华海药业

生物仿制药取得进展，产业升级稳步推进

Equities

中国

药品

12 个月评级	买入
	保持不变
12 个月目标价	Rmb17.00
	之前：Rmb16.00
股价	Rmb13.77
路透代码: 600521.SS 彭博代码 600521 CH	

交易数据和主要指标

52 周股价波动范围	Rmb20.05-7.90
市值	Rmb9.81 十亿/US$1.62 十亿
已发行股本	712 百万 (ORDA)
流通股比例	56%
日均成交量(千股)	11,661
日均成交额(Rmb 百万)	Rmb162.4
普通股股东权益 (12/13E)	Rmb3.03 十亿
市净率 (UBS, 12/13E)	3.5x
净债务 / EBITDA	NM

每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)

	从	到	%	市场预测
12/13E	0.53	0.54	1.52	0.58
12/14E	0.63	0.64	1.48	0.71
12/15E	0.84	0.85	1.38	0.87

季 序我, 博士
分析师
S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-105-832 8980

生物仿制药项目取得进展，阿达木单抗进入临床一期

近日公司发布公告，公司与合作方美国 Oncobiologics 共同开发的生物仿制药阿达木单抗（Humira）已收到欧盟 EMA（欧洲药品管理局）及美国 FDA（美国食品药品监督管理局）的通知，允许开展一期临床试验。阿达木单抗由雅培原研，主要适用于类风湿关节炎治疗，12 年销售收入高达 93 亿美元。

产业升级多点开花，中长期公司有望保持快速增长

除阿达木单抗外，公司与 Oncobiologics 还计划共同开发贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗等产品。尽管短期内生物药尚无法贡献业绩，但我们认为 Oncobiologics 研发实力突出，未来双方合作具备较高成功可能性。13 年以来，公司已在制剂出口、生物药等多个领域取得重要突破，“4+2”产业升级战略稳步推进。通过业务板块间成长接力，公司或将在中长期持续快速发展。

拉莫三嗪维持强势，看好 14 年公司制剂出口增长前景

拉莫三嗪盈利能力的持续性是市场关注的焦点之一。目前美国市场上拉莫三嗪竞争格局稳定，从终端数据来看，下半年公司处方量仍呈现持续增长状态，销售额维持高位。由于研发壁垒较高，我们预计 14 年公司拉莫三嗪仍有望维持较高盈利水平。同时，随着后续 ANDA 获得 FDA 批准， 我们估计 14 年公司实现规模化销售的制剂品种或将显著增多，保障制剂出口业务快速增长。

估值：上调目标价至 17 元，维持“买入”评级

考虑到拉莫三嗪三四季度销售情况良好，我们小幅上调公司 13-15 年 EPS 预测至 0.54/0.64/0.85 元（原为 0.53/0.63/0.84 元）。根据瑞银 VACM 现金流贴现模型（WACC8.4%）得到新目标价 17 元（原 16 元），维持“买入”评级。

重要数据 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,022.84	1,827.61	2,014.39	2,295.12	2,746.87	3,296.76	3,940.25	4,630.53
息税前利润(UBS)	111.22	327.52	392.13	463.81	571.67	771.99	922.67	1,084.31
净利润 (UBS)	66.79	229.30	297.04	415.63	496.20	657.92	779.66	920.17
每股收益(UBS 稀释后)(Rmb)	0.10	0.33	0.42	0.54	0.64	0.85	1.58	1.19
每股股息 (Rmb)	0.08	0.10	0.20	0.16	0.19	0.25	0.30	0.36
净债务 /(现金)	183.40	(153.53)	(141.94)	716.75	868.00	1,047.57	1,133.23	1,399.95

盈利能力和估值	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
息税前利润率(%)	10.9	17.9	19.5	20.2	20.8	23.4	23.4	23.4
ROIC (EBIT) (%)	10.0	23.4	20.8	21.1	23.6	28.6	29.7	30.4
EV/EBITDA(core)x	35.6	15.3	12.1	14.5	11.2	8.4	7.0	6.0
市盈率 (UBS, 稀释后) (x)	NM	32.8	23.4	25.7	21.5	16.2	8.7	11.6
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.5	2.3	1.9	2.0	2.7	3.3	2.8	5.0
净股息收益率(%)	0.7	0.9	2.0	1.2	1.4	1.8	2.2	2.6

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS 估算。 UBS 给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。 估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据 2013 年 12 月 12 日 22 时 39 分的股价(Rmb13.77)得出；

本报告由瑞银证券有限责任公司编制. **分析师声明及要求披露的项目从第 9 页开始.** UBS(瑞银)正在或将要与其报告中所提及的公司发展业务关系。因此,投资者应注意,本公司可能会有对报告的客观性产生影响的利益冲突。投资者应仅将本报告视为作出投资决策的考虑因素之一。

