

业绩暂时受子公司和费用双重拖累，制剂出口龙头增长逻辑不变

——华海药业（600521）2016 年中报点评

2016 年 08 月 07 日

推荐/首次覆盖

华海药业

财报点评

杨若木	分析师	执业证书编号：S1480510120014	
		yangrm@dxzq.net.cn	010-66554032
张金洋	联系人		
		zhangjy@dxzq.net.cn	010-66554035

事件：

华海药业发布年中报，上半年实现营业收入 19.83 亿元，同比增长 21.23%；归属于上市公司股东的净利润 2.59 亿元，同比增长 10.02%。归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 2.26 亿元，同比增长 2.3%。实现 EPS 为 0.25 元。

公司 2016 年 Q2 实现营业收入 10.15 亿元，同比增长 12.14%；实现归属于上市公司股东的净利润 1.37 亿元，同比增长 1.57%；归属于上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 1.03 亿元，同比下降 18.41%。实现 EPS 为 0.13 元。

观点：

1、上半年业绩增速低于预期，有一部分子公司拖累影响

公司 Q2 业绩增速下滑至 1.57%，远低于一季度 21.37% 的业绩增速。单独看母公司 1-6 月的利润表，营业收入 14.92 亿，增速 19.47%，净利润 2.85 亿，增速达 29.55%，符合预期（在扣除母公司股权激励费用影响后，净利润同比增长 43.25%，比较真实地反映了公司真实经营增长情况）。

而子公司华海（美国）国际有限公司 1-6 月亏损达到 4859.54 万，上半年超过 2015 年全年亏损（3855.56 万），上海华奥泰生物药业有限公司也是亏损较多，浙江华海医药销售有限公司的净利润也下降较快，我们认为是这三家子公司拖累华海整体增长（见表 1），而其中对业绩影响最大的是华海（美国）。对于华海（美国）的亏损，我们的分析判断是由于近年来申报 ANDA 呈现加速趋势，因而产生了大量申报费用和专利挑战相关费用，我们认为随着制剂出口业务的爆发，华海（美国）的亏损情况会得到改善。而浙江华海医药净利润下滑我们认为这是公司为未来国内的制剂业务拓展销售渠道前期投入的成本较大而导致的，未来业绩增长点较多，浙江华海医药的业绩也会较快重回正常水平。

表 1:对华海净利润影响较大的子公司情况

子公司	所处行业	主要产品或服务/经营范围	H1 净利润 (万元)	2015 净利润 (万元)
浙江华海医药销售有限公司	商品流通	药品批发	1,759.48	7,519.15
华海 (美国) 国际有限公司	进出口贸易	药品及中间体贸易	-4,859.54	-3,855.56
上海华奥泰生物药业有限公司	医药化工	生物医药产品的研发, 及相关的技术咨询、技术服务、技术转让, 医药中间体的销售	-1,032.64	-1,791.48

资料来源: 公司半年报、年报, 东兴证券研究所

收入端来看, 总体增速 12.14%, 原料药收入 9.74 亿, 同比增速 6.93%, 收入增速有较大的下降 (去年同比增速 39.66%), 制剂端收入 8.77 亿, 增速 41.37%, 增速维持较高增长。原料药方面普利类增速 16.71%, 沙坦类增速下降 3.15%, 主要由于产能受限。

按照地区来看, 华海国外业务收入增速为 15.27% 较去年同期 (39.77%) 增速下降较多, 国内业务收入增速 41%, 继续维持较快增长。国外收入增速的下滑主要还是受原料药部分影响比较大。原料药 9.74 亿主要销往国外, 只有 7% 以下的增速, 我们粗略估算国外制剂收入的增速约在 40% 左右, 未来有望延续高增长势头。下半年随着制剂业务高增长和沙坦类生产恢复正常带来的原料药盈利能力的提升, 收入端增速将有所提升。

表 2:主营业务分地区情况

地区	2016H1 收入 (亿)	同比增速	2015H1 收入 (亿)	同比增速
国内	5.53	41%	3.92	51.96%
国外	14.26	15.27%	12.37	39.77%

