



华海药业

再获超级重磅产品

公司动态

公司近况

公司收到美国 FDA 的通知, 公司申报的缬沙坦片 (40mg、80mg、160mg、320mg) 的 ANDA 已获得批准。

评论

缬沙坦是超级重磅品种。缬沙坦是目前高血压治疗的主流药物, 原研为诺华, IMS 数据显示其 2014 年的销售规模为 15.22 亿元。缬沙坦单方 2014 年专利过期, 以上销售额包含专利期销售和首仿独占期销售, 我们预计仿制药销售稳定期的市场整体规模为 5~6 亿美元。公司作为缬沙坦原料药全球最大的供应商, 秉承“原料制剂一体化”策略, 在该品种上的成本优势极度明显, 根据公司产品氯沙坦和厄贝沙坦的在美的销售成绩, 我们保守估计缬沙坦最终能拿到超过 20% 的市场份额, 净利率水平超过 25%, 未来的 1~2 年该品种有望逐步放量, **销售峰值的净利润有望超过 2 亿元**, 成为第一个利润体量超过拉莫三嗪的品种。

ANDA 加速获批, 未来高增长无忧。自去年 9 月公司共收获 8 个 ANDA (包括原料药转移变更), 包括重磅品种赖诺普利, 安非它酮缓释片及左乙拉西坦缓释片。其中高毛利的两个缓释片品种市场规模均超过一亿美元。我们对于公司每年收获 10 个以上 ANDA 的预期正在兑现。后续的重磅品种, 如强力霉素胶囊 (预计 2017 获批), 帕罗西汀胶囊 (预计 2H17 获批), 及达比加群脂等, **利润体量都将超过拉莫三嗪, 未来三年 CAGR 保守估计将超过 30%。**

员工激励完成, 利益绑定, 提速在即。公司刚公布总额~4 亿元的限制性股权+定增激励计划, 人均募资额超过 100 万元, 核心员工利益高度绑定。未来公司外延拓展战略计划更加清晰, 增长还将进一步提速。

估值建议

维持 2015/16 年 EPS 预期 0.57/0.75 元, 对应同比增长分别为 69.2%和 31.2%, 目前股价对应 15/16 年 P/E 为 56x 和 43x。公司股权激励力度大, 海外 ANDA 获批, 业绩有望持续超预期。重申“**确信买入**”评级, **维持一年期目标价 45 元**, 对应 2015/16 年 P/E 为 79x/60x。

风险

ANDA 获批进度低于预期, 原料药降价。

代雯

联系人

wen.dai@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080113100027

SFC CE Ref: BFI915

强静, CFA

分析师

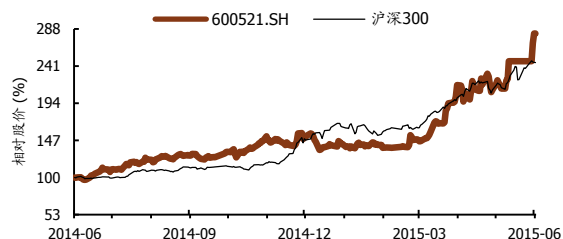
jing.qiang@cicc.com.cn

SAC 执业编号: S0080512070005

SFC CE Ref: AWU229

维持确信买入

股票代码	600521.SH
评级	确信买入
最新收盘价	人民币 32.05
目标价	人民币 45.00
52 周最高价/最低价	人民币 30.69~9.81
总市值(亿)	人民币 252
30 日日均成交额(百万)	人民币 483.53
发行股数(百万)	786
其中: 自由流通股(%)	49
30 日日均成交量(百万股)	18.16
主营行业	医疗保健



(人民币 百万)	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	2,296	2,585	3,307	4,241
增速	14.0%	12.6%	27.9%	28.2%
归属母公司净利润	359	266	449	589
增速	5.3%	-26.1%	69.2%	31.2%
每股净利润	0.46	0.34	0.57	0.75
每股净资产	3.83	4.10	4.67	5.42
每股股利	0.20	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	0.62	0.42	0.21	0.74
市盈率	70.1	94.9	56.1	42.7
市净率	8.4	7.8	6.9	5.9
EV/EBITDA	46.1	50.7	34.5	27.0
股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	9.4%	5.9%	9.3%	10.4%
平均净资产收益率	14.5%	8.5%	13.0%	14.9%

