 A 股市场减持股票。
- **控股股东增持计划：**两个控股股东承诺，在股权分置改革方案实施后的两个月内，若华海药业二级市场股票任意连续两个交易日的收盘价格低于人民币 10.30 元/股，则控股股东应于下一个交易日开始，通过证券市场集中竞价和连续竞价的交易方式，在 10.30 元/股以下的价格（含 10.30 元）买入华海药业股票，直至分别累计买足 409.5 万股或者华海药业股票的价格高于 10.30 元。同时承诺增持计划完成后 6 个月内，该增持股份不进行交易，并按规定履行信息披露义务。因增持持有的该部分股票不受前述两个限售条款的限制。

**表 1 股份对价支付完成前后股本构成**

	送股方案实施前		送股方案实施后	
	持股数	持股比例	持股数	持股比例
一、未上市流通股	15,210.00	65.00%	13,162.50	56.25%
陈保华	6,821.685	29.15%	5,903.38	25.23%
周明华	6,821.685	29.15%	5,903.38	25.23%
孙德统	380.25	1.63%	329.06	1.41%
翁震宇	380.25	1.63%	329.06	1.41%
北京东方经典商务顾问有限公司	349.83	1.50%	302.74	1.29%
浙江美阳国际石化医药工程设计	152.10	0.65%	131.63	0.56%
宁波泰达进出口有限公司	152.10	0.65%	131.63	0.56%
时惠麟	152.10	0.65%	131.63	0.56%
二、已上市流通股	8,190.00	35.00%	10,237.50	43.75%
三、总股本	23,400.00	100.00%	23,400.00	100.00%

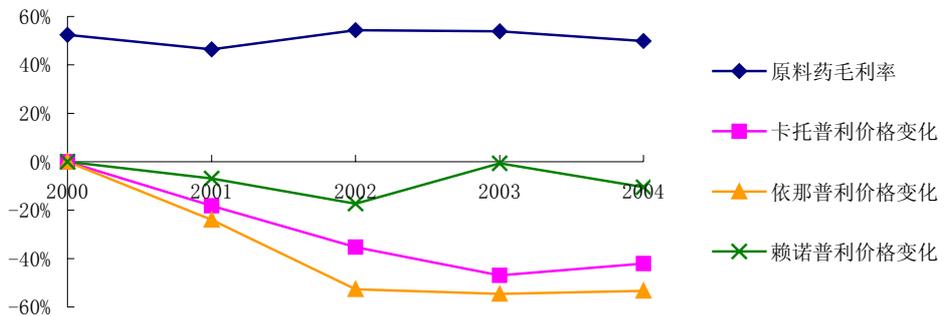
### 方案评估的核心问题：对管理层的信心

我们认为，对华海药业股权分置方案进行评估的核心是对未来增长前景的信心问题。华海药业身处市场变化较快，机会和风险都较大的原料药出口行业。一方面，重磅炸弹药物陆续专利到期，加上华海药业本身良好的产品梯队，为我们展示了巨大的发展机遇；另一方面，难以独立预测和跟踪的价格和成本波动、人民币升值预期等因素，增加了分析师和投资者准确把握公司的难度。

实际上，“投资就是投资于管理团队”这一理念在华海药业这类公司身上有着最为现实的意义。不同于公路企业，也不同于掌握有独特资源的一些中药企业，原料药出口业务对于管理团队的经营水平有着极高的要求。华海药业未来经营的核心，一是持续工艺开发降低成本，从而抵御价格下跌，稳定甚至提高毛利率，二是建立并拓展规范市场长期客户网，不断扩大规模。两项工作均需要管理团队具有持久的工艺革新观念和能力，以及与切身利益相关联的企业家开拓精神。这也正是我们反复重申的，看好华海药业的理由。

过去五年中，华海药业经历了主导产品价格下跌、出口退税率下降、化工原材料成本及能源成本攀升等多种压力，仍保持了毛利率水平的基本稳定，体现了其通过持续工艺开发降低成本的能力，以及开拓规范市场的成果。虽然在部分产品（如帕罗西汀）的市场开拓上低于预期，但在沙坦类中间体方面的进展给人以极大的惊喜。我们相信，依托公司的民营机制，两位控股股东所带领的团队有能力在未来三年使公司继续保持快速增长。