投资主题

华海药业

12 个月评级 买入

12 个月目标价 Rmb17.00

投资理由

华海药业是中国首家在欧美市场实现制剂规模化销售的制药企业。公司是全球最大的普利、沙坦、精神神经类原料药供应商之一。依托原料药基础，公司从 2006 年前后开始向制剂出口业务升级。经过八年积累，目前公司制剂出口平台已经系统性成型，氯沙坦、拉莫三嗪控释片等多个产品的美国年销售额突破千万美元。我们预计，再经过五年左右的积累公司将有望达到全球中等仿制药企业的水平。在此过程中，公司业务规模和盈利水平有望大幅提高。我们预测公司 13-15 年 EPS0.54/0.64/0.85 元,根据瑞银 VACM 现金流贴现模型（WACC8.4%）得到目标价 17.0 元。

乐观情景

若原料药业务四季度有所回升，制剂新产品获批顺利，我们预计原料药及中间体业务有望实现收入 16.4 亿元，同比增长 5%；制剂业务有望实现收入 8.4 亿元，同比增长 100% 。我们估算其 EPS 为 0.62 元，高出我们预测约 15%，对应每股估值为 19.5 元。

悲观情景

若原料药业务四季度出现进一步下滑，制剂新产品获批推后，我们预计原料药及中间体业务有望实现收入 14.04 亿元，同比下滑 10 %；制剂业务有望实现收入 7.56 亿元，同比增长 80% 。我们估算其 EPS 为 0.47 元，低于我们预测约 15%，对应每股估值为 12 元。

近期催化剂

制剂方面，公司后续通用名药产品获得 FDA 批准的及时性将对公司业绩和股价造成重要影响；
原料药方面，近期公司加大规范市场二线客户和新兴市场客户的开发力度，替米沙坦等近期专利到期品种的原料药需求可能放量，近期原料药业务增速仍将对股价构成重要影响。

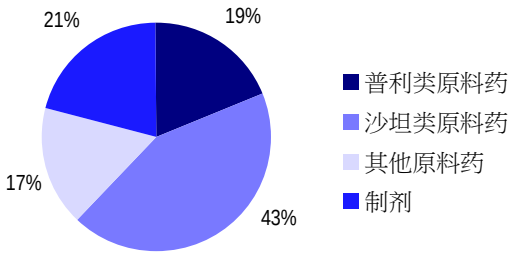
公司简介

浙江华海药业股份有限公司主营医药制剂、原料药和中间体，产品以心血管用药、抗抑郁用药和抗病毒药物为主。其中心血管药物 ACE 抑制剂在国际上品种最多、产销量最大。近年来，公司沙坦类原料药快速增长，成为公司发展新的重要驱动力。

行业展望

我们认为，未来四年欧美市场仍将处于品牌药集中专利到期的阶段，市场规模有望较快增长。由于进入壁垒较高，欧美通用名药市场竞争格局良好。以美国为例，我们估计其通用名药市场规模在 300 亿美元水平，但核心竞争企业仅有数十家。目前华海在研发、申报、营销渠道等方面已具备过硬能力，如果后续产品顺利获批，我们预计公司将呈现高速增长状态。

Revenues by region (%)， 2012 年



来源: 公司数据

EBIT by product segment

百万元	2011	2012	2013E	2014E	2015E
普利类原料药	133	112	94	86	79
沙坦类原料药	247	317	293	260	240
其他原料药	108	159	124	136	150
制剂	106	201	463	690	1022
合计	594	789	974	1173	1491

来源: 公司数据，瑞银证券估算

季 序我, 博士, 分析师, S1460511080003, xuwo.ji@ubssecurities.com, +86-105-832 8980

2013/12/13 07:37

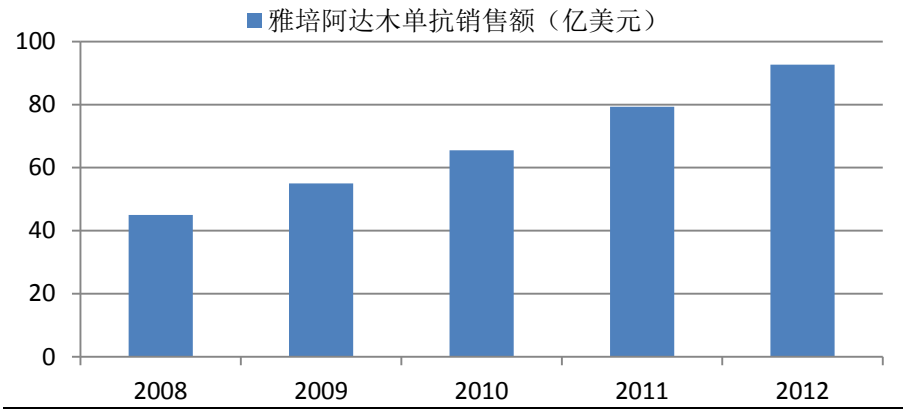
生物仿制药取得进展，产业升级稳步推进

近日，公司发布公告，与合作方美国 Oncobiologics 合作开发的生物仿制药阿达木单抗（Humira）已收到欧盟 EMA（欧洲药品管理局）及美国 FDA（美国食品药品监督管理局）的通知，允许开展一期临床试验。

