

2013年01月23日

黎莹

C0051@capital.com.tw

目标价(元) 19.00

华海药业(600521.SH)

Buy 买入

沙坦类原料药和制剂业务高速增长

公司基本资讯

| | | | |
|-------------------|--------------|-------|-------|
| 产业别 | 医药生物 | | |
| A 股价(2013/1/23) | 15.92 | | |
| 上证综合指数(2013/1/23) | 2314.16 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 16.41/9.6 | | |
| 总发行股数 (百万) | 547.45 | | |
| A 股数 (百万) | 545.68 | | |
| A 市值 (亿元) | 87.15 | | |
| 主要股东 | 陈保华 (26.92%) | | |
| 每股净值 (元) | 3.55 | | |
| 股价/账面净值 | 4.49 | | |
| 股价涨跌(%) | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| | 12.35 | 37.60 | 41.17 |

近期评等

| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
|------|------|----|
| -- | -- | -- |

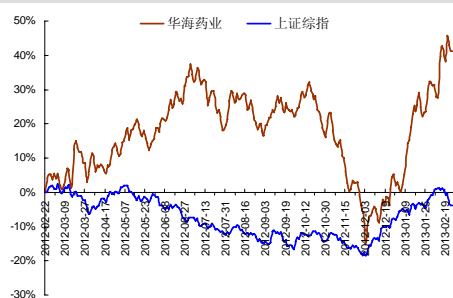
产品组合

| | |
|---------|-----|
| 原料药及中间体 | 77% |
| 制剂 | 21% |

机构投资者占流通 A 股比例

| | |
|----|--------|
| 基金 | 12.88% |
|----|--------|

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司 2012 年实现营业总收入 20.1 亿元(YOY+10.2%),实现净利润 3.41 亿元(YOY+57%), EPS 为 0.62 元,符合业绩预增公告。我们预计 2013 年/2014 年公司实现净利润 4.19 亿元 (YOY+23%) /5.27 亿元 (YOY+26%), EPS 为 0.77 元 /0.96 元,对应 PE 分别为 21 倍/17 倍,维持“买入”的投资建议。

■ **2012 年净利润同比增长 57%:** 公司发布 2012 年业绩公告,公司 2012 年实现营业总收入 20.1 亿元(YOY+10.2%),实现净利润 3.41 亿元(YOY+57%), EPS 为 0.62 元,符合业绩预增公告。业绩大幅增长主要是由于沙坦类原料药和制剂业务高速增长。

■ 其中,综合毛利率提高 0.6 个百分点,营业税费率降低 1.2 个百分点,销售费用率提高 1.4 个百分点,管理费用率降低 1.2 个百分点,财务费用率提高 0.1 个百分点,营业利润率提高 2.7 个百分点,使净利润增速快于营收增速。

■ 2012 年 4Q 实现营收 5.99 亿元 (YOY+34%),实现净利润 1.2 亿元 (YOY+383%),主业增长每股收益 0.219 元。主要为销售收入大幅增长,费用率降低以及政府补助大幅增长提高了营业外收入所致。

■ **沙坦类原料药同比增长 41%:** 2012 年原料药实现营收 15.61 亿元 (YOY+19.3%),其中沙坦类原料药实现营收 8.51 亿元 (YOY+40.9%),普利类原料药实现营收 3.69 亿元 (YOY-10.6%)。受益于沙坦类药物专利持续到期需求放量的机遇,实现了沙坦类原料药实现量价齐升,成为公司原料药业务新的增长点。2013 年,厄贝沙坦和缬沙坦将持续放量,华海为沙坦类原料药的最大供应商,仍将受益于沙坦类原料药的持续增长。