图 1 2000 - 2004 年华海药业的原料药毛利率与同期主导产品价格变化



数据来源：公司年报，招商证券

## 盈利预测：相信工艺革新能消化价格下跌以及人民币升值影响

**表 2 华海药业主营业务预测表**

产品大类	2004		2005E		2006E		2007E	
	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率	主营收入	毛利率
普利类原料药	26120	52.3%	30450	52.2%	36340	52.2%	40300	52.2%
沙坦类原料药	8350	41.3%	12750	41.5%	15000	41.5%	18750	41.5%
抗抑郁类原料药	1993	47.8%	3500	47.7%	6000	47.7%	9000	47.7%
抗组胺原料药	1196	62.6%	1250	62.5%	1300	62.5%	1300	62.5%
国内制剂	906	81.5%	4000	81.0%	7000	81.0%	10000	81.0%
其他	1046	17.1%	1000	17.0%	1000	17.0%	1000	17.0%
合计	39113	50.4%	52950	51.1%	66640	52.1%	80350	52.5%

数据来源：招商证券研发中心

我们对华海药业未来三年的盈利预测是基于以下假设：

- 1、产品卡托普利、依那普利对现有市场已具备垄断定价能力，一旦人民币升值，可实现涨价。据悉，公司已在供货合同里对升值后的提价有所约定。
- 2、公司管理层认为，对于卡托普利和依那普利以外的新产品而言，未来产品售价下跌的风险其实较人民币升值的影响更为显著。而这些新产品还存在很大的通过工艺革新降低成本的空间，公司有能力和通过技术改进来消化新产品的降价，包括人民币的升值。鉴于过去公司在这方面的良好成果，我们目前认可管理层的这一信心。
- 3、公司将有多产品向规范市场扩大供货。赖诺普利在下半年通过FDA认证之后，将打开美国市场。2006年开始，沙坦类将不仅向规范市场供应中间体，而且开始原料药的合同供应。无水帕罗西汀的客户开拓有望在今明年取得较大成果。我们没有考虑抗艾滋病在06年开始出口的可能性。

## 全流通后的估值区间：11.0 - 12.4 元

### PE 估值

参考印度化学药企业的市盈率水平，我们认为全流通背景下，华海药业可取 18 - 20 倍的动态市盈率区间进行估值。我们预计的华海药业 2005 年每股收益为 0.68 元，如果剔除非经常性的国产设备抵免税收益，则 05 年每股收益为 0.61 元，对应的价值区间为 11.0 - 12.2 元。

表 3 印度化学药公司的 PE 倍数

印度化学药企业	04 年中期 PE	当前 PE	动态 PE
Cipla	21.4	21.7	19.0
Ranbaxy	24.4	27.0	27.0
Nicholas Piramal	15.2	30.8	22.3
Dr.Reddys	22.3	164.2	35.0
Sun Pharma	19.5	31.0	20.4
Lupin Ltd	18.9	28.7	15.5
Aurobindo	14.7	14.2	26.7
Shasun	12.3	12.8	13.0
中值	19.2	<b>27.8</b>	<b>21.3</b>
平均值	18.6	<b>41.3</b>	<b>22.4</b>

数据来源: Bloomberg 招商证券研发中心

### DCF 估值

DCF 法绝对估值结果显示, 华海药业的公允价值区间为 11.5 - 12.4 元。在参数设置时, 考虑到行业的波动性较大, 且投资者难以把握实际经营情况, 我们给予了 1.1 - 1.2 的较高 beta 值。

表 4 DCF 估值参数及结果

指标	数值
无风险利率	3.60%
$\beta$	1.1 - 1.2
风险溢价	8.00%
负债权益比	0%
WACC	12.4%-13.2%
预测期前三年的平均 EBIT 增长率	30.6%
预测期后七年的平均 EBIT 增长率	11.9%
永续期增长率	0%
评估得到的权益价值区间	12.4 - 11.5 元

