

收购夏洛特工厂，获得美国生产基地，进军管控类药品

——华海药业（600521）事件点评

2016年12月07日

强烈推荐/维持

华海药业	事件点评
------	------

事件：

2016年12月6日，华海发布公告，华海美国子公司普霖斯通（Prinston Pharmaceutical, Inc.）与 Par Pharma 的子公司 Generics International 和 Vintage 达成交易，收购 Par 公司位于夏洛特的工厂 100% 的股权，收购价 1400 万美元。

夏洛特工厂拥有制剂生产产能 70 亿片，可生产对乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品，且通过了 FDA、DEA 等的认证，在当地 FDA、DEA 拥有良好的信誉。

主要观点：

1. 布局美国生产基地，强化供应链

此次收购夏洛特工厂，使华海拥有了在美国的生产基地，扩增美国制剂产能，进一步完善了华海在美国的整套制剂产销水平。

2. 新增 16 个 ANDA 文号，产品梯队大幅扩增

此前华海已经拥有 27 个 ANDA 文号，此次收购的夏洛特工厂则持有 16 个文号（公司公告披露其持有 16 个 ANDA，但夏洛特工厂目前在 FDA 橘皮书查不到 ANDA 批文，我们推断批文应该在 Par Pharma 名下，Par Pharma 及其子公司持有 ANDA 300 余个，目前暂未明确哪些归属夏洛特工厂，待橘皮书里面这 16 个 ANDA 归属到 Prinston 名下之后，我们后续会持续跟进新增 ANDA 的竞争格局等），华海的制剂产品梯队大幅扩增，产能和销售推广方面将实现规模经济效益，制剂出口产业结构进一步优化，中国制剂出口龙头的地位进一步巩固，预计海外营业收入将获得突破性增长。

张金洋

010-66554035

zhangjy@dxzq.net.cn

执业证书编号：

S1480516080001

联系人：胡偲碧

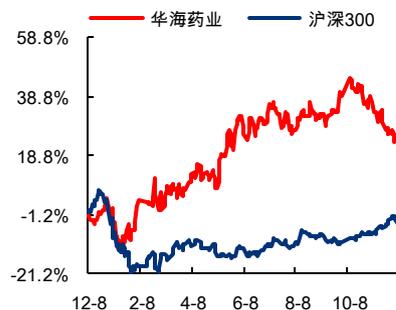
010-66554044

hurb@dxzq.net.cn

交易数据

52 周股价区间（元）	15.98-27.49
总市值（亿元）	245.85
流通市值（亿元）	241.44
总股本/流通 A 股（万股）	104305/102433
流通 B 股/H 股（万股）	/
52 周日均换手率	0.66

52 周股价走势图



资料来源：WIND，东兴证券研究所

相关研究报告

- 1、《华海药业（600521）2016年中报点评：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》2016-08-08
- 2、《国际化行业深度报告：国际舞台帷幕拉开，制剂先锋巍然崛起》2016-12-01

3、进军管控类药物丰富产品线，制剂水平向高端化前进

夏洛特工厂拥有对乙酰氨基酚类、治疗多动症类产品等精神和麻醉管控类产品的生产资质。管控药品是在美国药品市场上市进入壁垒相对较高的领域，加之可以拿到政府的订单，因而能够享有较为优厚的定价水平。华海此次获得管控类药物资格，有望进一步提升美国制剂市场的利润率水平，实现明显的利润增厚。

4、制剂出口+海外并购路径&反哺国内市场逻辑验证，未来值得期待

11月29日我们发布制剂出口深度报告认为“制剂出口+海外并购”的印度模式是最值得当前中国药企借鉴的国际化战略。

我们认为若对合适的海外公司进行直接并购，则可以尽快地以相对合适的成本高效开拓海外市场。同时并购可以迅速丰富公司产品线。海外并购是公司国际化战略推进的重要先导指标。

