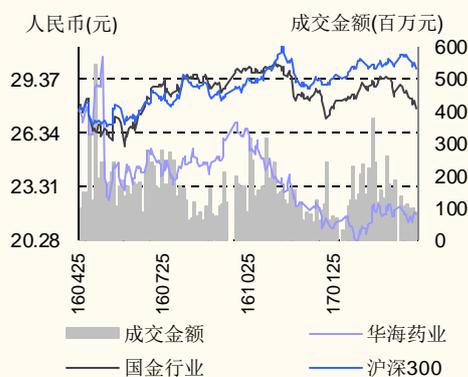


市场价格 (人民币): 21.78 元
 目标价格 (人民币): 28.00-33.00 元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,024.33
总市值(百万元)	22,706.97
年内股价最高最低(元)	30.67/20.28
沪深 300 指数	3431.26
上证指数	3129.53



相关报告

1. 《制剂出口龙头，内外两翼齐飞-华海药业公司深度研究》，2017.4.6
2. 《收购美国本土工厂，进军高毛利细分市场-华海药业公司点评》，2016.12.8
3. 《缬沙坦优先审评，绿色通道落地-华海药业公司研究》，2016.12.5

王建礼 联系人
 wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
 (8621)60230221
 lijingl@gjzq.com.cn

龙头地位不改，费用投入保证长期前景

公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产(元)	4.53	4.20	4.81	5.37	6.16
每股经营性现金流(元)	0.25	0.42	1.06	0.77	1.05
市盈率(倍)	45.51	45.88	36.70	28.52	22.09
行业优化市盈率(倍)	25.38	25.38	25.38	25.38	25.38
净利润增长率(%)	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
净资产收益率(%)	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总股本(百万股)	793.14	1,043.05	1,042.56	1,042.56	1,042.56

来源: 公司年报、国金证券研究所

【事件】

- 华海药业 2016 年年报: 2016 年全年公司实现营业收入 40.93 亿元, 同比增长 16.93%; 归属于上市公司股东的净利 5.01 亿元, 同比增长 13.19%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 4.54 亿元, 同比增长 9.97%。实现 EPS 为 0.49 元, 其中经营性现金流净额 4.33 亿, 同比增长 121.75%。单季度来看, 公司 2016 年 Q4 实现营业收入 11.7 亿元, 同比增长 8.53%; 实现归属于上市公司股东的净利润 1.16 亿元, 同比增加 7.91%; 归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.03 亿元, 同比增长 9.82%。实现 EPS 为 0.11 元; 公司公告利润分配预案, 向全体股东每 10 股派发现金红利 1.80 元 (含税)。
- 2017 年第一季度报告, 2017 年一季度公司实现营业收入 11.30 亿元, 同比增长 16.69%; 归属于上市公司股东的净利 1.40 亿元, 同比增长 15.01%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.14 亿元, 同比下降 7.14%。实现 EPS 为 0.14 元。

【点评】

- 收入端符合预期, 利润端受费用投入的加大, 略低于预期。整体判断 17 年业绩单季度环比加速, 维持之前全年 6.2 亿盈利预测。
- 原料药: 销售 18.82 亿同比增长 13.20%, 毛利率增加 3.21 个百分点至 46.92%。我们认为增长的主要来自于普利和沙坦全球需求的稳健增长和公司的产能释放。同时得益于新的高毛利精神类的产品的销售, 毛利率进一步提高。未来来看, 我们认为公司目前的产品的产能将继续释放, 新品种占比将逐步提高, 因此整体来看原料药板块维持稳健增长, 毛利率有进一步提升的可能。
- 国内制剂: 估计 16 年销售收入在 7.8 亿左右, 同比增长 15%左右。增长变化主要原因是公司调整销售队伍, 在两票制环境下由低开转高开。我们预计 17 年国内制剂将加速增长, 短期来看, 得益于新的医保目录的调整, 其中帕罗西汀片由乙类转甲类, 厄贝沙坦氢氯噻嗪片新进入医保, 以及销售队伍的整合。从行业趋势来看, “优先审评审批” + “视同通过一致性评价” + “国内招标优势” 海外产品通过该渠道迅速转报国内, 实现批量上市, 有望再造一个华海。
- 制剂出口: 公司 16 年获批 6 个 ANDA 且申报 6 个, 我们估计 16 年制剂出口

整体销售收入在 1 亿美金左右，亏损 1.57 亿人民币。收入主要得得益于缙沙坦等新品种获批上量。利润端较 15 年亏损 3800 万有较大幅度的扩大，我们认为主要原因包括：

