证券研究报告—动态报告

医药保健

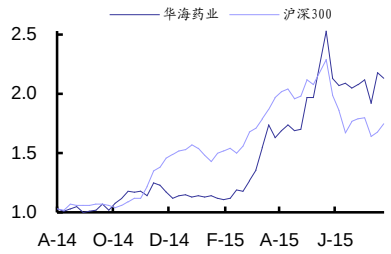
制药与生物

华海药业（600521） 增持

2015 年中报点评 下调评级

2015 年 08 月 21 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通（百万股）	786/784
总市值/流通（百万元）	21,258/21,201
上证综指/深圳成指	3,664/12,585
12 个月最高/最低元）	33.99/12.50

相关研究报告：

《华海药业-600521-制剂出口的龙头企业扬帆远航》 ——2015-08-17

《华海药业-600521-2013 一季报及拉莫三嗪美国市场收益情况点评：产业升级更进一步》 ——2013-05-02

《华海药业-600521-2012 年报点评：2013 年有望较快增长》 ——2013-02-25

《华海药业-600521-2012 年三季报点评：业绩波动或加大》 ——2012-10-29

《华海药业-600521-2012 年中报点评：近两年仍有望较快增长》 ——2012-08-20

证券分析师：江维娜
电话：021-60933157
E-MAIL：jiangwn@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

证券分析师：邓周宇
电话：0755-82133263
E-MAIL：dengzy@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

联系人：徐衍鹏
电话：021-60875165
E-MAIL：xuyanp@guosen.com.cn

财报点评

国外、国内制剂双双迎来快速增长期

- **业绩略超预期，管理费用管控良好**

公司 15H1 实现营业收入 16.3 亿元，同比增长 42.2%；实现归属于母公司股东的净利润 2.3 亿元，同比增长 82.6%。略超预期。业绩增长的主要原因是原料药市场销售回暖，同时公司国内外制剂推广力度加大，原料药和制剂产品销售收入增长显著，此外延续 Q1 趋势，管理费用率同比下降 3.5pp。

- **原料药业务 15 年有望达到 19 亿元销售规模**

15H1 公司原料药销售收入为 9.7 亿元，同比增长 39.7%，全年有望达 19 亿元。主要品种普利类和沙坦类销售额分别为 1.6 亿元（同比-0.56%）、4.5 亿元（同比+35.4%）。沙坦类特色原料药上半年价格平均下降 10%左右，但市场份额进一步扩大，整体销售规模继续快速增长。

上半年原料药业务的毛利率为 40%，高于 14 年 30%的毛利率水平，原因是沙坦类毛利率提高到 43%（14 年为 30%）。我们推测，在销售价格下行的趋势下，沙坦类原料药由于继续放量，规模效应显著，单位生产成本下降，因此毛利率有一定提升。

- **国外、国内制剂双双迎来快速增长期**

公司上半年制剂业务总收入为 6.2 亿元，同比增长 39%。我们认为公司国外、国内制剂均迎来快速增长期，未来几年制剂销售规模有望保持高速增长态势。国外制剂方面，在已有 19 个 ANDA 批文的基础上，申报获批加快，并且技术壁垒高的高毛利率品种增多。国内制剂方面，药品审评改革政策近日已出台，未来药品注册管理将日益国际化，这与华海苦心经营多年的制剂出口业务不谋而合，受益于此，公司已有的海外制剂品种回归国内，有望在未来 2-3 年内获批，新增十几个国内制剂品种。

- **制剂业务有望超预期，上调公司盈利预测**

考虑到公司管理费用控制良好，我们上调公司 15-17 年实现归属母公司净利润分别至 4.48、5.70 和 7.53 亿元，EPS 分别为 0.57/ 0.73/ 0.96 元，当前股价对应 PE 分别为 47/37/28 倍。鉴于公司短期有一定高估值风险，下调评级至“增持”。但公司海外制剂申报获批步伐加快，而受益于药品注册审评政策改革，国内制剂业务增速未来有望超预期，我们看好公司长期发展，建议重点跟踪。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	2,296	2,585	3,359	4,243	5,190
(+/-%)	*14.0%*	*12.6%*	*30.0%*	*26.3%*	*22.3%*
净利润(百万元)	359	266	448	570	753
(+/-%)	*5.3%*	*-26.1%*	*68.6%*	*27.4%*	*32.1%*
摊薄每股收益（元）	0.46	0.34	0.57	0.73	0.96
EBIT Margin	19.6%	13.3%	16.7%	16.9%	18.2%
净资产收益率（ROE）	11.9%	8.2%	13.4%	16.3%	20.3%
市盈率（PE）	59.2	80.1	47.5	37.3	28.2
EV/EBITDA	39.0	45.4	29.6	24.1	19.3
市净率（PB）	7.1	6.6	6.4	6.1	5.7