阿达木单抗由雅培原研，在美国和欧盟获批了 6 个适应症，分别是类风湿关节炎、银屑病关节炎、强直性脊柱炎、克罗恩氏病、银屑病以及幼年类风湿性关节炎。

单抗类药物的市场空间广阔。仅阿达木单抗 12 年销售额就高达 93 亿美元。根据 13 年 5 月签订的协议，除阿达木单抗外，双方还将共同开发贝伐珠单抗、利妥昔单抗、曲妥珠单抗等单抗药物的生物仿制药。一旦有产品成功上市，公司将享有该品种在中国市场的全部权益和欧美市场 51%的权益。

图片 1: 阿达木单抗市场空间广阔



来源: 雅培年报

从研发进度来看，上述单抗品种多处于临床前阶段，短期内尚无法对公司业绩形成实际贡献。但公司合作方 Oncobiologics 具备较强研发实力，我们认为中长期来看双方合作具有较强的成功可能性。考虑到单抗药物庞大的市场规模，未来一旦有产品成功上市，有望为公司带来高额利润贡献。

13 年以来，尽管沙坦原料药的波动对公司短期业绩影响较大，但公司在多个领域实现重要突破，产业升级战略稳步推进：

- **制剂出口**：13 年 2 月，公司与 Par 合作开发的高技术壁垒仿制药拉莫三嗪成功获得 FDA 批准。该品种由华海独立研发，标志着公司在研发能力上已初步具备与欧美主流仿制药企业抗衡的实力。
- **生物仿制药**：13 年 5 月，公司与 Oncobiologics 签署协议，共同开发四种单抗药物的生物仿制药。目前首个品种阿达木单抗即将进入临床一期阶段；
- **创新药**：13 年 9 月，公司与军科院毒物药物研究所签署战略合作协议，共同开发中枢神经系统领域的创新药研发。首个合作项目已经围绕 1.1 类抗抑郁新药 YL-0919 展开。
- **定制合作**：13 年 9 月，公司获得抗艾药依非韦伦片的生产批件，将定制合作扩展至国内制剂市场。

2013/12/13 07:37

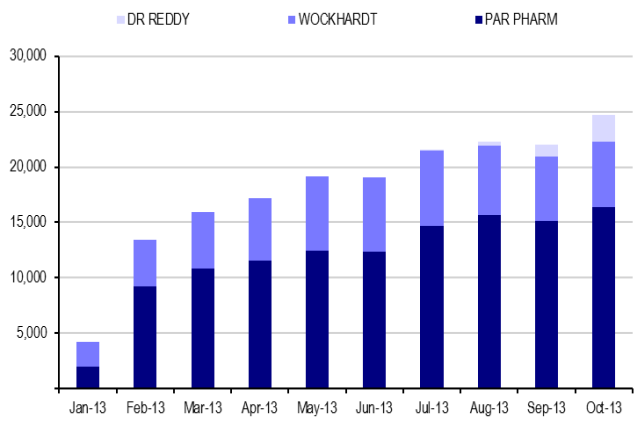
通过上述一系列举措，公司在“原料药、国内制剂、制剂出口、定制合作、生物药、创新药”等六大业务领域的“4+2”战略布局已经初步成型。通过业务板块间的成长接力，公司有望在中长期持续实现快速发展。

拉莫三嗪维持强势，看好 14 年公司制剂出口增长前景

目前美国市场拉莫三嗪竞争格局维持稳定，公司合作方 Par Pharm 维持强势地位：1）从处方量来看，公司合作方 Par Pharm 始终呈上升趋势；2）从终端销售金额来看（非公司出厂价口径），公司合作方 Par Pharm 三季度销售额较二季度进一步小幅上升，四季度仍维持较高水平。

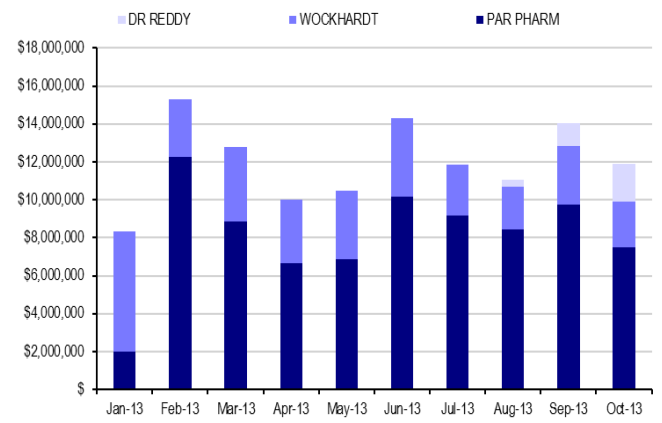
我们认为，拉莫三嗪控释片的研发壁垒很高，14 年仍有望维持少数企业竞争的格局。美国市场上，竞争企业通常需要降价 30%以上才能抢夺到对手的市场份额。若生产企业未大量增多，现有企业将缺乏进行价格战的动力，公司拉莫三嗪或将保持较高盈利水平。

