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

公司基本面向上趋势明确，上调盈利预测

我们于 5 月 2 日发布 33 页报告《拉莫三嗪销售突破，制剂出口再造华海》，并放入 5 月组合推荐。近期我们再度调研华海等制剂出口企业，认为公司基本面向上，制剂出口趋势确立，处于估值和业绩双提升过程中。

- **规模化制剂出口面临全球性机遇、华海已满足通用名制剂出口三道关卡(认证关、销售关、成本关)的条件，爆发在即。详见 2 日报告。**
- **华海制剂出口盈利模式清晰，并且一直坚持。**公司基本是遵循印度模式的发展历程，从 04 年开始坚持原料药向制剂出口转型，即以欧美市场空间大的原料药为成本优势申报 ANDA，并不断提高自身申报能力。纵使经历了普利、沙坦的青黄不接，也曾一度受到产业危机及金融危机双重影响没有达到股权激励行权条件，公司一直没有放弃对制剂出口的研发投入，并给与了在美团队充分的信任。
- **拉莫三嗪二季度销售较好，预计全年贡献 1-1.2 亿利润。**拉莫三嗪目前没有新进入者，最新销售印度企业 Workhard 已经停产，另一家台湾公司已被华海的合作方 par 收购，目前华海与原研二分市场。拉莫三嗪是个标志，第一次实现规模销售，预示华海在美申报、销售能力重大突破，成长路径日渐清晰。制剂出口具有**专利过期后仿制、挑战专利、专利期内授权仿制**三个层次，其核心竞争要素分别是成本、技术、资源，华海正在从第一个层次向第二、三层次转型。
- **13 年预计还有 3-4 个 ANDA 获批，未来 3 年保持 5-10 个申报速度。**

  我们详细研究了华海增发书中的 10 个品种，13 年有望获批的是安非他酮控释、左乙拉西坦控释、厄贝沙坦氢氯噻嗪复方普通片。这些品种目前已有不少企业上市，价格已经较为便宜，对华海的意义在于走量销售，利润率低于拉莫三嗪高于代工。

  另一个市场比拉莫三嗪更大的品种是帕罗西汀控释片（抗抑郁五朵金花之一），原研厂商 GSK，由于工艺壁垒高，目前只有 Mylan 一家获得仿制药批文，我们预计华海可能在 13 年底-14 年获得批文。

  调研中公司表示目前还储备了 10 个缓控释品种，加上普通片剂未来每年保持 5-10 个申报，一般能获得 5 个左右，持续产品梯队保障未来成长。
- 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，基本面向上，我们上调华海 13-15 年预测至 0.64、0.88、1.16，原为 0.58、0.78、1.02，上调 6-12 个月目标价至 25 元。
- **风险提示：**若仿制药放量低于预期，原料药价格下行又超出预期，公司可能面临青黄不接的时期，业绩上不能形成好的过渡；另有规模化生产质量风险等。

主要财务指标

单位：百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2014	2958	3987	4943
收入同比(%)	10%	47%	35%	24%
归属母公司净利润	338	493	672	884
净利润同比(%)	57%	46%	36%	32%
毛利率(%)	40.3%	40.3%	41.0%	42.4%
ROE(%)	17.6%	20.8%	22.8%	24.0%
每股收益(元)	0.44	0.64	0.88	1.16

6－12 个月目标价： 25.00 元

当前股价： 18.97 元

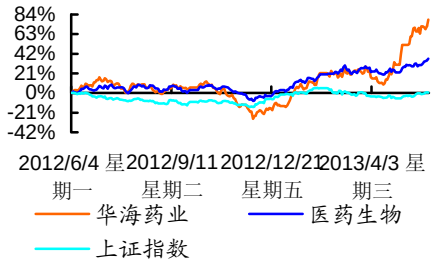
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2317.75
总股本(百万)	775
流通股本(百万)	773
流通市值(亿)	147
EPS	0.13
每股净资产（元）	2.64
资产负债率	42.4%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
华海药业	44.59%	59.66%	130.44%
医药生物	11.94%	11.67%	46.76%
上证指数	6.42%	-2.02%	17.44%