资料来源: 公司半年报、年报, 东兴证券研究所

2、费用增长源于研发投入、销售推广、激励费用分摊

公司上半年销售费用 2.51 亿元, 管理费用 3.91 亿元, 涨幅较大因而影响了上半年业绩, 增速分别为 43.2% 和 49.1%。销售费用率 12.64%, 比去年同期增长了 1.94%, 管理费用率 19.71%, 比去年同期增长 3.67%, 其中主要受股份支付费用摊销的影响, 未来影响会逐年减小。2016 年激励费用摊销是最大的, 这部分费用对于业绩的影响在未来是逐年减小的 (表 3)。另外, 销售费用方面, 推广服务费和办公费增长较快, 我们认为这是由于公司为后续销售渠道布局。管理费用方面增加最多的是研发费用和排污费。体现公司对于研发的重视和投入 (表 4)。未来预计销售、研发和环保的费用仍将维持在较高水平, 费用率水平保持稳定。

表 3:华海 2015-2018 限制性股票成本摊销情况 (万元)

成本	2015 年	2016 年	2017 年	2018 年
13,820.13	4,133.84	6,034.77	2,776.22	875.30

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

表 4:华海药业 2016H1 销售费用管理费用拆分及增速

项目	本期数	上年同期数	变动比例
股份支付费用摊销	2,402,818.24		
运杂费	18,313,214.34	11,562,286.03	58.39%
产品推广服务费	186,683,143.04	122,563,810.25	52.32%
办公费	1,632,276.38	1,014,675.42	60.87%
人工支出	19,621,572.86	17,244,027.10	13.79%
佣金	5,611,812.20	6,241,291.58	-10.09%
包装费	3,746,964.45	4,295,031.90	-12.76%
展览费	3,419,992.49	3,670,390.59	-6.82%
广告及业务宣传费	787,786.64	1,208,728.41	-34.83%
差旅费	2,694,725.53	2,544,701.14	5.90%
其他	5,650,937.20	4,625,248.03	22.18%
销售费用总和	250,565,243.37	174,970,190.45	43.2%
研发费用	156,916,015.63	99,947,218.85	57.00%
排污费	42,894,915.25	26,583,034.30	61.36%
中介咨询费	10,626,085.20	6,731,059.30	57.87%
股份支付费用摊销	23,636,975.72	-1,798,201.81	
人工支出	78,570,893.11	64,961,642.63	20.95%
折旧摊销费	32,511,791.80	25,142,621.37	29.31%
办公费	9,377,876.33	6,995,865.64	34.05%
税费	10,184,887.01	9,580,276.22	6.31%

业务招待费	5,724,977.20	4,752,999.69	20.45%
差旅费	3,961,044.70	3,480,050.22	13.82%
其他	16,449,455.21	15,931,702.63	3.25%
管理费用总和	390,854,917.16	262,308,269.04	49.01%

资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

3、业绩受累仅为暂时, 制剂出口龙头逻辑不变

我们认为公司业绩受累只是暂时, 华海(美国)未来前景可期。报告期内, 公司获得美国 ANDA 文号 3 个, 新申报 2 个; 1 个美国产品转报国内已经递交 CDE。值得关注的是 2016 年 7 月 1 日公司公告了卡托普利原料药供应商及生产场地变更为华海药业的补充申请获得 FDA 批准。之前公司卡托普利片 ANDA 文号由于原料药供应商限制无法上市销售, 现在已经不存在这个限制, 且使用自己的原料药更加节约成本。

公司是国内制剂出口龙头企业, 国内企业中公司拥有的 ANDA 数量最多(见表 5 梳理), 其中多奈哌齐片、拉莫三嗪缓释片、氯沙坦钾片等产品市场占有率领先; 12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市。尤其是近年来获批的缓控释制剂, 技术壁垒较高, 竞争格局较好, 有望为公司带来可观的利润回报。