■ **制剂业务高速增长:** 2012 年制剂业务实现营收 4.21 亿元(YOY+107.4%)。其中,国内制剂预计销售金额为 2.4 亿元,同比增速超过 60%,主要为心血管药物逐步放量,未来有望保持较高增速;国外制剂预计销售金额为 1.8 亿元,同比增速达到 200%。2012 年公司获得美国 FDA 制剂文号 4 个,欧洲制剂文号 3 个,公司第一个缓控释制剂拉莫三嗪控释片于 2013 年 1 月份在美国市场上市。公司目前已拥有 16 个 ANDA 的文号,为国内制剂出口领先企业,未来制剂出口的盈利能力有望稳步提升。

■ **盈利预测:** 我们预计 2013 年/2014 年公司实现净利润 4.19 亿元 (YOY+23%) /5.27 亿元 (YOY+26%), EPS 为 0.77 元/0.96 元,对应 PE 分别为 21 倍/17 倍,维持“买入”的投资建议。目标价 19.00 元 (2013PE 20X)。

..... 接续下页.....

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 F | 2014 F |
|-----------------|---------|---------|---------|--------|--------|--------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 94 | 217 | 341 | 419 | 527 |
| 同比增减 | % | -43.27% | 131.77% | 57.27% | 22.72% | 25.93% |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 0.17 | 0.40 | 0.62 | 0.77 | 0.96 |
| 同比增减 | % | -43.27% | 131.77% | 57.27% | 22.72% | 25.93% |
| A 股市盈率(P/E) | X | 94 | 40 | 26 | 21 | 17 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 | 0.20 |
| GON 股息率 (Yield) | % | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.25% | 1.25% |

预期报酬(Expected Return: ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 1,023 | 1,828 | 2,014 | 2,820 | 3,525 |
| 经营成本 | 594 | 1,103 | 1,203 | 1,670 | 2,080 |
| 主营业务利润 | 429 | 724 | 811 | 1,151 | 1,445 |
| 销售费用 | 43 | 49 | 83 | 76 | 95 |
| 管理费用 | 268 | 314 | 323 | 479 | 599 |
| 财务费用 | 7 | 26 | 31 | 39 | 49 |
| 营业利润 | 97 | 274 | 356 | 526 | 666 |
| 补贴收入 | 35 | 5 | 51 | 15 | 15 |
| 税前利润 | 128 | 273 | 402 | 541 | 681 |
| 所得税 | 34 | 59 | 63 | 119 | 150 |
| 少数股东损益 | 0 | -3 | -3 | 3 | 4 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 94 | 217 | 341 | 419 | 527 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 223 | 346 | 287 | 310 | 348 |
| 存货 | 584 | 608 | 817 | 888 | 905 |
| 应收账款 | 282 | 388 | 518 | 509 | 513 |
| 流动资产合计 | 1,131 | 1,380 | 1,655 | 1778 | 1916 |
| 长期股权投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 493 | 571 | 872 | 952 | 1068 |
| 无形资产及其他资产合计 | 115 | 119 | 233 | 226 | 228 |
| 资产总计 | 2,054 | 2,577 | 3,217 | 2956 | 4212 |
| 流动负债合计 | 698 | 1,010 | 1,222 | 1275 | 1334 |
| 长期负债合计 | 38 | 38 | 46 | 51 | 53 |
| 负债合计 | 736 | 1,047 | 1,268 | 1326 | 1387 |
| 少数股东权益 | 21 | 1 | 8 | 6 | 8 |
| 股东权益合计 | 1,297 | 1,528 | 1,941 | 2024 | 2817 |
| 负债及股东权益合计 | 2,054 | 2,577 | 3,217 | 3556 | 4212 |

附三: 合并现金流量表

| 百万元 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013F | 2014F |
|---------------|------|------|------|-------|-------|
| 经营活动产生的现金流量净额 | 299 | 198 | 244 | 253 | 263 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -265 | -363 | -444 | -360 | -262 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -90 | 305 | 92 | 126 | 161 |
| 现金及现金等价物净增加额 | -56 | 139 | -108 | 19 | 162 |

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。