相关报告

《华海药业—拉莫三嗪销售突破，制剂出口再造华海》2013-5-2

《华海药业-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》2013-2-21

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	1655	2201	2976	3882
现金	287	200	300	612
应收账款	518	761	1026	1272
其它应收款	3	4	6	7
预付账款	17	26	34	41
存货	817	1200	1596	1932
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	3654	4355	5165
流动负债	1222	1177	1485	1762
短期借款	434	434	542	650
应付账款	211	310	412	499
其他	577	433	530	613
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	1177	1485	1762
少数股东权益	8	2	-6	-17
股本	547	775	775	775
资本公积	232	68	68	68
留存收益	1164	1553	2134	2893
归属母公司股东权益	1941	2396	2977	3736
负债和股东权益	3217	3576	4456	5481

现金流量表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	244	-9	388	672
净利润	338	493	672	884
折旧摊销	101	141	173	197
财务费用	31	16	18	16
投资损失	-5	0	0	0
营运资金变动	-252	-664	-496	-443
其它	30	6	21	19
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	-100	-10	-44
短期借款	-71	0	108	108
长期借款	0	0	0	0
普通股增加	9	228	0	0
资本公积增加	117	-164	0	0
其他	37	-163	-118	-152
现金净增加额	-111	-165	278	528

利润表

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	2014	2958	3987	4943
营业成本	1203	1767	2351	2846
营业税金及附加	13	19	26	33
营业费用	83	112	163	198
管理费用	323	429	598	741
财务费用	31	16	18	16
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	610	825	1104
营业外收入	51	20	20	20
营业外支出	5	5	5	5
利润总额	402	624	840	1119
所得税	63	131	168	235
净利润	338	493	672	884
少数股东损益	-3	-6	-8	-12
归属母公司净利润	341	499	680	895
EBITDA	488	766	1017	1317
EPS（元）	0.44	0.64	0.88	1.16

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	10.2%	46.8%	34.8%	24.0%
营业利润	29.9%	71.3%	35.3%	33.8%
归属于母公司净利润	57.3%	46.3%	36.3%	31.7%
获利能力				
毛利率	40.3%	40.3%	41.0%	42.4%
净利率	16.9%	16.9%	17.1%	18.1%
ROE	17.6%	20.8%	22.8%	24.0%
ROIC	18.1%	23.1%	27.1%	32.6%
偿债能力				
资产负债率	39.4%	32.9%	33.3%	32.2%
净负债比率				
流动比率	1.35	1.87	2.00	2.20
速动比率	0.68	0.84	0.92	1.09
营运能力				
总资产周转率	0.70	0.86	1.00	1.04
应收账款周转率	4	4	4	4
应付账款周转率	6.49	6.78	6.51	6.24
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.44	0.64	0.88	1.16
每股经营现金流(最新摊薄)	0.31	-0.01	0.50	0.87
每股净资产(最新摊薄)	2.50	3.09	3.84	4.82
估值比率				
P/E	43.10	29.46	21.62	16.42
P/B	7.57	6.13	4.94	3.94
EV/EBITDA	30	19	15	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

相关报告

报告日期	报告标题
2013-5-2	《华海药业—拉莫三嗪销售突破，制剂出口再造华海》
2013-2-21	《华海药业-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》
2012-2-20	《华海药业－沙坦放量及制剂出口有望拉动 12 年较快增长》
2011-8-8	《华海药业-沙坦放量助推业绩超预期》
2011-6-3	《华海药业-美国 FDA 制剂认证再下一城，为未来发展奠定基础》
2011-3-29	《华海药业-基本面见底，2011 年将成反转年》
2011-3-28	《华海药业-基本面见底，2011 年将成反转年》
2010-8-15	《华海药业-原料药价格下跌影响短期业绩，远期前景仍可看好》
2010-3-23	《华海药业-普利稳定，沙坦放量，制剂突破》
2009-3-26	《华海药业-自主申报和国际合作共同助推公司业务升级》
2009-3-16	《华海药业-沙坦和国内制剂增长态势明显，业绩增长确定性增强》

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