表 5: 华海 ANDA 一览表

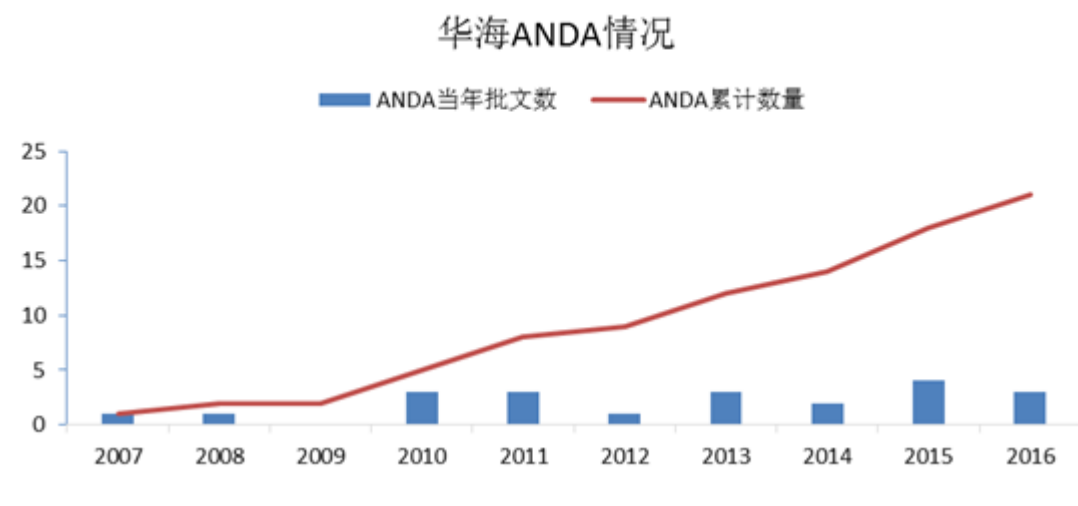
中文名	Generic names	剂型	适应症	获得年份	备注
奈韦拉平	NEVIRAPINE	片剂; 口服	艾滋病	2007	
盐酸罗匹尼罗	ROPINIROLE HYDROCHLORIDE	片剂; 口服	帕金森氏病	2008	2008 年向其他企业购买得到
赖诺普利氢氯噻嗪	LISINOPRIL AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	片剂; 口服	高血压	2010	2010 年向其他企业购买得到
赖诺普利	LISINOPRIL	片剂; 口服	高血压	2010	2010 年向其他企业购买得到
盐酸贝那普利	BENAZEPRIL HYDROCHLORIDE	片剂; 口服	高血压; 充血性心力衰竭	2010	
盐酸多奈哌齐	DONEPEZIL HYDROCHLORIDE	片剂; 口服	阿尔茨海默病	2011	
氯沙坦钾	LOSARTAN POTASSIUM	片剂; 口服	高血压	2011	
利培酮	RISPERIDONE	片剂; 口服	精神分裂症	2011	
厄贝沙坦	IRBESARTAN	片剂; 口服	高血压	2012	

左乙拉西坦	LEVETIRACETAM	片剂;口服	癫痫	2013	2013 年收购寿科健康获得
美索巴莫	METHOCARBAMOL	片剂;口服	肌肉松弛药	2013	2013 年收购寿科健康获得
拉莫三嗪	LAMOTRIGINE	缓释片;口服	癫痫	2013	
厄贝沙坦氢氯噻嗪	IRBESARTAN AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	片剂;口服	高血压	2014	
帕罗西汀	PAROXETINE	片剂;口服	抑郁症	2014	
左乙拉西坦	LEVETIRACETAM	缓释片;口服	癫痫	2015	
盐酸安非他酮	BUPROPION HYDROCHLORIDE	缓释片;口服	戒烟	2015	
缬沙坦	VALSARTAN	片剂;口服	高血压	2015	
草酸艾斯西酞普兰	ESCITALOPRAM OXALATE	片剂;口服	抑郁症	2015	
缬沙坦氢氯噻嗪	VALSARTAN AND HYDROCHLOROTHIAZIDE	片剂;口服	高血压	2016	
奥美沙坦酯氢氯噻嗪	OLMESARTAN MEDOXOMIL; HYDROCHLOROTHIAZIDE	片剂;口服	高血压	2016	2016.10.25 专利到期,之后还要再等 180 天首仿药独占期。
卡托普利	CAPTOPRIL	片剂;口服	高血压	2016	原料供应商及生产场地变更补充申请获批
	ORPHENGESIC	片剂;口服	肌肉松弛药		Discontinue
酒石酸美托洛尔	METOPROLOL TARTRATE	片剂;口服	高血压、心绞痛		Discontinue

资料来源: 公司半年报, 东兴证券研究所

之前华海每年 ANDA 申报数量不足, 所以拿到的 ANDA 数量也就有限, 并不能保证每年都有大品种投放市场。而近年来, 随着公司对研发的持续加大投入, 每年的申报数量不断上升, 未来每年能够拿到的 ANDA 文号数量将会极为可观, 日益丰富的产品线中出现第二个、第三个拉莫三嗪式的药物也指日可待。