图片 2: 公司合作方 Par 的拉莫三嗪处方量稳步增长



来源: ：IMS

图片 3: 公司合作方 Par 的拉莫三嗪销售金额维持高位



来源:：IMS

此外，市场可能较为担心，在今年拉莫三嗪大幅拉高利润基数的情况下，14 年公司制剂出口业务如何能够保持快速增长？

我们认为，普药品种快速放量，将是公司 14 年制剂出口业务实现较快增长的核心动力。目前公司除拉莫三嗪外，实现规模化销售的产品仅有氯沙坦、厄贝沙坦、多奈哌齐、罗皮尼罗四个品种。按申报时间推算，公司申报品种中左乙拉西坦缓释片、厄贝沙坦氢氯噻嗪、帕罗西汀、安非他酮缓释片、罗皮尼罗控释片、缬沙坦、氯沙坦钾氢氯噻嗪等大量品种均具有在近期或 14 年获批的可能性，其中不乏帕罗西汀、缬沙坦这样的大品种。

我们估计，13 年除拉莫三嗪外，公司自主品牌的其他制剂的美国市场销售规模在接近 3000 万美元的水平。若 14 年 ANDA 获批顺利、规模化销售品种翻番，我们估计除拉莫三嗪外，公司自主品牌的其他制剂的销售规模有望达到 7000-8000 万美元的水平。按 35%的毛利率估算，普药放量有望带来 1600 万美元左右的毛利增量。由于美国体系下销售新增品种所产生的边际费用非常低，绝大部分毛利增量应转化为净利润，带动制剂出口业务在 14 年维持较快增长。

2013/12/13 07:37

同时，我们认为随着制剂出口、国内制剂等业务的占比上升，未来三年公司增长或将呈现逐步提升的状态。而随着未来生物药、创新药等业务进入收获期，公司有望在更长周期中保持快速增长。

我们持续看好公司中长期投资价值。考虑到拉莫三嗪三四季度销售情况良好，我们小幅上调公司 13-15 年 EPS 预测至 0.54/0.64/0.85 元（原为 0.53/0.63/0.84 元）。根据瑞银 VACM 现金流贴现模型（WACC8.4%）得到新目标价 17 元，维持“买入”评级。

2013/12/13 07:37

华海药业 (600521.SS)

损益表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	1,022.84	1,827.61	2,014.39	2,295.12	*13.9*	2,746.87	*19.7*	3,296.76	3,940.25	4,630.53
毛利	429.32	724.31	811.16	996.28	*22.8*	1,195.21	*20.0*	1,520.35	1,817.11	2,135.44
息税折旧摊销前利润(UBS)	188.83	415.07	492.99	578.70	*17.4*	704.06	*21.7*	917.21	1,081.46	1,257.58
折旧和摊销	(77.62)	(87.56)	(100.87)	(114.89)	*13.9*	(132.38)	*15.2*	(145.23)	(158.79)	(173.27)
息税前利润(UBS)	111.22	327.52	392.13	463.81	*18.3*	571.67	*23.3*	771.99	922.67	1,084.31
联营及投资收益	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他非营业利润	(7.14)	(12.21)	(10.68)	7.12	-	(9.20)	-	(7.49)	(14.78)	(12.88)
净利息	(6.89)	(26.19)	(31.48)	(9.12)	*71.0*	7.87	-	9.52	9.36	11.12
例外项目 (包括商誉)	30.62	(0.96)	45.90	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
税前利润	127.80	288.16	395.87	461.81	*16.7*	570.34	*23.5*	774.02	917.25	1,082.55
税项	(34.27)	(59.07)	(63.37)	(46.18)	*27.1*	(74.14)	*-60.6*	(116.10)	(137.59)	(162.38)
税后利润	93.53	229.09	332.49	415.63	*25.0*	496.20	*19.4*	657.92	779.66	920.17
优先股股息及少数股权	0.06	2.82	2.63	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
非常项目	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净利润 (本地 GAAP)	93.59	231.91	335.12	415.63	*24.0*	496.20	*19.4*	657.92	779.66	920.17
净利润 (UBS)	66.79	229.30	297.04	415.63	*39.9*	496.20	*19.4*	657.92	779.66	920.17
税率(%)	26.8	20.5	16.0	10.0	*-37.5*	13.0	*30.0*	15.0	15.0	15.0

每股(Rmb)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
每股收益(UBS 稀释后)	0.10	0.33	0.42	0.54	*27.4*	0.64	*19.4*	0.85	1.58	1.19
每股收益(本地会计准则，稀释后)	0.13	0.33	0.47	0.54	*13.0*	0.64	*19.4*	0.85	1.58	1.19
EPS (UBS, 基本)	0.10	0.33	0.42	0.54	*27.4*	0.64	*19.4*	0.85	1.58	1.19
每股股息净值(Rmb)	0.08	0.10	0.20	0.16	*-19.7*	0.19	*19.4*	0.25	0.30	0.36
每股账面价值	1.85	2.18	2.73	3.90	*42.9*	4.38	*12.3*	5.03	9.10	6.67
平均股数(稀释后)	700.19	700.19	706.89	776.11	*9.8*	776.11	*0.0*	776.11	493.44	776.11