资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部



财务报表和主要财务比率

财务报表 (百万元)	2013A	2014A	2015E	2016E	主要财务比率	2013A	2014A	2015E	2016E
利润表					成长能力				
营业收入	2,296	2,585	3,307	4,241	营业收入	14.0%	12.6%	27.9%	28.2%
营业成本	1,289	1,430	1,755	2,201	营业利润	12.3%	-23.1%	68.0%	31.5%
营业税金及附加	19	10	13	16	EBITDA	11.0%	-9.2%	48.7%	28.1%
营业费用	151	274	364	496	净利润	5.3%	-26.1%	69.2%	31.2%
管理费用	422	526	615	789	盈利能力				
财务费用	37	31	33	42	毛利率	43.9%	44.7%	46.9%	48.1%
其他	22	-7	-12	-18	营业利润率	17.4%	11.9%	15.6%	16.0%
营业利润	400	307	516	679	EBITDA 利润率	23.8%	19.2%	22.3%	22.3%
营业外收支	34	34	34	35	净利润率	15.6%	10.3%	13.6%	13.9%
利润总额	412	313	522	685	偿债能力				
所得税	49	56	88	115	流动比率	1.91	1.97	1.90	1.78
少数股东损益	4	-9	-15	-19	速动比率	1.33	1.31	1.13	1.11
归属母公司净利润	359	266	449	589	现金比率	0.39	0.44	0.23	0.26
EBITDA	547	497	739	947	资产负债率	32.4%	27.6%	28.4%	31.1%
资产负债表					净债务资本比率	净现金	净现金	8.3%	7.8%
货币资金	533	527	331	481	回报率分析				
应收账款及票据	762	825	1,065	1,361	总资产收益率	9.4%	5.9%	9.3%	10.4%
预付款项	16	35	28	51	净资产收益率	14.5%	8.5%	13.0%	14.9%
存货	786	786	1,090	1,262	每股指标				
其他流动资产	501	184	184	182	每股净利润 (元)	0.46	0.34	0.57	0.75
流动资产合计	2,599	2,357	2,697	3,337	每股净资产 (元)	3.83	4.10	4.67	5.42
固定资产及在建工程	1,498	1,723	1,954	2,257	每股股利 (元)	0.20	0.00	0.00	0.00
无形资产及其他长期资产	322	372	459	541	每股经营现金流 (元)	0.62	0.42	0.21	0.74
非流动资产合计	1,820	2,095	2,412	2,799	估值分析				
资产合计	4,466	4,510	5,169	6,194	市盈率	70.1	94.9	56.1	42.7
短期借款	520	497	636	815	市净率	8.4	7.8	6.9	5.9
应付账款及票据	427	569	652	883	EV/EBITDA	46.1	50.7	34.5	27.0
其他流动负债	413	131	133	179	股息收益率	0.6%	0.0%	0.0%	0.0%
流动负债合计	1,360	1,197	1,421	1,877					
应付长期债券	0	0	0	0					
非流动负债合计	87	47	47	47					
负债合计	1,447	1,244	1,468	1,924					
股东权益合计	3,007	3,221	3,671	4,260					
少数股东权益	12	45	30	11					
负债及股东权益合计	4,466	4,510	5,169	6,194					
现金流量表									
净利润	359	266	449	589					
折旧和摊销	132	152	178	207					
营运资本变动	-32	-123	-451	-213					
其他	-107	-145	-204	-233					
经营活动现金流	490	329	166	578					
投资活动现金流入	-660	539	28	28					
投资活动现金流出	-466	-437	-496	-594					
投资活动现金流	-1,127	102	-468	-565					
股权融资	821	150	0	0					
银行借款	99	-66	139	180					
其他	165	-320	0	0					
筹资活动现金流	947	-430	106	137					
汇率变动对现金的影响	-13	-9	0	0					
现金净增加额	298	-8	-195	150					

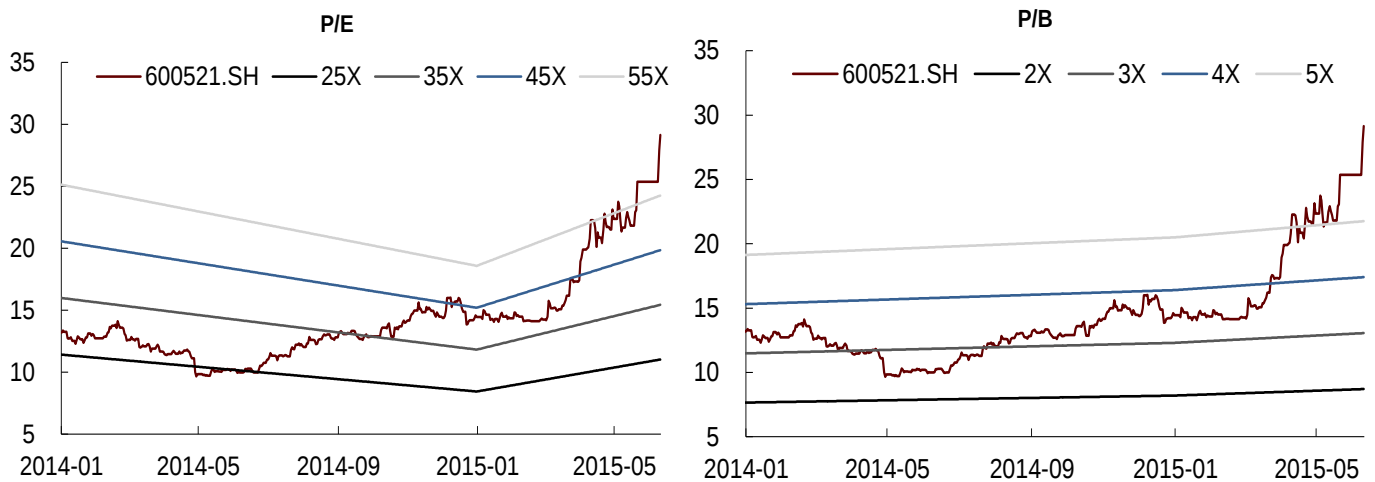
资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