图 1:华海药业历年 ANDA 数量统计



资料来源: 知萌咨询, 东兴证券研究所

4、国内制剂业务借政策之风有望扶摇直上

国内制剂业务未来有望借政策之风迎来快速发展, 华海将受益于一致性评价、优先审评、和招标优势。

一致性评价方面: 根据国务院《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》: “国内药品生产企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药, 可以国外注册申报的相关资料为基础, 按照化学药品新注册分类申报药品上市, 批准上市后视同通过一致性评价; 在中国境内用同一生产线生产上市并在欧盟、美国和日本获准上市的药品, 视同通过一致性评价。” 在其他企业纷纷倍感压力的时候, 华海药业轻舟已过万重山, 一致性评价政策对华海药业国内制剂业务是重大利好。

表 6:华海 ANDA 产品对应国内原料药及制剂获批情况

CFDA 批准原料药	CFDA 批准制剂	ANDA
盐酸帕罗西汀	盐酸帕罗西汀片	帕罗西汀片
奈韦拉平	奈韦拉平片	奈韦拉平片
氯沙坦钾	氯沙坦钾片 (0.1g, 50mg)	氯沙坦钾片
厄贝沙坦	厄贝沙坦片	厄贝沙坦片
利培酮	利培酮片, 利培酮分散片 (1mg, 2mg)	利培酮片
赖诺普利	赖诺普利片 (5mg, 10mg)	赖诺普利片
氯氯噻嗪	厄贝沙坦氯氯噻嗪片	赖诺普利氯氯噻嗪片 厄贝沙坦氯氯噻嗪片

拉莫三嗪	拉莫三嗪缓释片
草酸艾司西酞普兰	草酸艾司西酞普兰片
缬沙坦	缬沙坦片
	盐酸罗匹尼罗片
	盐酸贝那普利片
	盐酸多奈哌齐片
	美索巴莫片
	左乙拉西坦片
	左乙拉西坦缓释片
	盐酸安非他酮缓释片

资料来源: FDA,CFDA, 东兴证券研究所

优先审评方面: 由于 CFDA 药品审批人员不足, 仿制药审批积压严重。为了加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市, 解决药品注册申请积压的矛盾, 总局于 2016 年 2 月 24 日发布了《关于解决药品注册申请积压实行优先审评审批的意见》。其中明确提出对于出口海外的制剂产品将优先审评, 因而具有丰富海外产品线的华海将成为这一政策的最大受益者。我们认为, 华海的国内制剂业务, 有望通过绿色通道在巨大的国内市场迅速放量。

除此之外, 有相当多的省份在招标文件中有条目规定对于**通过 FDA 认证的制剂给予特别优待**。在未来各省的招标竞价中, 华海将取得非常明显的优势, 充分利用海外的资源进军国内市场。

结论:

我们预计 2016-2018 年归母净利润分别为 5.55 亿元、7.25 亿元、9.46 亿元, 增速分别为 25.42%、30.64%、30.54%, EPS 分别为 0.54、0.70、0.92, 对应 PE 分别为 44x, 34x, 26x。华海是制剂出口龙头, 高质量仿制药成长空间巨大。另外其原料药制剂一体化, 成本优势明显, 我们认为公司制剂出口业务未来将呈现爆发式增长, 国内制剂业务有望借政策之风扶摇直上, 看好公司长期发展, 首次覆盖, 给予“推荐”评级。

