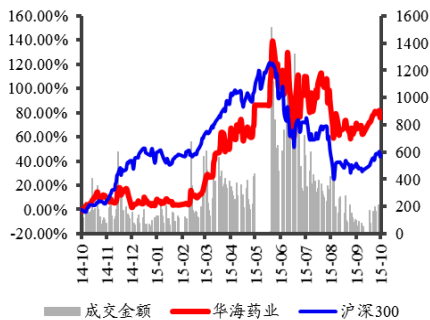


2015年10月22日

投资评级：推荐

——华海药业（600521）三季度点评
最近52周走势：

相关研究报告：

《华海药业-600521-调研纪要：原料药铸就成本优势，制剂业务加速成长-20150416》

《华海药业-600521-一季报点评：业绩仍将持续高增长-20150421》

《华海药业-600521-中报点评：原料药大幅回暖，积极拓宽国内外业务渠道-20150820》

报告作者：

分析师：刘生平

执业证书编号：S0590513090002

联系人：

联系人：杜向阳

电话：0510-82832380

 Email: duxu@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。

事件：2015年10月22日发布三季报：公司2015年Q1-Q3实现营业收入24.21亿元，同比增长34.09%；实现归母净利润3.35亿元，同比增长65.73%；基本每股收益0.43元，符合预期。

点评：

- **业绩高增长。**公司原料药业务和制剂业务稳定增长。净利润增速大于收入是由于同期无高额短期融资券的利息支出、汇兑收益和政府补助所致。
- **原料药和中间体业务营收稳定增长。**2015年Q1-Q3实现营业收入约14.53亿元，同比增长约30%，主要是沙坦类产品和神经类产品销售大幅增长。三季度原料药业务由于平台检修，导致部分车间两个月停产，而原料药今年价格波动较小对停产影响有所缓和。目前原料药目前产能已恢复，订单充裕，预计全年增速保持30%左右。
- **国际制剂业务营收大幅增长。**2015年Q1-Q3制剂业务实现营业收入约9.68亿元，其中国际制剂业务同比增长43%。预计全年制剂业务有望增长40%左右。
- **加强合作和研发，海外制剂业务长期受益可期。**8月份，华海美国和普洛康裕签署战略合作协议，双方将展开化学原料药及制剂产品在美国市场的业务合作，这为公司的产品申报和提升销售份额夯实了基础。目前公司有30多个ANDA申请文号，预计未来每年有5-10个ANDA文号获批，海外制剂业务将长期受益。国内制剂业务随着招标进展加快，有望受益于中标放量。
- **维持“推荐”评级。**预计公司2015年-2017年EPS分别为0.54元，0.72元和0.96元，对应2015年10月22日收盘价24.53元的PE分别为45.3倍，33.5倍和25.5倍。考虑到公司主营的稳定增长和

仿制药持续获批带来的估值提升，维持“推荐”评级。

- **风险提示：** 1、销售不达预期； 2、仿制药审批不达预期。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期: 15/10/22

利润表	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	2,585.0	3,489.7	4,536.7	5,897.6
YOY(%)	12.6%	35.0%	30.0%	30.0%
营业成本	1,430.1	1,868.8	2,422.6	3,125.8
营业税金及附加	9.8	13.3	17.3	22.5
销售费用	274.5	376.9	499.0	660.5
占营业收入比(%)	10.6%	10.8%	11.0%	11.2%
管理费用	525.8	709.9	922.9	1,199.7
占营业收入比(%)	20.3%	20.3%	20.3%	20.3%
EBIT	333.3	516.4	670.4	884.7
财务费用	30.8	20.7	3.6	-3.7
占营业收入比(%)	1.2%	0.6%	0.1%	-0.1%
资产减值损失	17.7	17.7	17.7	17.7
投资净收益	28.3	0.0	0.0	0.0
营业利润	307.4	482.5	653.6	875.2
营业外净收入	5.6	23.7	23.7	23.7
利润总额	312.9	506.2	677.3	898.9
所得税	56.2	91.1	121.9	161.8
所得税率(%)	18.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	256.7	415.1	555.4	737.1
占营业收入比(%)	9.9%	11.9%	12.2%	12.5%
少数股东损益	-8.8	-14.2	-19.0	-25.2
归属母公司净利润	265.5	429.2	574.3	762.3
YOY(%)	-26.1%	61.7%	33.8%	32.7%
EPS (元)	0.33	0.54	0.72	0.96

