

**证券研究报告—动态报告**

医药保健

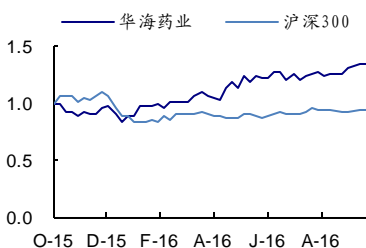
制药与生物

**华海药业(600521)**
**增持**

2016年三季度点评

(维持评级)

2016年10月28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)	1,043/1,022
总市值/流通(百万元)	26,493/25,950
上证综指/深圳成指	3,112/10,789
12个月最高/最低(元)	27.49/15.98

**相关研究报告:**

《华海药业-600521-内外协同,助力高增长》——2016-05-24  
 《华海药业-600521-2015年年报点评:深耕制剂出口十年,迎来收获期》——2016-04-19  
 《华海药业-600521-2015年三季度点评: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

**证券分析师: 江维娜**

电话: 021-60933157  
 E-MAIL: jiangw n@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**

# 制剂出口继续放量,收入保持快速增长

**● 前三季度收入增长基本符合预期,利润增长低于预期**

16Q1-3公司实现营收29.2亿元,同比增长20.66%;归母净利润3.85亿元,同比增长14.87%;扣非后净利润为3.51亿元,同比增长10.01%(扣非利润与净利润差额主要源于收到政府补助);经营活动产生的现金流量净额为3.3亿元。前三季度收入增长基本符合预期,利润增长低于预期。

**● 毛利率同比进一步提升,但费用增长较快拉低净利率**

利润增长低于收入增长的原因是费用大幅增长。今年以来公司加大制剂产品的市场推广,前三季度销售费用达3.95亿元,同比增长32.77%;同时由于研发支出增加、限制性股票激励费用等因素,管理费用达5.87亿元,同比增长37.46%。

前三季度毛利率为47.73%,同比提升1.37pct,推测与制剂收入占比进一步提高有关;净利率为12.67%,同比下降1.44pct,主要与费用增长较快有关。

**● 出口制剂不断放量,预计全年收入保持20%以上快速增长**

分季度来看,16年Q1、Q2、Q3公司分别实现收入9.68/10.15/9.39亿元,同比增长32%/12%/19%。由于收入确认通常在四季度较为集中,预期全年营业收入将保持20%以上的快速增长。出口制剂的不断放量是主要推动因素;而随着后续重磅制剂的陆续获批,预计未来几年公司收入将继续快速增长。

**● 风险提示: 海外新制剂获批低于预期;一致性评价执行进度低预期**
**● 看好公司未来的高成长性,维持“增持”评级**

由于公司收入仍保持较快增长,而未来费用支出可预测性较弱,暂不调整盈利预测。预计16-18年营收分别为44/54/66亿元,净利润为5.86/7.45/9.14亿元,摊薄EPS为0.56/0.71/0.88元,当前股价对应PE分别为45/35/29x。目前国内仿制药一致性评价正在全力推动,制药行业供给侧改革加快,公司出口欧美市场的高端仿制药有望乘政策改革东风,强势参与国内药品市场格局重建,弥补过去在国内制剂市场销售方面的弱势。同时,配合出口制剂市场的收获期到来(包括明后两年有望获批的强力霉素、帕罗西汀胶囊、达比加群酯等),有望推动公司业务爆发式增长。公司制剂出口和内销两个市场均迎来快速发展时期,看好未来的高成长性,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	4,404	5,463	6,678
(+/-%)	12.6%	35.4%	25.8%	24.0%	22.2%
净利润(百万元)	266	442	586	745	914
(+/-%)	-26.1%	66.7%	32.5%	27.0%	22.8%
摊薄每股收益(元)	0.25	0.42	0.56	0.71	0.88
EBIT Margin	13.3%	14.8%	17.3%	17.4%	17.2%
净资产收益率(ROE)	8.2%	12.3%	14.7%	16.5%	17.8%
市盈率(PE)	99.8	59.9	45.2	35.6	29.0
EV/EBITDA	55.9	39.5	27.7	22.8	19.6
市净率(PB)	8.2	7.4	6.63	5.88	5.16

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

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2015	2016E	2017E	2018E		2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	3500	4404	5463	6678	现金及现金等价物	602	602	602	807
营业成本	1777	2231	2782	3430	应收款项	1092	1327	1646	2013
营业税金及附加	28	35	43	52	存货净额	1077	1326	1670	2086
销售费用	448	528	656	801	其他流动资产	61	44	55	67
<b>管理费用</b>	<b>714</b>	<b>850</b>	<b>1035</b>	<b>1249</b>	流动资产合计	2832	3299	3972	4972
财务费用	(6)	51	51	48	固定资产	2094	2287	2342	2269
投资收益	2	7	7	7	无形资产及其他	393	380	367	354
资产减值及公允价值变动	(47)	(47)	(47)	(47)	投资性房地产	197	197	197	197
其他收入	0	0	0	0	长期股权投资	0	0	0	0
<b>营业利润</b>	<b>493</b>	<b>669</b>	<b>856</b>	<b>1057</b>	资产总计	5515	6163	6878	7792
营业外净收支	31	25	25	25	短期借款及交易性金融负债	862	926	879	862
利润总额	524	694	881	1082	<b>应付款项</b>	<b>577</b>	<b>710</b>	<b>894</b>	<b>1117</b>
所得税费用	87	115	147	180	其他流动负债	243	296	369	456
<b>少数股东损益</b>	<b>(6)</b>	<b>(8)</b>	<b>(10)</b>	<b>(12)</b>	流动负债合计	1682	1932	2142	2435
归属于母公司净利润	442	586	745	914	<b>长期借款及应付债券</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
现金流量表 (百万元)					财务费用				
	2015	2016E	2017E	2018E		(6)	51	51	48
净利润	442	586	745	914	营运资本变动	(276)	(330)	(416)	(485)
资产减值准备	31	(49)	0	0	其它	(35)	43	(8)	(10)
折旧摊销	198	272	311	339	经营活动现金流	407	569	679	806
公允价值变动损失	47	47	47	47	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
					<b>负债净变化</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
					支付股利、利息	(138)	(182)	(232)	(284)
					其它融资现金流	367	64	(47)	(17)
					<b>融资活动现金流</b>	<b>198</b>	<b>(119)</b>	<b>(279)</b>	<b>(301)</b>
					现金净变动	75	0	0	205
					货币资金的期初余额	527	602	602	602
					货币资金的期末余额	602	602	602	807
					企业自由现金流	(164)	125	285	509
					<b>权益自由现金流</b>	<b>203</b>	<b>146</b>	<b>195</b>	<b>453</b>
长期负债合计									
	113	113	113	113					
负债合计	1795	2045	2255	2548					
少数股东权益	129	123	115	106					
股东权益	3591	3995	4508	5138					
负债和股东权益总计	5515	6163	6878	7792					
每股收益	0.56	0.56	0.71	0.88					
每股净资产	4.53	3.83	4.32	4.93					
ROIC	11%	13%	15%	17%					
ROE	12%	15%	17%	18%					
毛利率	49%	49%	49%	49%					
EBIT Margin	15%	17%	17%	17%					

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

## 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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
夏坤 13726685252	吴国 15800476582	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 13726685252	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@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	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
边祎维 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
王艺汀 13726685252	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
	周鑫 13726685252		
	张欣慰 13726685252		