

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华海药业 (600521)

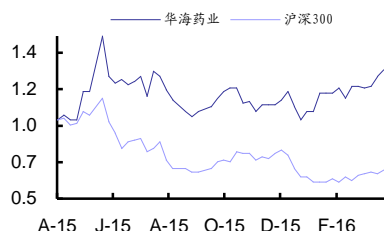
增持

2015 年年报点评

(维持评级)

2016 年 04 月 19 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)	22,398/22,133
上证综指/深圳成指	3,034/10,569
12 个月最高/最低元)	33.99/19.58

相关研究报告:

- 《华海药业-600521-2015 年三季报点评: 制剂业务高速增长, 不断改善收入结构》——2015-10-23
- 《华海药业-600521-2015 年中报点评: 国内、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

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

深耕制剂出口十年, 迎来收获期

● 15 年营收 35 亿元, 净利润 4.4 亿元, 业绩符合预期

15 年公司实现营收 35 亿元, 同比增长 35.41%, 实现归属于上市公司股东的净利润 4.42 亿元, 同比增长 66.66%。业绩符合预期 (此前预计营收 33 亿, 利润 4.4 亿)。原料药收入增 16%, 制剂收入增 62%。利润增长快于收入的原因是公司加大研发技改并成效明显及高毛利的制剂在收入占比进一步提高 (达 45%)。

● 制剂出口平台渐成规模

截至目前公司已有 22 个产品获得 ANDA 文号, 其中 16 个产品已在美国上市; 12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市。而国际制剂销售网络也已基本覆盖美国大中型药品采购商, 拉莫三嗪缓释片等产品在美国市场占有率领先。此外, 公司与国内优质企业合作, 共同推动国产制剂产品在美国等规范市场上市, 华海的制剂出口平台已渐成规模。

● 研发投入加大, 在研项目取得积极进展

15 年公司研发支出 2.7 亿元, 同比增长 21%, 占营收比重达 7.79%。随着研发投入加大, 在研项目取得积极进展。15 年公司新申报 ANDA 12 个, 开展 BE 试验 14 个; 生物药阿达木单抗、华博 HB002.1M 已获临床申报受理; 1.1 类新药羟哌吡酮项目已进入 I 期临床。

● 风险提示

产品研发进展低预期; 招标降价; 国内药审等政策落地延迟; 原料药价格下降。

● 看好制剂“出口+内销”的独特竞争优势, 维持“增持”评级

预计 16-18 年公司营收分别为 43/51/59 亿元, 净利润为 5.86/6.82/7.87 亿元, 同比增长 32%/16%/15%, EPS 为 0.74/0.86/0.99 元, 当前股价对应 PE 分别为 38/32/28x。去年以来药监局系列改革剑指国内低端仿制药乱局, 公司深耕制剂出口十年迎来收获期。已在规范市场出口的制剂受益于新政或优先审评, 加快在国内上市步伐; 或视同通过一致性评价, 极具领先优势。而海外制剂业务随着在研产品陆续上市, 未来 2-3 年也有望迎来爆发期。看好公司制剂“出口+内销”二元格局在国内化药领域的独特竞争优势, 维持“增持”评级。

盈利预测和财务指标

	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	2,585	3,500	4,308	5,172	5,999
(+/-%)	12.6%	35.4%	23.1%	20.1%	16.0%
净利润(百万元)	266	442	586	682	787
(+/-%)	-26.1%	66.7%	32.4%	16.3%	15.5%
摊薄每股收益 (元)	0.33	0.56	0.74	0.86	0.99
EBIT Margin	13.3%	14.8%	17.6%	16.9%	16.6%
净资产收益率 (ROE)	8.2%	12.3%	14.7%	15.3%	15.7%
市盈率 (PE)	84.4	50.6	38.2	32.9	28.5
EV/EBITDA			23.7	20.8	18.6
市净率 (PB)	7.0	6.2	5.6	5.0	4.5

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)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	602	602	657	951
应收款项	1092	1298	1559	1808
存货净额	1077	1298	1577	1854
其他流动资产	61	43	52	60
流动资产合计	2832	3241	3844	4673
固定资产	2094	2287	2342	2269
无形资产及其他	393	380	367	354
投资性房地产	197	197	197	197
长期股权投资	0	0	0	0
资产总计	5515	6105	6750	7492
短期借款及交易性金融负债	862	891	862	862
应付款项	577	695	844	993
其他流动负债	243	288	351	410
流动负债合计	1682	1874	2057	2265
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	113	113	113	113
长期负债合计	113	113	113	113
负债合计	1795	1987	2170	2378
少数股东权益	129	123	116	108
股东权益	3591	3995	4464	5007
负债和股东权益总计	5515	6105	6750	7492

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	0.56	0.74	0.86	0.99
每股红利	0.10	0.23	0.27	0.31
每股净资产	4.53	5.04	5.63	6.31
ROIC	11%	13%	14%	15%
ROE	12%	15%	15%	16%
毛利率	49%	49%	49%	49%
EBIT Margin	15%	18%	17%	17%
EBITDA Margin	21%	24%	23%	22%
收入增长	35%	23%	20%	16%
净利润增长率	67%	32%	16%	15%
资产负债率	35%	35%	34%	33%
息率	1%	1%	1%	1%
P/E	50.6	38.2	32.9	28.5
P/B	6.2	5.6	5.0	4.5
EV/EBITDA	33.1	23.7	20.8	18.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3500	4308	5172	5999
营业成本	1777	2189	2643	3085
营业税金及附加	28	34	41	47
销售费用	448	539	621	720
管理费用	714	789	996	1153
财务费用	(6)	50	49	46
投资收益	2	7	7	7
资产减值及公允价值变动	(47)	(47)	(47)	(47)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	493	669	782	907
营业外净收支	31	25	25	25
利润总额	524	694	807	932
所得税费用	87	115	134	155
少数股东损益	(6)	(8)	(9)	(10)
归属于母公司净利润	442	586	682	787

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	442	586	682	787
资产减值准备	31	(49)	0	0
折旧摊销	198	272	311	339
公允价值变动损失	47	47	47	47
财务费用	(6)	50	49	46
营运资本变动	(276)	(296)	(336)	(327)
其它	(35)	43	(7)	(8)
经营活动现金流	407	603	696	839
资本开支	(530)	(450)	(400)	(300)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(530)	(450)	(400)	(300)
权益性融资	106	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(138)	(182)	(212)	(245)
其它融资现金流	367	29	(29)	0
融资活动现金流	198	(153)	(241)	(245)
现金净变动	75	0	55	294
货币资金的期初余额	527	602	602	657
货币资金的期末余额	602	602	657	951
企业自由现金流	(164)	159	301	541
权益自由现金流	203	146	231	502

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	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	邵潇	0755-22940659
		蓝逸翔	021-60933164		
		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	
吴子昱	0755-22940607	邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097
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	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏坤	13726685252	吴国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁佳	0755-25472670 13602596740
王玮	13726685252	唐泓翼	13818243512	shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
				颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
				yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	黄明燕	18507558226	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn				liuyan3@guosen.com.cn	
边祎维	13726685252	倪婧	18616741177	刘紫微	13828854899	夏雪	18682071096
王艺汀	13726685252	林若	13726685252	郑灿	0755-82133043 13421837630		
				zhengcan@guosen.com.cn			
赵海英	010-66025249 13810917275	张南威	13726685252	廖雯婷	13726685252		
zhaohy@guosen.com.cn							
		周鑫	13726685252				