资产负债表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
现金和现金等价物	223.47	351.49	292.25	716.75	*145.3*	868.00	*21.1*	1,047.57	1,187.50	1,399.95
其他流动资产	907.52	1,028.74	1,362.66	1,452.18	*6.6*	1,677.80	*15.5*	1,893.46	2,342.31	2,721.16
流动资产总额	1,130.99	1,380.23	1,654.91	2,168.93	*31.1*	2,545.80	*17.4*	2,941.03	3,529.81	4,121.11
有形固定资产净值	493.40	570.51	871.58	979.13	*12.3*	1,061.21	*8.4*	1,126.00	1,183.30	1,235.79
无形固定资产净值	114.44	118.55	232.95	358.79	*54.0*	497.21	*38.6*	649.47	816.97	1,001.21
投资/其他资产	315.44	507.74	457.18	382.95	*-16.2*	324.62	*-15.2*	279.11	243.98	217.28
总资产	2,054.27	2,577.03	3,216.61	3,889.79	*20.9*	4,428.84	*13.9*	4,995.62	5,774.06	6,575.39
应付账款和其他短期负债	657.85	504.58	787.78	810.86	*2.9*	978.40	*20.7*	1,036.12	1,178.01	1,347.33
短期债务	40.07	505.01	434.19	0.00	-	0.00	-	0.00	54.27	0.00
流动负债总额	697.93	1,009.59	1,221.96	810.86	*-33.6*	978.40	*20.7*	1,036.12	1,232.27	1,347.33
长期债务	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其它长期负债	38.00	37.88	45.61	45.61	*0.0*	45.61	*0.0*	45.61	45.61	45.61
优先股	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
总负债(包括优先股)	735.92	1,047.47	1,267.57	856.47	*-32.4*	1,024.01	*19.6*	1,081.73	1,277.88	1,392.94
普通股股东权益	1,296.99	1,528.33	1,940.86	3,025.15	*55.9*	3,396.65	*12.3*	3,905.71	4,488.00	5,174.27
少数股东权益	21.36	1.23	8.17	8.17	*0.0*	8.17	*0.0*	8.17	8.17	8.17
负债和权益总计	2,054.27	2,577.03	3,216.61	3,889.79	*20.9*	4,428.84	*13.9*	4,995.62	5,774.06	6,575.39

现金流量表(Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	%	12/14E	%	12/15E	12/16E	12/17E
净利润(支付优先股股息前)	93.59	231.91	335.12	415.63	*24.0*	496.20	*19.4*	657.92	779.66	920.17
折旧和摊销	77.62	87.56	100.87	114.89	*13.9*	132.38	*15.2*	145.23	158.79	173.27
营运资本变动净值	(52.76)	24.33	(273.43)	(57.56)	*78.9*	(137.61)	*-139.1*	(137.53)	(324.50)	(248.20)
其他营业性现金流	352.23	173.18	416.39	0.24	*-99.9*	71.66	*29532.8*	(29.94)	8.18	27.56
经营性现金流	470.67	516.98	578.95	473.20	*-18.3*	562.63	*18.9*	635.68	622.13	872.80
有形资本支出	(272.44)	(346.06)	(447.81)	(274.05)	*38.8*	(294.56)	*-7.5*	(316.77)	(348.45)	(383.30)
无形资本支出	0.00	0.00	0.00	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
净 (收购) / 处置	0.00	(21.86)	4.67	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他投资性现金流	7.81	4.60	(0.49)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
投资性现金流	(264.63)	(363.32)	(443.63)	(274.05)	*38.2*	(294.56)	*-7.5*	(316.77)	(348.45)	(383.30)
已付股息	(29.92)	(44.88)	(53.86)	(109.49)	*-103.3*	(124.69)	*-13.9*	(148.86)	(197.38)	(233.90)
股份发行/回购	42.00	60.00	125.42	775.43	*518.2*	0.00	-	0.00	0.00	0.00
其他融资性现金流	27.48	(175.12)	90.89	(6.40)	-	7.87	-	9.52	9.36	11.12
债务及优先股变化	(129.93)	464.94	(70.83)	(434.19)	*-513.01*	0.00	-	0.00	54.27	(54.27)
融资性现金流	(90.37)	304.94	91.63	225.35	*145.9*	(116.82)	-	(139.34)	(133.75)	(277.05)
现金流量中现金的增加/(减少)	115.67	458.60	226.95	424.50	*87.0*	151.25	*-64.4*	179.57	139.93	212.45
外汇/非现金项目	(174.76)	(330.57)	(286.19)	0.00	-	0.00	-	0.00	0.00	0.00
资产负债表现金增加/(减少)	(59.09)	128.02	(59.24)	424.50	-	151.25	*-64.4*	179.57	139.93	212.45

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

2013/12/13 07:37

华海药业 (600521.SS)