- 拉莫三嗪缓释片出现新的竞争对手，市占率有所下降；
- 美国专利挑战的专利诉讼费
- ANDA 申报质量提高带来的研发费用的增长。
- 夏洛特工厂收购之后的整合投入。
- 代理产品断货对于毛利率的影响。
- 整体预计 17 年拉莫三嗪缓释进入平稳，其他因素保持稳定。得益于公司在 14、15 年的批量申报以及美国 GDUFA 法案带来的仿制药审批加速，我们认为公司 17-18 年海外获批的 ANDA 数量和质量相对于与之前年度有所提高，带来海外收入的高速增长。中期来看，带有 FTF 资格的专利挑战有望实现突破，跃居国际一流仿制药公司。
- **生物药：**针对 TNF α 靶点的 biosimilar、针对黄斑变性的 HB002.1M 稳步推进，16 年整体单抗研发投入 6100 万，推动多个品种的研发。同时，公司计划投资 8 亿元人民币，在杭州建成公司生物药生产基地及研发中心，保证产品的 III 期临床及上市后的商业化生产。
- **研发：**研发支出 36,404.86 万元，同比增长 33.49%，占当年营业收入的比重为 8.89%。公司美国制剂研发继续加强特色仿制药、首仿药和新剂型药物的研发，以半固体制剂和长效注射剂等为代表的新技术剂型研究已步入正轨，全年共获得 ANDA 文号 6 个，新申报产品 6 个；国内制剂研发围绕欧美转报和一致性评价工作，多渠道沟通，明确政策方向和摸索操作路径，完成 2 个产品转报（其中缙沙坦片成功进入优先审评通道）和 1 个一致性评价项目申报；生物药和类似药研究稳步推进，华奥泰中试车间建成，具备了满足临床 II 期 GMP 生产的能力。
- 2017 年 1 季报收入 11.30 亿元，同比增长 16.69%，符合预期；扣非净利润 1.14 亿，同比下降 7.14%，主要是由于一季度销售费用增加 1.1 亿至 2.13 亿，主要包括公司国内制剂低开转高开以及国内销售队伍的搭建。我们认为随着销售团队的搭建的完成，公司季度业绩将环比改善。同时公司提出 2017 年的销售目标 53 亿，相对于 16 年同比增长 29.6%。

【投资逻辑】

- **制剂出口：**十年投入成功创造“华海模式”。拥有成熟的高技术固体制剂仿制药研发、申报注册平台，现有产品集群已经形成，Solco 销售平台产品已经进入美国主流销售渠道，并且在多奈哌齐、缙沙坦等品种形成竞争优势。公司后续申报产品多以缓控释等高毛利产品为主，并且专利挑战进入常态化，公司业务有望通过专利挑战成功实现质变。同时，公司通过“制剂出口平台”与国内企业合作产品在美国注册销售，打造中国制造叠加美国渠道的双赢模式。
- **国内制剂：**“优先审评审批”+“等同于通过一致性评价”+“招标优势”国内逻辑完全打通，静待产品批量上市。公司通过合作销售、自建销售团队等不同模式加速推广优势产品。长期来看，随着医保支付价、两票制等政策的执行，医药由以前的“市场销售”导向型进入以“研发、产品”为主的阶段，而华海药业完全符合该趋势的发展。
- **原料药：**公司的业务的基石，新品种和产能释放保证稳定增长，带来持续现金流，保证公司的产品质量、成本优势和供应链的稳定。
- **生物药：**高仿产品，目前临床中，以 biosimilar 优势节省注册时间和临床费用，其中针对 TNF α 的 biosimilar 进展较快，并有生物创新药在研。

【投资建议】

- 我们预计公司 17-19 年净利润分别为 6.19/7.96/10.28 亿。如果未来更多品种进入优先审评并且产品获批，将增厚公司业绩，我们将根据后续的获批时间、销售情况再进行调整。综合考虑到公司制剂出口的龙头地位，在国内制剂业务的巨大潜力及单抗业务的长期布局，给予“买入”评级。

风险

- ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售整合慢于预期、环保风险

附表：三张表预测
损益表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	2,585	3,500	4,093	4,809	5,674	6,725
增长率		35.4%	16.9%	17.5%	18.0%	18.5%
主营业务成本	-1,430	-1,777	-2,053	-2,424	-2,811	-3,194
% 销售收入	55.3%	50.8%	50.2%	50.4%	49.5%	47.5%
毛利	1,155	1,723	2,040	2,385	2,863	3,531
% 销售收入	44.7%	49.2%	49.8%	49.6%	50.5%	52.5%
营业税金及附加	-10	-28	-40	-48	-56	-67
% 销售收入	0.4%	0.8%	1.0%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-274	-448	-615	-577	-681	-807
% 销售收入	10.6%	12.8%	15.0%	12.0%	12.0%	12.0%
管理费用	-526	-714	-860	-981	-1,157	-1,412
% 销售收入	20.3%	20.4%	21.0%	20.4%	20.4%	21.0%
息税前利润 (EBIT)	345	533	526	779	968	1,245
% 销售收入	13.3%	15.2%	12.8%	16.2%	17.1%	18.5%
财务费用	-31	6	8	-85	-69	-62
% 销售收入	1.2%	-0.2%	-0.2%	1.8%	1.2%	0.9%
资产减值损失	-18	-49	-26	-13	-2	-3
公允价值变动收益	-17	2	0	0	0	0
投资收益	28	2	0	1	1	1
% 税前利润	9.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	307	493	508	682	899	1,181
营业利润率	11.9%	14.1%	12.4%	14.2%	15.8%	17.6%
营业外收支	6	31	59	60	60	60
税前利润	313	524	567	742	959	1,241
利润率	12.1%	15.0%	13.9%	15.4%	16.9%	18.5%
所得税	-56	-87	-110	-134	-173	-223
所得税率	18.0%	16.6%	19.4%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
归属于母公司的净	266	442	501	619	796	1,028
净利率	10.3%	12.6%	12.2%	12.9%	14.0%	15.3%

