

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华海药业 (600521)

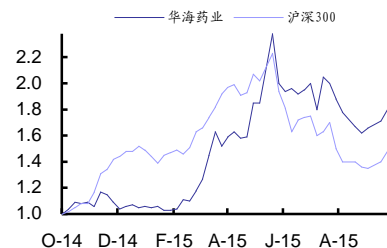
增持

2015 年三季报点评

(维持评级)

2015 年 10 月 23 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)	793/784
总市值/流通 (百万元)	19,456/19,226
上证综指/深圳成指	3,369/11,305
12 个月最高/最低元)	33.99/13.08

相关研究报告:

- 《华海药业-600521-2015 年中报点评: 国外、国内制剂双双迎来快速增长期》——2015-08-21
- 《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

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号: 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号: S0980514030001

联系人: 徐衍鹏

电话: 021-60875165
E-MAIL: xuyanp@guosen.com.cn

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。

财报点评

制剂业务高速增长, 不断改善收入结构

● 业绩符合预期, 原料药和制剂业务均增长显著

公司 15Q1-Q3 实现营收 24.2 亿元 (+34.0%); 实现归属于母公司股东的净利润 3.35 亿元 (65.7%), 业绩符合预期。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。

● 原料药价格稳定, 制剂业务潜力巨大

前三季度公司主要原料药品种供求稳定, 价格走势良好。其中, 普利类价格几年来维持在低位平稳运行; 沙坦类价格下降亦有限, 但销售增长较快, 预计增速超 30%。

公司制剂业务增长迅速, 国内外制剂均步入发展快车道, 潜力巨大。国外制剂方面, 目前已有 20 个 ANDA 批文, 同时有 30 多个产品处在 FDA 审查流程之中, 预计明年将有 5-10 个产品获批。国内制剂方面, 三季度公司在重庆、云南、四川、湖北等省份招标中均有产品中标, 公司产品线丰富, 受益招标带动放量明显, 并且将会逐步体现在业绩中。同时 CDE 药品注册审评新政预计将会尽快实施, 公司 FDA 认证产品有望获益、强势回归。

● 制剂业务高速增长, 不断改善收入结构

根据公司前三季度业绩, 我们预计 15 年全年公司有望实现销售收入 33 亿元, 其中原料药 19 亿元 (其中沙坦类 10 亿元, 普利类 3-4 亿元), 制剂收入 14 亿元 (预计国内、国外制剂分别有望达 6 亿元、8 亿元), 制剂收入占比进一步提高。预计原料药和制剂的整体增速分别在 20% 和 40% 左右, 整体毛利率分别在 37% 和 65% 左右。由于制剂毛利率远高于原料药, 公司毛利构成中制剂贡献超过原料药, 进一步显示公司由原料药向制剂转型成功。

● 国内、国外制剂存在超预期可能, 维持“增持”评级

预计 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。考虑到公司制剂业务保持高速增长 (40%), 不断改善收入结构, 并且国内、国外制剂业务均存在超预期可能, 维持“增持”评级。

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)	0.45	0.33	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)	54.2	73.3	47.5	37.3	28.2
EV/EBITDA	35.9	41.7	29.6	24.1	19.3
市净率 (PB)	6.5	6.0	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

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 $\pm 10\%$ 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 $\pm 10\%$ 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	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	孔令超	021-60933159		
李智能	0755-22940456	王佳骏	021-60933154		
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	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161			何立中	010-88005322
柯聪伟	021-60933152				
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	刘洵	021-60933151	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		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	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
金融工程		轻工造纸		汽车及零部件	
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lipei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
周瑞		汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
王玮		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
边祎维		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
夏坤		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				