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测 注：摊薄每股收益按最新总股本计算

独立性声明：

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，特此声明。

表：可比公司估值比较

票代码	公司简称	股价（元）	总市值（亿）	EPS				P/E				ROE	PEG	CAGR
				14A	15E	16E	17E	14A	15E	16E	17E	14A	16E	15~17
600276	恒瑞医药	45.85	897	0.77	1.32	1.69	2.18	59	35	27	21	19%	0.84	41%
600267	海正药业	15.65	151	0.32	0.34	0.45	0.46	49	45	35	34	4%	3.46	13%
600521	华海药业	27.05	213	0.34	0.57	0.73	0.96	80	47	37	28	8%	1.14	42%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测；股价为 2015 年 8 月 20 日收盘价

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	527	527	527	527
应收款项	825	1012	1279	1564
存货净额	786	956	1185	1425
其他流动资产	219	34	42	52
流动资产合计	**2357**	**2529**	**3033**	**3567**
固定资产	1723	1958	2085	2084
无形资产及其他	328	317	306	295
投资性房地产	103	103	103	103
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	**4510**	**4907**	**5527**	**6050**
短期借款及交易性金融负债	497	626	894	1012
应付款项	468	569	706	849
其他流动负债	232	288	364	441
流动负债合计	**1197**	**1484**	**1964**	**2302**
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	47	47	47	47
长期负债合计	**47**	**47**	**47**	**47**
负债合计	**1244**	**1531**	**2011**	**2349**
少数股东权益	45	33	18	(2)
股东权益	3221	3343	3498	3703
负债和股东权益总计	**4510**	**4907**	**5527**	**6050**

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.34	0.57	0.73	0.96
每股红利	0.10	0.41	0.53	0.70
每股净资产	4.10	4.26	4.45	4.71
ROIC	8%	12%	14%	17%
ROE	8%	13%	16%	20%
毛利率	45%	47%	49%	50%
EBIT Margin	13%	17%	17%	18%
EBITDA Margin	19%	23%	23%	24%
收入增长	13%	30%	26%	22%
净利润增长率	-26%	69%	27%	32%
资产负债率	29%	32%	37%	39%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	80.0	47.5	37.3	28.2
P/B	6.6	6.4	6.1	5.7
EV/EBITDA	45.3	29.6	24.1	19.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入	**2585**	**3359**	**4243**	**5190**
营业成本	1430	1767	2182	2603
营业税金及附加	10	13	16	20
销售费用	274	403	509	623
管理费用	526	616	817	997
财务费用	31	30	43	56
投资收益	28	7	7	7
资产减值及公允价值变动	(35)	(35)	(35)	(35)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	307	503	647	863
营业外净收支	6	25	25	25
利润总额	**313**	**528**	**672**	**888**
所得税费用	56	95	121	160
少数股东损益	(9)	(15)	(19)	(25)
归属于母公司净利润	**266**	**448**	**570**	**753**

现金流量表（百万元）	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	**266**	**448**	**570**	**753**
资产减值准备	8	(18)	0	0
折旧摊销	152	209	248	277
公允价值变动损失	35	35	35	35
财务费用	31	30	43	56
营运资本变动	120	(33)	(291)	(315)
其它	(10)	6	(15)	(20)
经营活动现金流	**571**	**647**	**547**	**730**
资本开支	(337)	(450)	(400)	(300)
其它投资现金流	16	0	0	0
投资活动现金流	**(322)**	**(450)**	**(400)**	**(300)**
权益性融资	150	0	0	0
负债净变化	(43)	0	0	0
支付股利、利息	(193)	(326)	(415)	(549)
其它融资现金流	68	129	268	118
融资活动现金流	**(255)**	**(197)**	**(147)**	**(430)**
现金净变动	**(7)**	**0**	**0**	**0**
货币资金的期初余额	533	527	527	527
货币资金的期末余额	527	527	527	527
企业自由现金流	218	186	146	439
权益自由现金流	243	290	379	511

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 ±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 ±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

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，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		**策略**		**技术分析**	
董德志	021-60933158	郦　彬	021-6093 3155	闫　莉	010-88005316
林　虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶　川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕　翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		**纺织/日化/零售**		**互联网**	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵　婧	0755-22940745	朱　元	021-60933162	郑　剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
医药生物		**社会服务(酒店、餐饮和休闲)**		**家电**	
江维娜	021-60933157	曾　光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟　潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		**电子**		**环保与公共事业**	
程　成	0755-22940300	刘　翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘　洵	021-60933151	徐　强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵　潇	
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资				**非金属及建材**	
梁　铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王　东	010-88005309			刘　宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
房地产		**食品饮料**			
区瑞明	0755-82130678	刘　鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
电力设备新能源		**化工**		**建筑工程**	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘　萍	0755-22940678
徐行余		苏　淼	021-60933150		
金融工程		**轻工造纸**			
林晓明	021-60875168	邵　达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹　璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李　佩 021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	郑　灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	梁　佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
原　祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
许　婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	刘　研 0755-82136081 18610557448 liuyan3@guosen.com.cn
	唐泓翼 13818243512	刘紫微 13828854899	夏　雪 1
	吴　国 15800476582	黄明燕 18507558226	
	储贻波 18930809296		
	倪　婧 18616741177		