公司盈利预测表

资产负债表		单位:百万元					利润表		单位:百万元				
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
流动资产合计	2357	2832	3435	4231	5302	营业收入	2585	3500	4319	5356	6753		
货币资金	527	602	777	964	1216	营业成本	1430	1777	2327	2862	3578		
应收账款	789	1037	1183	1467	1850	营业税金及附加	10	28	22	27	34		
其他应收款	13	13	16	20	25	营业费用	274	448	456	544	675		
预付款项	35	40	41	43	45	管理费用	526	714	821	1018	1283		
存货	786	1077	1345	1654	2068	财务费用	31	-6	0	0	0		
其他流动资产	184	21	28	28	28	资产减值损失	17.75	48.98	0.00	0.00	0.00		
非流动资产合计	2154	2684	2507	2365	2220	公允价值变动收益	-17.20	1.60	0.00	0.00	0.00		
长期股权投资	0	0	0	0	0	投资净收益	28.33	1.60	0.00	0.00	0.00		
固定资产	1204	1600	1499	1411	1340	营业利润	307	493	694	906	1183		
无形资产	328	393	354	315	275	营业外收入	17.67	41.51	0.00	0.00	0.00		
其他非流动资产	22	36	36	36	36	营业外支出	12.09	10.82	0.00	0.00	0.00		
资产总计	4510	5515	5943	6596	7522	利润总额	313	524	694	906	1183		
流动负债合计	1197	1682	1319	1356	1477	所得税	56	87	139	181	237		
短期借款	497	838	298	119	24	净利润	257	437	555	725	946		
应付账款	196	351	384	515	617	少数股东损益	-9	-6	0	0	0		
预收款项	24	10	11	11	12	归属母公司净利润	266	442	555	725	946		
一年内到期的非流	0	25	25	25	25	EBITDA	806	1055	834	1049	1328		
非流动负债合计	47	113	114	114	114	BPS (元)	0.34	0.56	0.54	0.70	0.92		
长期借款	0	0	0	0	0	主要财务比率							
应付债券	0	0	0	0	0		2014A	2015A	2016E	2017E	2018E		
负债合计	1244	1795	1433	1470	1592	成长能力							
少数股东权益	45	129	129	129	129	营业收入增长	12.57%	35.41%	23.39%	24.01%	26.10%		
实收资本(或股本)	786	793	1031	1031	1031	营业利润增长	-23.13	60.43%	40.68%	30.64%	30.54%		
资本公积	918	1031	1031	1031	1031	归属于母公司净利润	25.42%	30.64%	25.42%	30.64%	30.54%		
未分配利润	1264	1541	1791	2117	2543	获利能力							
归属母公司股东权益	3221	3591	4381	4997	5801	毛利率(%)	44.68%	49.22%	46.11%	46.57%	47.02%		
负债和所有者权益	4510	5515	5943	6596	7522	净利率(%)	9.93%	12.48%	12.85%	13.54%	14.01%		
现金流量表		单位:百万元					总资产净利润(%)						
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	ROE(%)							
						8.24%	12.32%	12.67%	14.51%	16.31%			
经营活动现金流	329	195	444	475	489	偿债能力							
净利润	257	437	555	725	946	资产负债率(%)	28%	33%	24%	22%	21%		
折旧摊销	467	568	0	142	145	流动比率	1.97	1.68	2.61	3.12	3.59		
财务费用	31	-6	0	0	0	速动比率	1.31	1.04	1.59	1.90	2.19		
应收账款减少	0	0	-146	-284	-383	营运能力							
预收账款增加	0	0	1	1	1	总资产周转率	0.58	0.70	0.75	0.85	0.96		
投资活动现金流	102	-399	36	0	0	应收账款周转率	4	4	4	4	4		
公允价值变动收益	-17	2	0	0	0	应付账款周转率	11.45	12.79	11.74	11.91	11.93		
长期股权投资减少	0	0	8	0	0	每股指标(元)							
投资收益	28	2	0	0	0	每股收益(最新摊薄)	0.34	0.56	0.54	0.70	0.92		
筹资活动现金流	-430	210	-304	-288	-237	每股净现金流(最新)	0.00	0.01	0.17	0.18	0.24		
应付债券增加	0	0	0	0	0	每股净资产(最新摊)	4.10	4.53	4.25	4.85	5.63		
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率							
普通股增加	0	7	238	0	0	P/E	69.82	42.39	44.11	33.76	25.87		
资本公积增加	107	113	0	0	0	P/B	5.79	5.24	5.59	4.90	4.22		
现金净增加额	1	5	176	187	252	EV/EBITDA	23.11	18.09	28.79	22.56	17.56		

资料来源: Wind, 东兴证券研究所

分析师简介

杨若木

基础化工行业小组组长，9年证券行业研究经验，擅长从宏观经济背景下，把握化工行业的发展脉络，对周期性行业的业绩波动有比较准确判断，重点关注具有成长性的新材料及精细化工领域。曾获得卖方分析师“水晶球奖”第三名，“今日投资”化工行业最佳选股分析师第一名，金融界《慧眼识券商》最受关注化工行业分析师，《证券通》化工行业金牌分析师。

联系人简介

张金洋

医药生物行业小组组长，3年证券行业研究经验，3年医药行业实业工作经验。2015年新财富第七名团队核心成员，2015年水晶球第三名团队核心成员。北京大学药剂学硕士、北京大学药学学士、北京大学经济学学士，和君商学院三届学子。曾就职于中国银河证券股份有限公司、民生证券股份有限公司、西安杨森制药有限公司。2016年7月加盟东兴证券研究所，整体负责医药行业投资研究工作。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。