华海药业是一家集医药制剂和原料药为一体的制药企业。公司在国内首家制剂通过美国 FDA 认证，并自主拥有 ANDA 制剂文号，是国内通过国际主流市场官方认证最多的制药企业之一。公司在制剂出口以及国际化发展领域走在了国内医药行业的前列，是目前中国唯一一家能够进行大规模、商业化制剂生产及出口欧美市场的制药企业。公司是国内特色原料药行业的龙头企业，在心血管普利类、沙坦类药物领域拥有核心技术，目前在国际上生产品种最多、技术水平领先，是全球最大的普利类和沙坦类药物供应商。



图表 1: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 2: 可比公司估值表

公司名称	代码	收盘价 2015-6-11	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			企业价值倍数		股息收益率		净资产收益率		P/B			P/S	
				2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E	2014A	2015E	2014A	2015E	2014A	2015E	2016E	2014A	2015E
化学制剂药——中值			16,771				99x	55x	44x	29x	64x	0.2%		9%	17%	10.76	9.76	7.59	7.1x	13.2x
现代中药——中值			16,817				77x	49x	37x	24x	43x	0.3%		10%	14%	8.52	7.28	6.28	5.1x	10.8x
生物制剂——中值			23,075				127x	61x	50x	27x	65x	0.3%		11%	15%	11.43	10.16	8.77	9.5x	22.7x
海正药业	600267	27.16	26,224	0.32	0.39	-	85x	70x	-	14x	22x	0.4%		4%	5%	3.7x	3.7x	3.5x	1.6x	2.6x
华海药业	600521	32.05	25,188	0.34	0.57	0.75	95x	56x	43x	24x	52x	0.6%		8%	12%	7.8x	7.0x	6.2x	4.4x	9.7x
常山药业	300255	34.71	16,350	0.28	0.96	1.30	122x	36x	27x	33x	80x	0.0%		10%	29%	11.9x	10.7x	9.5x	8.2x	20.2x
浙江医药	600216	17.43	16,316	0.18	-	-	96x	-	-	20x	34x	0.9%		3%	-	2.5x	-	-	2.1x	3.4x
新和成	002001	28.39	30,914	0.74	-	-	38x	-	-	11x	22x	1.2%		12%	-	4.4x	-	-	4.0x	7.4x
海瑞普	002399	46.97	37,585	0.42	-	-	111x	-	-	70x	136x	0.6%		4%	-	4.5x	-	-	10.5x	19.2x
普洛股份	000739	14.40	16,515	0.28	0.27	0.36	51x	53x	40x	14x	26x	0.0%		14%	12%	7.2x	6.5x	5.7x	2.1x	3.9x
化学原料药——中值			13,278				125x	85x	61x	28x	75x	0.1%		5%	13%	8.06	6.92	6.09	4.4x	10.2x
品牌中药——中值			26,836				74x	54x	44x	22x	50x	0.5%		14%	17%	8.54	7.28	6.63	5.5x	9.8x
医疗服务——中值			24,623				142x	103x	81x	33x	84x	0.2%		16%	18%	22.39	18.57	15.17	7x	20x
器械和诊断——中值			16,265				173x	95x	79x	41x	110x	0.1%		10%	14%	17.34	18.13	14.17	9x	23x
综合性制药企业——中值			18,366				76x	36x	32x	18x	31x	0.5%		6%	14%	6.12	6.10	5.24	2.5x	4.6x
医药商业——中值			22,489				77x	64x	51x	21x	39x	0.1%		9%	11%	9.07	7.27	6.20	0.9x	1.9x
全行业——中值			17,728				93x	64x	51x	26x	59x	0.2%		10%	14%	9.87	8.40	7.24	5x	12x

资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部; 注: 浅灰色背景表示的是中金覆盖公司(采用中金预测), 白色背景为未覆盖公司(采用万得资讯一致预期)



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者的香港证监会中央编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。本报告无意也不应，以直接或间接的方式，发送或传递给任何位于新加坡的其他人士。

本报告由受金融市场行为监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：“确信买入”（Conviction BUY）：分析员估测未来 6~12 个月，某个股的绝对收益在 30% 以上；绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”；绝对收益在 -20% 以下“确信卖出”（Conviction SELL）。*确信卖出 - 纳入确信卖出、*回避 - 移出确信卖出、*推荐 - 移出确信买入、*确信买入 - 纳入确信买入。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V150602
编辑：杨梦雪



北京

中金公司

北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited

#39-04, 6 Battery Road,
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中金公司上海分公司

上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited

Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司

香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号
A座11楼1105室
邮编: 201400
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 6887-5123

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心A座6层
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