主要财务比率	2014A	2015E	2016E	2017E
成长能力				
营业收入	12.6%	35.0%	30.0%	30.0%
营业利润	-61.6%	57.0%	35.5%	33.9%
净利润	-26.1%	61.7%	33.8%	32.7%
获利能力				
毛利率(%)	44.7%	46.5%	46.6%	47.0%
净利率(%)	9.9%	11.9%	12.2%	12.5%
ROE(%)	8.2%	10.8%	12.7%	14.4%
ROA(%)	7.8%	11.0%	12.4%	13.9%
偿债能力				
流动比率	2.12	3.94	4.39	4.56
速动比率	1.17	1.92	2.56	2.54
资产负债率%	23.9%	15.4%	16.0%	17.3%
营运能力				
总资产周转率	60.2%	74.1%	83.9%	92.4%
应收账款周转天数	114.7	107.7	109.8	108.2
存货周转天数	200.6	247.7	210.1	238.3
每股指标 (元)				
每股收益	0.33	0.54	0.72	0.96
每股净资产	4.06	4.99	5.71	6.68
估值比率				
P/E	73.3	45.3	33.9	25.5
P/B	6.0	4.9	4.3	3.7

资产负债表	2014A	2015E	2016E	2017E
现金	336.4	34.9	683.3	575.9
交易性金融资产	0.0	0.0	0.0	0.0
应收款项净额	860.2	1,349.7	1,523.0	2,210.6
存货	785.9	1,268.1	1,394.6	2,041.0
其他流动资产	183.7	183.7	183.7	183.7
流动资产总额	2,166.3	2,836.3	3,784.6	5,011.2
固定资产净值	1,204.0	991.6	779.2	566.9
减: 资产减值准备	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产净额	1,204.0	991.6	779.2	566.9
工程物资	0.0	0.0	0.0	0.0
在建工程	518.5	518.5	518.5	518.5
固定资产清理	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产总额	1,722.5	1,510.2	1,297.8	1,085.4
无形资产	382.5	343.5	304.4	265.4
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期资产	22.5	22.5	22.5	22.5
资产总额	4,293.9	4,712.5	5,409.3	6,384.4
循环贷款	496.9	47.1	0.0	0.0
应付款项	525.6	672.6	861.1	1,099.2
预提费用	0.0	0.0	0.0	0.0
其他流动负债	0.0	0.0	0.0	0.0
流动负债	1,022.4	719.7	861.1	1,099.2
长期借款	0.0	0.0	0.0	0.0
应付债券	0.0	0.0	0.0	0.0
其他长期负债	5.4	3.8	3.8	3.8
负债总额	1,027.8	723.5	864.9	1,102.9
少数股东权益	44.8	30.7	11.7	(13.5)
股东权益	3,266.1	3,989.0	4,544.4	5,281.5
负债和股东权益	4,293.9	4,712.5	5,409.3	6,384.4

现金流量表	2014A	2015E	2016E	2017E
税后利润	256.7	415.1	555.4	737.1
加: 少数股东损益	(8.8)	(14.2)	(19.0)	(25.2)
公允价值变动	(17.2)	0.0	0.0	0.0
折旧和摊销	152.3	233.7	233.7	233.7
营运资金的变动	(70.0)	(815.9)	(119.9)	(1,111.8)
经营活动现金流	339.0	(167.2)	669.2	(141.0)
短期投资	0.0	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产投资	102.3	17.8	19.4	19.4
投资活动现金流	102.3	17.8	19.4	19.4
股权融资	0.0	307.9	0.0	0.0
长期贷款的增加/(减少)	0.0	0.0	0.0	0.0
公司债券发行/(偿还)	0.0	0.0	0.0	0.0
股利分配	157.1	0.0	0.0	0.0
计入循环贷款前融资活动产	(177.4)	297.6	6.8	14.2
循环贷款的增加(减少)	(252.8)	(449.8)	(47.1)	(0.0)
融资活动现金流	(430.2)	(152.2)	(40.2)	14.2
现金净变动额	2.6	(301.5)	648.4	(107.4)

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

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。我公司或关联机构可能会持有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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和個人不得以任何形式翻版、复制、刊登。