数据来源: 招商证券研发中心

### 对价收益率测算及投资建议

根据两种方法的估值结果, 我们取 11.0 - 12.4 元作为华海药业全流通下的公允价值区间。按照我们的收益率公式, 在目前价位买入华海药业的对价收益率为 5.5% - 18.6%。我们维持谨慎推荐-A 的投资评级。

$$\text{收益率}(\%) = [(\text{公允价值} - \text{当前股价}) + (\text{股份对价} \times \text{公允价值}) + \text{净现金对价}] / \text{当前股价}$$

**表 5 对价收益率测算表 (当前股价 = 13.38 元)**

项目	全流通下的公允价值	
	11.0	12.4
当前股价的高估损失 (= 公允价值 - 当前股价)	- 2.38	- 0.98
股份对价收益 (= 股份对价 * 公允价值)	2.75	3.10
现金对价收益 (= 净现金对价)	0.371	0.371
<b>净收益</b>	<b>0.741</b>	<b>2.491</b>
<b>收益率</b>	<b>5.5%</b>	<b>18.6%</b>
<b>对应的含权公允价值</b>	<b>14.1</b>	<b>15.9</b>

## 附：财务预测表

资产负债表	2004	2005E	2006E	2007E
货币资金	34573	30026	32339	41958
应收帐款	8686	14297	17993	21695
其他应收款	549	0	0	0
存货净额	6935	8548	10537	11829
流动资产合计	63729	63035	71119	85819
长期投资合计	0	0	0	0
固定资产合计	24362	32856	40466	45326
无形资产	1465	1450	1434	1418
资产总计	89555	97341	113019	132563
短期借款	0	0	0	0
应付帐款	3807	1943	2395	2862
预收帐款	199	635	800	964
流动负债合计	9585	7235	8599	10096
长期借款	0	0	0	0
长期应付款	1040	1040	1040	1040
负债合计	11003	8275	9639	11136
少数股东权益	112	114	115	117
股本	18000	23400	23400	23400
资本公积金	41053	35653	35653	35653
留存收益	19387	29899	44212	62258
股东权益合计	78440	88952	103265	121311
负债权益总计	89555	97341	113019	132563

现金流量表	2004	2005E	2006E	2007E
经营活动现金流量净额	16373	11504	18011	23183
投资活动现金流量净额	(11983)	(11000)	(11000)	(9000)
筹资活动现金流量净额	(3353)	(5051)	(4698)	(4564)
现金期末余额	41357	30026	32339	41958
现金期初余额	40335	34573	30026	32339
经营活动现金流量净额	1036	(4547)	2312	9619

利润表	2004	2005E	2006E	2007E
主营业务收入	39113	52950	66640	80350
减：主营业务成本	19399	25903	31931	38157
主营业务税金及附加	184	249	313	378
主营业务利润	19530	26798	34396	41816
加：其他业务利润	72	0	0	0
营业费用	1268	1694	2132	2571
管理费用	3663	4766	5331	6428
财务费用	(842)	(727)	(702)	(836)
营业利润	15514	21065	27634	33652
加：投资收益	78	0	0	0
补贴收入	966	0	0	0
营业外收入	0	0	0	0
减：营业外支出	241	0	0	0
利润总额	16317	21065	27634	33652
减：所得税	4404	6951	9119	11105
其中中国产设备抵免税		1800	1200	900
减：少数股东损益	1	1	1	1
净利润	11911	15912	19713	23446

**附：招商证券公司投资评级**

类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价涨幅为 10-20%之间
	中性	预计未来 6 个月内，股价变动幅度介于 $\pm 10\%$ 之间
	回避	股价跌幅为 10%以上
长期评级	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
	C	公司长期竞争力低于行业平均水平

**附：招商证券行业投资评级**

类别	级别	定义
评级	推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输综合指数

**重要说明**

本报告中的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征价。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。本报告版权归招商证券所有。