估值(x)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
P/E (本地 GAAP, 稀释后)	NM	32.4	20.8	25.7	21.5	16.2	8.7	11.6
市盈率 (UBS, 稀释后)	NM	32.8	23.4	25.7	21.5	16.2	8.7	11.6
股价/每股现金收益	54.2	23.7	17.5	20.1	17.0	13.3	7.2	9.8
权益自由现金流 (UBS) 收益率 %	2.5	2.3	1.9	2.0	2.7	3.3	2.8	5.0
净股息收益率(%)	0.7	0.9	2.0	1.2	1.4	1.8	2.2	2.6
市净率	6.0	4.9	3.6	3.5	3.1	2.7	1.5	2.1
企业价值/营业收入(核心)	6.6	3.5	3.0	3.7	2.9	2.3	1.9	1.6
企业价值/息税折旧摊销前利润(核心)	35.6	15.3	12.1	14.5	11.2	8.4	7.0	6.0
企业价值/息税前利润(核心)	NM	19.4	15.3	18.1	13.8	10.0	8.2	7.0
企业价值/经营性自由现金流(核心)	NM	18.1	17.2	16.4	12.8	9.3	8.0	6.7
企业价值/运营投入资本	6.1	4.5	3.2	3.8	3.3	2.9	2.4	2.1

企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
市值	7,827.22	7,513.79	6,971.91	9,806.86	9,806.86	9,806.86	9,806.86	9,806.86
净债务 (现金)	(147.98)	(14.94)	147.73	(287.40)	(792.37)	(957.78)	(1,090.40)	(1,090.40)
少数股东权益	21.36	1.23	8.17	8.17	8.17	8.17	8.17	8.17
养老金拨备/其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
企业价值总额	7,700.61	7,500.09	7,127.81	9,527.63	9,022.66	8,857.25	8,724.63	8,724.63
- 非核心资产	(980.42)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)	(1,146.54)
核心企业价值	6,720.18	6,353.55	5,981.27	8,381.09	7,876.12	7,710.71	7,578.09	7,578.09

增长率(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
营业收入	10.2	78.7	10.2	13.9	19.7	20.0	19.5	17.5
息税折旧摊销前利润(UBS)	-25.5	119.8	18.8	17.4	21.7	30.3	17.9	16.3
息税前利润(UBS)	-39.8	194.5	19.7	18.3	23.3	35.0	19.5	17.5
每股收益(UBS 稀释后)	-52.8	NM	28.3	27.4	19.4	32.6	86.4	-25.0
每股股息净值	50.0	20.0	100.0	-19.7	19.4	32.6	18.5	18.0

利润率与盈利能力(%)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
毛利率	42.0	39.6	40.3	43.4	43.5	46.1	46.1	46.1
息税折旧摊销前利润率	18.5	22.7	24.5	25.2	25.6	27.8	27.4	27.2
息税前利润率	10.9	17.9	19.5	20.2	20.8	23.4	23.4	23.4
净利 (UBS) 率	6.5	12.5	14.7	18.1	18.1	20.0	19.8	19.9
ROIC (EBIT)	10.0	23.4	20.8	21.1	23.6	28.6	29.7	30.4
税后投资资本回报率	6.9	18.3	17.5	19.0	20.5	24.3	25.2	25.8
净股东权益回报率(UBS)	5.4	16.2	17.1	16.7	15.5	18.0	18.6	19.0

资本结构与覆盖率	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
净债务/息税折旧摊销前利润	NM	0.4	0.3	NM	NM	NM	NM	NM
净债务/总权益	(13.9)	10.0	7.3	(23.6)	(25.5)	(26.8)	(25.2)	(27.0)
净债务/(净债务 + 权益)	(16.2)	9.1	6.8	(30.9)	(34.2)	(36.5)	(33.7)	(37.0)
净债务/企业价值	(2.7)	2.4	2.4	(8.6)	(11.0)	(13.6)	(15.0)	(18.5)
资本支出 / 折旧 %	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM	NM
资本支出/营业收入(%)	26.6	18.9	22.2	11.9	10.7	9.6	8.8	8.3
息税前利润/净利息	16.1	12.5	12.5	50.9	NM	NM	NM	NM
股息保障倍数 (UBS)	1.1	3.3	2.1	3.3	3.3	3.3	5.2	3.3
股息支付率 (UBS) %	87.4	30.5	47.6	30.0	30.0	30.0	19.1	30.0

分部门收入 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	1,022.84	1,827.61	2,014.39	2,295.12	2,746.87	3,296.76	3,940.25	4,630.53
总计	1,022.84	1,827.61	2,014.39	2,295.12	2,746.87	3,296.76	3,940.25	4,630.53

分部门息税前利润 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12	12/13E	12/14E	12/15E	12/16E	12/17E
其他	111.22	327.52	392.13	463.81	571.67	771.99	922.67	1,084.31
总计	111.22	327.52	392.13	463.81	571.67	771.99	922.67	1,084.31

资料来源：公司报表、UBS 估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。

2013/12/13 07:37

预测回报率

预测股价涨幅	+23.5%
预测股息收益率	1.4%
预测股票回报率	+24.9%
市场回报率假设	9.3%
预测超额回报率	+15.6%

风险声明

我们认为，华海药业面临的下行风险主要包括：1、沙坦类原料药价格下降幅度超出市场预期；2、美国市场 ANDA 文号的获批进展低于市场预期；3、人民币升值，将对公司盈利能力产生较大影响。

2013/12/13 07:37

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

关于 UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关 UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。 瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构.

