化学原料药

署名人：余文心

S0960512080012

0755-82026922

yuwenxin@china-invs.cn

署名人：周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

华海药业 600521 推荐

沙坦放量符合预期，国内制剂高速增长，制剂出口盈利曙光已现

华海药业 12 年收入 20.14 亿，同比增长 10%；归母公司净利 3.41 亿，增长 57%，EPS0.62 元，扣非后净利 2.97 亿，增长 29%，EPS0.54 元，拟 10 转增 3 派 2 元，符合业绩预告。

投资要点：

- **收入利润增长符合预期。**12 年收入增长 10%，利润增长 57%，扣非之后增长 29%。整体毛利率上升 0.56 个百分点，费用率有较大幅度下降，其中管理费用率下降 1.19 个百分点对业绩影响较为显著。政府补贴 5006 万对利润有较大影响。
- **4 季度主业增长快速，政府补贴大幅增长。**公司 4 季度收入达到 5.99 亿，同比增长 34%，环比增长 27%；利润 1.19 亿，同比增长 382%，环比增长 100%，主要是四季度销售符合预期及政府补助大幅增长所致。
- **预计沙坦 13 年仍保持较快增速，普利稳定。**12 年缬沙坦、厄贝沙坦、坎地沙坦的出口也开始进入爆发期，沙坦类销售额达到 8.5 亿，同比增长 41%，其中量增长 50%左右，价格下降 10-15%，毛利率下滑 3.6%。预计 13 年缬沙坦、厄贝沙坦仍将快速放量，公司作为最大的沙坦原料药供应商，主要出口规范市场，议价能力远强于当年的普利，价格不会出现大幅下跌。
- **国内制剂增长非常迅猛。**11 年销售 1.4 亿，12 年销售 2.4 亿，主要是公司 07、08 年上市的心血管线药物增长逐步打开市场，增长非常迅速，我们预计未来 2-3 年国内制剂还将保持高速增长。
- **ANDA 获批能力和营销网络能力得到不断加强和印证，制剂出口的春天即将到来。**
  - ✓ 2012 年年内获得了厄贝沙坦、拉莫三嗪的 ANDA，尤其是拉莫三嗪控释全规格剂型体现公司规范市场制剂申报能力很强,13 年 1 月已上市。目前通过 ANDA 的制剂品种共有 16 个（自主申报的有拉莫三嗪控释、厄贝沙坦、贝那普利、卡托普利、赖诺普利、赖诺普利氢氯噻嗪、罗匹尼罗、氯沙坦钾、多奈哌齐等），贡献收入的品种主要是氯沙坦、苯那普利、罗匹尼罗等。
  - ✓ **11 年出口 6000 万左右，代工与自有品牌比例约为 2：1。而 12 年出口额达到 1.8 亿，自有品牌占到约 70%。**代工产品毛利率较低，约为 15-20%，自有品牌毛利率较高，随着公司 ANDA 不断获批、在美和主要渠道商 Walgreens、CVS 等合作加深，自有 ANDA 的出口将迎来快速发展。
  - ✓ **我们曾对印度公司 RANBAXY 发展历程做过深入研究，美、德两国经验表明，一般 15 个左右 ANDA、进入市场 5 年迎来盈亏平衡点。从目前的情况来看，13-15 年华海制剂出口有望步入收获期，我们预测 13 年收入将达到 3 个亿，实现盈亏平衡，获批 3-5 个 ANDA，14-15 年每年申报 8-10 个 ANDA。**

投资建议：公司业绩增长快，转型之路日渐清晰，作为原料药向制剂出口转型的优秀代表，我们维持推荐评级。预测公司 2013-2015 年 EPS 为 0.80、1.07、1.37，推荐评级。

6－12 个月目标价： 22.00 元

当前股价： 16.41 元

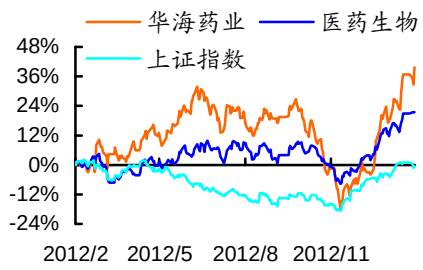
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2397.18
总股本(百万)	547
流通股本(百万)	543
流通市值(亿)	89
EPS	0.40
每股净资产（元）	3.26
资产负债率	41.1%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
华海药业	15.81%	44.07%	16.80%
医药生物	6.13%	21.40%	13.86%
上证指数	3.46%	19.33%	13.77%