国际化优质企业的国内制剂业务未来有望借政策之风迎来快速发展，将受益于一致性评价、优先审评、和招标优势（反哺国内业务从而进一步带来利润弹性、估值弹性、发展空间）。

12月2日CDE发布第十二批《拟纳入优先审评程序药品注册申请的公示》，华海缬沙坦列入优先审评，印证我们反哺国内市场逻辑。未来期待更多国内品种受益例如草酸艾司西酞普兰及缬沙坦。（表1）

表 1：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
氢氯噻嗪	厄贝沙坦氢氯噻嗪片	赖诺普利氢氯噻嗪片 厄贝沙坦氢氯噻嗪片
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	已纳入优先审评	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：东兴证券研究所

今日华海发布海外并购公告，印证我们制剂出口路径选择逻辑。我们认为华海制剂出口结合海外并购的国际化路径越来越清晰，国际化巨头之路稳步推进。

结论：

我们预计公司 2016-2018 年归母净利润分别为 5.22 亿元、6.63 亿元、8.76 亿元，增速分别为 18.00%、26.95%、32.18%。EPS 分别为 0.50 元、0.64 元、0.84 元，对应 PE 分别为 46x，36x，28x。我们认为此次收购标志着华海在国际化方向取得了重大进展，此次收购美国夏洛特工厂是美国市场的一步大棋，突越式地实现产品线进一步丰富，并且介入高利润的管控药品领域，中国制剂出口龙头的地位愈发稳固。华海制剂出口结合海外并购的国际化路径越来越清晰，国际化巨头之路稳步推进。我们看好公司长期发展，维持“强烈推荐”评级。

风险提示：

ANDA 获批进度不达预期；并购整合进度低于预期

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	497	621	763
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	653	829	1095
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	653	829	1095
流动负债合计	1197	1682	1335	1425	1606	所得税	56	87	131	166	219
短期借款	497	838	314	188	152	净利润	257	437	522	663	876
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	522	663	876
一年内到期的非	0	25	25	25	25	EBITDA	806	1055	793	971	1240
非流动负债合计	47	113	114	114	114	BPS (元)	0.34	0.56	0.50	0.64	0.84
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	1449	1539	1720	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	786	793	1043	1043	1043	营业利润增长	-23.13%	60.43%	32.36%	26.95%	32.18%
资本公积	918	1031	1031	1031	1031	归属于母公司净利	18.00%	26.95%	18.00%	26.95%	32.18%
未分配利润	1264	1541	1776	2074	2469	获利能力					
归属母公司股东	3221	3591	4365	4928	5673	毛利率(%)	44.68%	49.22%	46.11%	46.57%	47.02%
负债和所有者权	4510	5515	5943	6596	7522	净利率(%)	9.93%	12.48%	12.09%	12.38%	12.97%
现金流量表						单位: 百万元					
	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	总资产净利润(%)	5.89%	8.02%	8.79%	10.05%	11.65%
						ROE(%)	8.24%	12.32%	11.96%	13.45%	15.44%
经营活动现金流	329	195	411	413	419	偿债能力					
净利润	257	437	522	663	876	资产负债率(%)	28%	33%	24%	23%	23%
折旧摊销	467	568	0	142	145	流动比率	1.97	1.68	2.57	2.97	3.30
财务费用	31	-6	0	0	0	速动比率	1.31	1.04	1.57	1.81	2.01
应收账款减少	0	0	-146	-284	-383	营运能力					
预收帐款增加	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	-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	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	0.34	0.56	0.50	0.64	0.84
筹资活动现金流	-430	210	-271	-226	-167	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	4.18	4.72	5.44
长期借款增加	0	0	0	0	0	估值比率					
普通股增加	0	7	250	0	0	P/E	68.18	41.39	46.31	36.48	27.60
资本公积增加	107	113	0	0	0	P/B	5.65	5.12	5.54	4.91	4.26
现金净增加额	1	5	176	187	252	EV/EBITDA	22.57	17.67	29.92	24.13	18.66

资料来源: 公司财报、东兴证券研究所

分析师简介

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。

联系人简介

胡偌碧

北京大学医学部分子药理学博士，和君商学院六届学子。2016年8月加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究，重点专注于化学药、创新产业链、精准医疗等投资机会

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。