分析师声明: 每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法 ,并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

瑞银投资研究: 全球股票评级定义

瑞银 12 个月评级	**定义**	**覆盖** [1]	**投资银行服务** [2]
买入	股票预期回报超出市场回报预期 6%以上。	44%	32%
中性	股票预期回报在市场回报预期±6%范围内。	46%	32%
卖出	股票预期回报低于市场回报预期 6%以上。	10%	19%
瑞银短期评级	**定义**	**覆盖** [3]	**投资银行服务** [4]
买入	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内上涨。	低于 1%	低于 1%
卖出	由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的 3 个月内下跌。	低于 1%	低于 1%

资料来源： 瑞银。上述评级分布为截止至 2013 年 09 月 30 日.
1: 全球范围内，12 个月评级类别中此类公司占全部公司的比例。2: 12 个月评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。3: 全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例。4: 短期评级类别中曾经在过去 12 个月内接受过投资银行服务的公司占全部公司的比例。

主要定义 预测股票收益率（FSR） 指在未来的 12 个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率 **市场收益率假设（MRA）** 指一年期当地利率加上 5%（假定的并非预测的股票风险溢价） **处于观察期（UR）：** 分析师有可能将股票标记为"处于观察期"，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应 **短期评级** 反映股票的预期近期（不超过三个月）表现，而非基本观点或投资卖点的任何变 **股票目标价** 的投资期限为未来 12 个月。

例外和特殊案例 英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入： 结构、管理、业绩、折扣等因素积极； **中性：** 结构、管理、业绩、折扣等因素中性； **减持：** 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。 **主要评级段例外（CBE）：** 投资审查委员会（IRC）可能会批准标准区间 （+/-6%）之例外。IRC 所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中"公司披露表"中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由 UBS Securities LLC 任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会（NASD）和纽约证券交易所（NYSE）注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受 NASD 和 NYSE 有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 季 序我, 博士.

涉及报告中提及的公司的披露

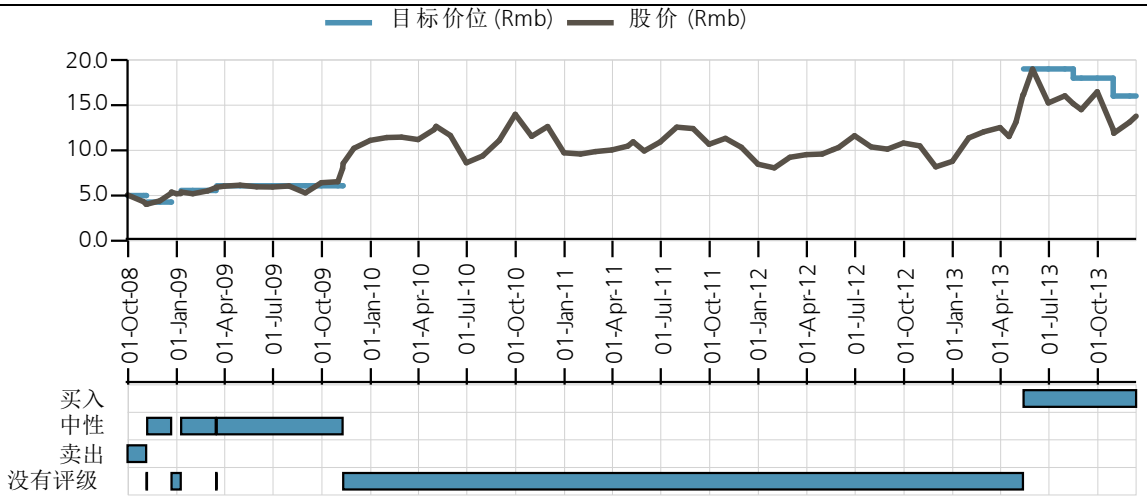
公司名称	**路透**	**12 个月评级**	**短期评级**	**股价**	**定价日期及时间**
华海药业	600521.SS	买入	不适用	Rmb13.77	2013 年 12 月 12 日

资料来源：UBS(瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价
本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

2013/12/13 07:37

华海药业 (Rmb)



资料来源：UBS(瑞银)；截止至 2013 年 12 月 12 日

2013/12/13 07:37

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司 (瑞银集团的关联机构) 编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为 UBS（瑞银）。