附表 1：华海主营业务预测

	2012	2013E	2014E	2015E
原料药	156068	203857	267214	323410
毛利率	37.7%	37.1%	37.7%	37.6%
1、普利类	36676	36676	36676	36676
毛利率	30.5%	30.0%	29.0%	29.0%
2、沙坦类	85153	124383	144941	175457
毛利率	37.3%	35.5%	34.0%	33.0%
制剂	42005	71448	117027	160418
毛利率	48.0%	46.0%	42.6%	42.8%
1、国内制剂	24299	14293	24299	36448
毛利率	67.0%	68.0%	68.0%	68.0%
2、制剂出口	17706	35000	66000	90000
毛利率	22.0%	23.0%	23.0%	23.0%
合计	198573	275805	384741	484327
毛利率	39.8%	39.4%	39.2%	39.3%

资料来源：中投证券研究总部

附表 2：主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2014	2758	3847	4843
收入同比(%)	10%	37%	39%	26%
归属母公司净利润	338	431	576	741
净利润同比(%)	57%	28%	34%	29%
毛利率(%)	40.3%	39.4%	39.2%	39.3%
ROE(%)	17.6%	18.3%	20.3%	21.4%
每股收益(元)	0.62	0.80	1.07	1.37
P/E	25.89	20.22	15.12	11.74
P/B	4.55	3.71	3.07	2.51
EV/EBITDA	18	13	10	8

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1655	2083	2931	3749
现金	287	200	300	441
应收账款	518	710	990	1246
其它应收款	3	4	5	7
预付账款	17	24	34	43
存货	817	1136	1588	1996
其他	13	10	14	17
非流动资产	1562	1453	1379	1283
长期投资	0	0	0	0
固定资产	872	1030	1058	1014
无形资产	233	229	224	220
其他	457	194	97	49
资产总计	3217	3536	4311	5032
流动负债	1222	1144	1480	1794
短期借款	434	434	542	650
应付账款	211	293	410	516
其他	577	417	528	628
非流动负债	46	0	0	0
长期借款	0	0	0	0
其他	46	0	0	0
负债合计	1268	1144	1480	1794
少数股东权益	8	2	-6	-17
股本	547	547	547	547
资本公积	232	232	232	232
留存收益	1164	1601	2097	2733
归属母公司股东权益	1941	2380	2877	3513
负债和股东权益	3217	3527	4352	5289

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	244	14	248	485
净利润	338	431	576	741
折旧摊销	101	141	173	197
财务费用	31	16	18	19
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-252	-560	-520	-472
其它	30	-13	0	0
投资活动现金流	244	-56	-100	-100
资本支出	448	100	100	100
长期投资	-4	-6	0	0
其他	687	38	0	0
筹资活动现金流	92	-54	2	-28
短期借款	-71	0	108	108
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	9	0	0	0
资本公积增加	117	0	0	0
其他	37	-54	-105	-136
现金净增加额	-111	-96	150	356

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2014	2758	3847	4843
营业成本	1203	1673	2339	2939
营业税金及附加	13	18	25	32
营业费用	83	105	158	194
管理费用	323	411	596	731
财务费用	31	16	18	19
资产减值损失	9	5	5	5
公允价值变动收益	-0	0	0	0
投资净收益	5	0	0	0
营业利润	356	531	706	923
营业外收入	51	20	20	20
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	402	546	720	937
所得税	63	115	144	197
净利润	338	431	576	741
少数股东损益	-3	-6	-8	-12
归属母公司净利润	341	437	584	752
EBITDA	488	687	897	1139
EPS（元）	0.62	0.80	1.07	1.37

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.2%	36.9%	39.5%	25.9%
营业利润	29.9%	49.2%	32.9%	30.8%
归属于母公司净利润	57.3%	28.0%	33.8%	28.8%
获利能力				
毛利率	40.3%	39.4%	39.2%	39.3%
净利率	16.9%	15.8%	15.2%	15.5%
ROE	17.6%	18.3%	20.3%	21.4%
ROIC	18.1%	20.8%	23.6%	27.3%
偿债能力				
资产负债率	39.4%	32.4%	34.0%	33.9%
净负债比率				
流动比率	1.35	1.82	1.98	2.09
速动比率	0.69	0.83	0.91	0.98
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.82	0.98	1.04
应收账款周转率	4	4	5	4
应付账款周转率	6.49	6.63	6.65	6.35
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.62	0.80	1.07	1.37
每股经营现金流(最新摊薄)	0.45	0.03	0.45	0.89
每股净资产(最新摊薄)	3.55	4.35	5.26	6.42
估值比率				
P/E	25.89	20.22	15.12	11.74
P/B	4.55	3.71	3.07	2.51
EV/EBITDA	18	13	10	8

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——2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名，2012 年获第 1 名。

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，10 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，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，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，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，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，负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。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，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，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，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。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所　　公司网站：http://www.china-invs.cn

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434