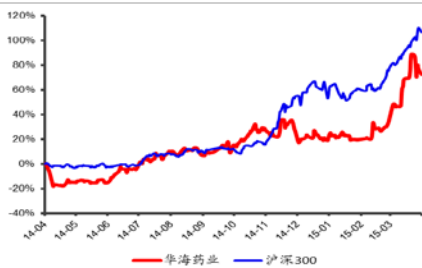


2015年4月21日

——华海药业（600521）一季报点评
评级：推荐
最近 52 周走势：

相关研究报告：

《原料药铸就成本优势 制剂业务加速成长》 2015-4-21

 《业绩走出低谷 步入增长快车道》
 2015-04-07

报告作者：
分析师：刘生平
执业证书编号：S0590513090002
联系人：
赵垒
电话：0510-8283337
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 20 日晚间发布 2015 年一季报：公司 2015 年一季度实现营业收入 7.31 亿元，同比增长 39.77%，归属于上市公司股东的净利润 1.00 亿元，同比增长 1.29%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 0.94 亿元，同比增长 102.41%，基本每股收益 0.13 元。

点评：

- **原料药产能恢复，带动业绩高增长。** 一季度营收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。净利润增速大幅高于营收增速的原因是随着公司原料药产能恢复带来的单位成本和管理费用增速的下降。
- **原料药竞争格局改善，毛利有望提升。** 普利类原料药竞争格局逐步改善，毛利率呈现从低谷上行的态势；沙坦类原料药随着公司和山东汉兴展开合作并控股昌邑华普，将带来沙坦类关键中间体联苯的成本下降，并确保中间体的供应。我们预计随着公司 2、3 月份的原料药订单在二季度逐步体现，公司二季度的净利润有望高于一季度。我们预计原料药的业绩释放将有力带动公司全年业绩的高增长。
- **海外制剂逐步进入收获期。** 公司去年帕罗西汀获批，今年逐步放量。赖诺普利片完成原料厂商变更、盐酸罗匹尼罗片增加原料药供应商，进一步增强上述产品在美国市场的成本优势。我们预计今年缙沙坦片、安非他酮缓释片和左乙拉西坦缓释片等有望获批。其中缙沙坦属于重磅品种，美国市场规模高达 20 亿美元，公司具备成本优势，若如期获批有望带来美国制剂市场的放量增长。公司目前待审批的品种有 28 个，计划未来三年申报 50 个制剂文号，产品线布局完善。
- **国内制剂高速增长。** 公司国内制剂的研发逐步转向创新药和首仿

药等。预计今年将有 9 个品种申报生产。公司现有未审结品种 43 个，如果未来药品审评加速，公司将是受益最大的药企之一。在药品招标中，国家逐步鼓励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。公司凭借优质低价的药品有望在新一轮招标中受益。

- **维持“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 21 日收盘价 20.53 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: 15/04/20

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	528	733	1,007	1,316
EBIT	333	471	634	772
财务费用	31	33	22	13
资产减值损失	18	0	0	0
投资净收益	11	0	0	0
营业利润	307	450	623	771
营业外净收入	6	0	0	0
利润总额	313	450	623	771
所得税	56	67	93	116
净利润	257	382	530	655
少数股东损益	-9	-13	-18	-22
归属母公司净利润	266	395	548	678

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%	57.3%	38.6%	23.7%
净利润	-29.4%	48.9%	38.6%	23.7%
获利能力				
毛利率(%)	44.7%	46.0%	47.8%	48.6%
净利率(%)	9.9%	11.0%	11.7%	11.6%
ROE(%)	8.2%	11.4%	14.3%	15.9%
ROA(%)	7.8%	10.1%	13.6%	14.3%
偿债能力				
流动比率	2.12	2.46	3.79	3.62
速动比率	1.17	1.06	1.92	1.65
资产负债率%	23.9%	24.7%	17.7%	21.2%
营运能力				
总资产周转率	60.2%	74.9%	97.1%	104.8%
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	0.70	0.86
每股净资产	4.10	4.43	4.88	5.44
P/E	60.8	40.8	29.5	23.8
P/B	5.0	4.6	4.2	3.8

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	336	35	110	57
应收款项净额	880	1,177	1,469	1,837
存货	786	1,424	1,353	2,064
其他流动资产	474	-469	-113	-842
流动资产总额	2,456	2,166	2,819	3,116
固定资产	1,204	1,476	1,230	983
无形资产	328	311	272	233
长期股权投资	0	0	0	0
其他长期资产	306	708	352	1,081
资产总额	4,294	4,661	4,672	5,413
短期借款	497	456	0	118
应付款项	468	657	757	984
其他流动负债	59	35	65	43
流动负债	1,024	1,148	822	1,146
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	1,152	826	1,149
少数股东权益	45	32	14	-9
股东权益	3,221	3,478	3,833	4,272
负债和股东权益	4,294	4,661	4,672	5,413

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	248	382	530	655
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	286	286	286
营运资金的变动	-83	-736	-63	-851
经营活动现金流	339	-99	734	68
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	-340	-851	-359
支付股利、利息	193	139	192	238
其它融资现金流	20	0	0	0
融资活动现金流	-430	-201	-658	-121
现金净变动额	3	-302	75	-53

数据来源: 国联证券研究所

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。