本文件仅在法律许可的情况下发放。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用：在该等司法管辖区中，发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定，或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表； 既不是广告，也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外，瑞银没有对本文件所含信息（“信息”）的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改，也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。本文件中所有基于第三方的内容均为瑞银对第三方提供的数据、信息和/或观点的解释，这些数据、信息和/或观点由第三方公开发表或由瑞银通过订购取得，对这些数据、信息和/或观点的使用和解释未经第三方核对。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险，投资需谨慎。本文件中所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者，并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险，而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题，客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨，而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失（包括投资损失）或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用而并不代表对个别证券或其他金融工具的估值. 亦不代表任何交易可以或曾可能在该等价格成交。 任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值, 以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域，部门、集团或关联机构之间的信息流动 。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层（不包括投行部）全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定，但是 分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关；其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银集团，其关联或下属机构（不包括瑞银证券有限责任公司（美国））担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者（按照英国对此类术语的解释）时，此类信息在本研究文件中另行披露，但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具：瑞银担任做市商时，此类信息在本文件中另行具体披露，但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的员工可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头头寸，或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品；此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区： 除非在此特别申明，本文件由 UBS Limited 提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。 **法国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国审慎监管局（ACP）和金融市场管理局（AMF）监管。如果 UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Securities France S.A.编制。 **德国：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Deutschland AG 分发。UBS Deutschland AG 受德国联邦金融监管局（BaFin）监管。 **西班牙：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Securities España SV, SA 分发。UBS Securities España SV, SA 受西班牙国家证券市场委员会（CNMV）监管。 **土耳其：** 由 UBS Limited 分发。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此，本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会根据《资本市场法》（法律编号：6362）规定颁发的许可。因此，在未经土耳其资本市场委员会事先批准的情况下，本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是，根据第 32 号法令第 15 (d) (ii)条之规定，对于土耳其共和国居民在海外买卖证券，则没有限制。 **波兰：** 由 UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce 分发。 **俄罗斯：** 由 UBS Securities CJSC 编制并分发。 **瑞士：** 仅由 UBS AG 向机构投资者分发。 **意大利：** 由 UBS Limited 编制，UBS Limited 和 UBS Italia Sim S.p.A 分发。UBS Italia Sim S.p.A 受意大利银行和证券交易所监管委员会（CONSOB）监管。如果 UBS Italia Sim S.p.A 的分析师参与本文件的编制，本文件也将被视同由 UBS Italia Sim S.p.A 编制。 **南非：** 由 JSE 的授权用户及授权金融服务提供商 UBS South Africa (Pty) Limited 分发。 **以色列：** 本文件由 UBS Limited 分发，UBS Limited 由英国审慎监管局（PRA）授权并由英国金融市场行为监管局（FCA）和英国审慎监管局监管。UBS Securities Ltd 是由以色列证券监管局（ISA）监管的持牌投资推介商。UBS Limited 及其在以色列之外成立的关联机构未获得《以色列顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列顾问法》所定义的‘合格投资者’，任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。 **沙特阿拉伯：** 本文件由瑞银集团（及/或其子公司、分支机构或关联机构）分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司，成立于瑞士，注册地址为 Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获 UBS Saudi Arabia（瑞银集团子公司）的批准，该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家沙特封闭式股份公司，商业注册号 1010257812，注册地址 Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia 获沙特资本市场管理局授权开展证券业务，并接受其监管，业务牌照号 08113-37。 **美国：** 由 UBS Securities LLC 或 UBS AG 的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者；或由 UBS AG 未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构（‘非美国关联机构’）仅分发给美国主要机构投资者。UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及证券的交易必须通过 UBS Securities LLC 或 UBS Financial Services Inc.，而非通过非美国关联机构执行。 **加拿大：** 由 UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。 **香港：** 由 UBS Securities Asia Limited 分发。 **新加坡：** 由 UBS Securities Pte. Ltd[mica (p) 107/09/2013 和 Co. Reg. No.: 198500648C]或 UBS AG 新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜，请向 UBS Securities Pte Ltd，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问；或向 UBS AG 新加坡分行，一新加坡财务顾问法案(第 110 章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第 19 章)持照执业，并由新加坡金融管理局监管之批发银行联繫。此文件之接收方声明并保證其为依据證券及期货法(第 289 章)定义下之认可及机构投资者。 **日本：** 由 UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由 UBS Securities Japan Co., Ltd.编制, 则 UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者，出版人及发布人。 **澳大利亚：** 由 UBS AG（澳大利亚金融服务执照号：231087）和/或 UBS Securities Australia Ltd（澳大利亚金融服务执照号：231098）分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求，因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及 2001 年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品，零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。 **新西兰：** 由 UBS New Zealand Ltd 分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议，它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。 **迪拜：** 由 UBS AG Dubai Branch 分发，仅供专业客户使用，不供在阿联酋境内进一步分发。 **韩国：** 由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行於韩国分发。本文件可能不时由 UBS Securities Pte. Ltd.首尔分行之关联机构校订或编制。 **马来西亚：** 本文件获准由 UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (253825-x)於马来西亚分发。 **印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F,2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI 注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437.

由 UBS Limited 编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可，瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2013 版权所有。钥匙标识与 UBS 都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

UBS 瑞银