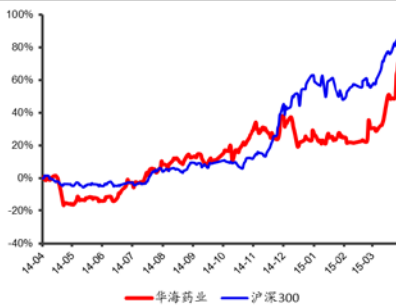


2015年4月7日

——华海药业（600521）年报点评

评级：推荐

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

赵垒

电话：0510-82833337

Email: zhaolei@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。
国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司 2015 年 4 月 6 日晚间发布 2014 年年报：公司 2014 年实现营业收入 25.85 亿元，同比增长 12.57%，归属于上市公司股东的净利润 2.66 亿元，同比减少 26.08%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 2.52 亿元，同比减少 21.03%，基本每股收益 0.34 元。同时公司发布 2015 年一季度业绩预增公告，预计一季度实现归属于上市公司股东的净利润与上年同期将增长 80% 到 100%。

点评：

- **制剂业务快速增长，公司业绩走出低谷。** 年报分产品来看，普利类实现营收 3.27 亿元，同比减少 3.73%；沙坦类实现营收 7.81 亿元，同比增长 11.9%，制剂产品营收 9.91 亿元，同比增长 20.13%。分地区来看，国内制剂营收达 6.76 亿元，同比增长 46.03%，国外营收 18.89 亿元，同比增长 4.28%。受制剂业务占比提升影响，整体毛利率提升 0.82 个百分点至 44.68%。一季度业绩大幅增长的原因一是由于去年同期环保整治的影响导致原料药产能未能充分释放，基数较低；二是由于制剂业务稳步增长。
- **产能释放，原料药恢复增长。** 去年受国内环保政策趋紧公司产能受限、市场竞争加剧等不利影响导致原料药业务增速放缓。我们预计随着公司环保问题逐步解决，产能逐步释放，在原料药需求逐步回暖的带动下，公司原料药营收有望恢复增长，毛利率基本保持稳定。
- **海外业务有望加速。** 公司是国内制剂出口的领军企业，针对欧美市场的仿制药研发申报体系完备，销售网络逐步完善。去年全年美国项目完成 17 个项目的转移申报，其中包括首仿产品 7 个，缓控释制剂产品 6 个。去年厄贝沙坦氢氯噻嗪片、帕罗西汀获批，赖诺普利片原料厂商变更、盐酸罗匹尼罗片增加原料药供应商，我们预计今年缬沙坦片、安非他酮缓释片和左乙拉西坦缓释片等有望获批，公司海外业务有望加速。

- **受益药品招标，国内制剂高速增长。**国务院办公厅在《关于完善公立医院药品集中采购工作的指导意见》中指出，要优先采购达到国际水平的仿制药，目前这一要求在福建、浙江、山东等地的药品招标中已经有所体现。随着国内市场逐步规范，公司凭借优质低价的药品有望从中受益。近两年公司国内制剂的增速逐步加快，今明两年受药品招标放量的影响，仍将保持高速增长。研发方面，公司近年来申报待获批的制剂 43 个，研发产品线较为完备。
- **生物制药进展顺利。**公司生物药研发取得阶段性成果，获得首个基因重组蛋白药发明专利证书，构建了高表达细胞株技术及抗体基因工程技术等多个技术平台，阿达木单抗已完成三批合格临床报批生产，并达到预期目标。公司在生物药和新药领域迈出了坚实的一步。
- **首次覆盖，给予“推荐”评级。**预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.50 元、0.68 元、0.84 元，对应 4 月 3 日收盘价 20.02 元，市盈率分别为 40 倍、29 倍、24 倍，考虑到公司制剂出口有望加速和国内市场快速增长，我们给予“推荐”评级。
- **风险提示：**1、原料药业务大幅下滑；2、国内外药品获批低于预期。

财务报表预测与财务指标 单位: 百万

更新日期: 15/04/06

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,585	3,490	4,537	5,671
营业成本	1,430	1,884	2,368	2,915
营业税金及附加	10	13	17	22
销售费用	274	377	499	635
管理费用	526	733	1,007	1,316
EBIT	333	471	634	772
财务费用	31	37	33	30
资产减值损失	18	0	0	0
投资净收益	11	0	0	0
营业利润	307	445	612	754
营业外净收入	6	0	0	0
利润总额	313	445	612	754
所得税	56	67	92	113
净利润	257	379	520	641
少数股东损益	-9	-13	-18	-22
归属母公司净利润	266	392	538	662

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	12.6%	35.0%	30.0%	25.0%
营业利润	-25.1%	55.8%	37.5%	23.1%
净利润	-29.4%	47.5%	37.5%	23.1%
获利能力				
毛利率(%)	44.7%	46.0%	47.8%	48.6%
净利率(%)	9.9%	10.8%	11.5%	11.3%
ROE(%)	8.2%	11.0%	13.4%	14.5%
ROA(%)	7.8%	9.6%	12.5%	12.6%
偿债能力				
流动比率	2.12	2.16	2.92	2.68
速动比率	1.17	0.93	1.45	1.23
资产负债率%	23.9%	26.7%	20.7%	25.3%
营运能力				
总资产周转率	60.2%	71.3%	89.5%	92.9%
应收账款周转天数	113.09	89.96	104.53	90.11
存货周转天数	197.84	271.94	205.68	254.97
每股收益	0.34	0.50	0.68	0.84
每股净资产	4.10	4.52	5.10	5.81
P/E	59.3	40.2	29.2	23.7
P/B	4.9	4.4	3.9	3.4

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	336	35	45	57
应收款项净额	860	1,177	1,469	1,837
存货	786	1,424	1,353	2,064
其他流动资产	474	-469	-48	-907
流动资产总额	2,456	2,166	2,819	3,051
固定资产	1,204	1,671	1,619	1,567
无形资产	328	348	345	343
长期股权投资	0	0	0	0
其他长期资产	306	708	288	1,146
资产总额	4,294	4,893	5,071	6,107
短期借款	497	612	223	516
应付款项	468	657	757	984
其他流动负债	59	35	65	43
流动负债	1,024	1,304	1,045	1,544
长期借款	43	0	0	0
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	-40	4	4	4
负债总额	1,028	1,308	1,049	1,547
少数股东权益	45	32	14	-8
股东权益	3,221	3,552	4,008	4,568
负债和股东权益	4,294	4,893	5,071	6,107

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	248	379	520	641
加: 少数股东损益	-9	-13	-18	-22
公允价值变动	10	-17	0	0
折旧和摊销	152	54	54	54
营运资金的变动	-63	-732	-53	-834
经营活动现金流	339	-329	504	-161
短期投资	539	-2	0	0
长期股权投资	0	0	0	0
固定资产投资	-437	0	0	0
投资活动现金流	102	-2	0	0
股权融资	0	0	0	0
负债净变化	-643	-31	-576	70
支付股利、利息	193	60	83	102
其它融资现金流	20	0	0	0
融资活动现金流	-430	30	-493	173
现金净变动额	3	-302	10	11

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市滨湖区金融一街8号楼国联金融大厦9F

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路1088号葛洲坝大厦22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路9号主语国际4号楼12层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦16层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘20%以上
	推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来6个月内超越大盘5%以上
	观望	股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-10%~10%
	卖出	股票价格在未来6个月内相对大盘下跌10%以上
行业 投资评级	优异	行业指数在未来6个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来6个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来6个月内弱于大盘
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级,提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责声明:

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写,本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性,客户也不应该认为该信息是准确和完整的。报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会,还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有,未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。