现金流量表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	257	437	457	609	786	1,018
少数股东损益	-9	-6	-44	-10	-10	-10
非现金支出	170	247	277	280	296	322
非经营收益	17	-37	-37	-8	-24	-24
营运资金变动	-115	-451	-264	227	-258	-223
经营活动现金净流	329	195	433	1,108	800	1,093
资本开支	-437	-524	-732	-428	-449	-350
投资	0	-70	-13	-1	0	0
其他	539	194	38	1	1	1
投资活动现金净流	102	-399	-707	-428	-448	-349
股权募资	150	106	463	0	0	0
债权募资	-66	243	142	-590	0	1
其他	-522	-103	-145	-41	-246	-246
筹资活动现金净流	-439	245	459	-630	-246	-245
现金净流量	-8	41	186	49	107	499

来源：公司公告、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	527	602	792	841	948	1,447
应收款项	825	1,092	1,322	1,286	1,518	1,799
存货	786	1,077	1,330	1,262	1,463	1,663
其他流动资产	219	61	68	43	50	56
流动资产	2,357	2,832	3,511	3,432	3,979	4,965
% 总资产	52.3%	51.3%	52.2%	50.0%	52.2%	57.0%
长期投资	0	8	21	22	21	21
固定资产	1,723	2,094	2,561	2,908	3,128	3,223
% 总资产	38.2%	38.0%	38.1%	42.3%	41.0%	37.0%
无形资产	383	492	554	426	422	418
非流动资产	2,154	2,684	3,215	3,434	3,650	3,740
% 总资产	47.7%	48.7%	47.8%	50.0%	47.8%	43.0%
资产总计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705
短期借款	497	862	490	0	0	0
应付款项	526	635	824	907	1,053	1,199
其他流动负债	175	185	200	227	265	386
流动负债	1,197	1,682	1,514	1,134	1,318	1,585
长期贷款	0	0	535	535	535	536
其他长期负债	47	113	100	0	0	0
负债	1,244	1,795	2,149	1,669	1,853	2,121
普通股股东权益	3,221	3,591	4,384	5,014	5,601	6,420
少数股东权益	45	129	194	184	174	164
负债股东权益合计	4,510	5,515	6,726	6,867	7,628	8,705

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.338	0.558	0.480	0.593	0.764	0.986
每股净资产	4.100	4.528	4.203	4.807	5.370	6.155
每股经营现金净流	0.418	0.246	0.415	1.062	0.767	1.048
每股股利	0.150	0.200	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	8.24%	12.32%	11.43%	12.34%	14.21%	16.01%
总资产收益率	5.89%	8.02%	7.45%	9.01%	10.44%	11.81%
投入资本收益率	7.51%	9.70%	7.56%	11.14%	12.59%	14.34%
增长率						
主营业务收入增长率	12.57%	35.41%	16.93%	17.49%	17.99%	18.52%
EBIT增长率	-16.93%	54.62%	-1.40%	48.23%	24.30%	28.57%
净利润增长率	-26.08%	66.66%	13.19%	23.52%	28.69%	29.10%
总资产增长率	0.98%	22.29%	21.95%	2.08%	11.09%	14.12%
资产管理能力						
应收账款周转天数	94.0	95.2	103.4	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	200.6	191.3	214.1	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	57.6	56.2	63.5	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	170.0	166.9	166.3	137.5	111.4	88.3
偿债能力						
净负债/股东权益	-0.91%	7.00%	5.08%	-5.89%	-7.15%	-13.84%
EBIT利息保障倍数	11.2	-91.6	-65.5	9.1	14.1	20.0
资产负债率	27.58%	32.55%	31.94%	24.30%	24.29%	24.36%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	1	11
增持	0	0	0	0	7
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	1.00	1.39

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	22.96	28.00~32.00
2	2016-12-08	买入	23.57	N/A
3	2017-04-06	买入	22.20	28.00~32.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明:

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD