

华海药业 (600521.SH) 化学制药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

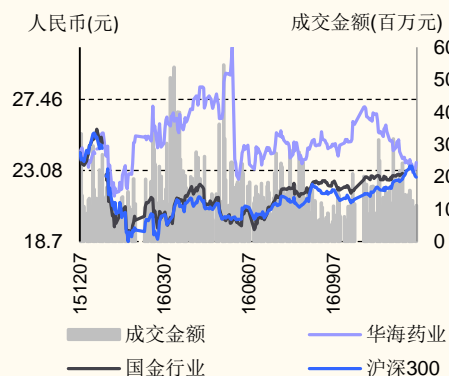
市场价格(人民币)：23.57元

收购美国本土工厂，进军高毛利细分市场

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,024.33
总市值(百万元)	24,584.68
年内股价最高最低(元)	30.67/21.50
沪深300指数	3459.15
上证指数	3199.65



相关报告

1. 《缙沙坦优先审评，绿色通道落地-华海药业公司研究》，2016.12.5

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.338	0.558	0.509	0.635	0.795
每股净资产(元)	4.10	4.53	4.00	4.45	5.05
每股经营性现金流(元)	0.42	0.25	0.77	0.57	0.73
市盈率(倍)	43.03	45.51	47.59	38.15	30.48
行业优化市盈率(倍)	38.66	67.07	64.64	64.64	64.64
净利润增长率(%)	-26.08%	66.66%	20.08%	24.74%	25.17%
净资产收益率(%)	8.24%	12.32%	12.86%	14.44%	15.92%
总股本(百万股)	785.65	793.14	1,043.05	1,043.05	1,043.05

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 华海药业子公司 Princeton 以 1400 万美元现金收购 Par 公司位于夏洛特市的工厂 100% 股权。

点评

1. 交易概述：

- **标的情况：**夏洛特制药工厂（为 Par 公司旗下的一个生产基地）拥有生产厂房约 54,295 平方英尺，租用仓库约 109,520 平方英尺，拥有制剂生产产能 70 亿片，拥有原料药库存及制剂产品库存，拥有新建立的 OQ 实验室等，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。其中，收购包括夏洛特制药工厂拥有的 16 个 ANDA 文号（包括一个在夏洛特生产的管控药物，两个场地转移的管控药物）。

- **资金来源及员工整合：**本次收购工作将于 2017 年第一季度全部完成，交易资金来源为公司自筹资金及金融机构贷款。夏洛特工厂现有员工约 300 人，均为非工会员工，收购完成后，普霖斯通计划保留约 125 名员工。遣散员工由 Par 负责支付遣散费。

2. 对于华海药业的意义：低成本布局美国本土生产基地，获得进入美国政府、军队供货体系资格，切入管控类药品高毛利领域。

- a. 对于美国军队和政府的供货体系，原则上要求必须在美国生产基地生产的药品才有资格进入（特殊情形下，例如药品短缺，也允许从国外生产基地生产供货）。通常情况下，政府和军队供货药品毛利更高，需求稳定，华海药业通过收购夏洛特工厂，获得准入资格。未来一方面可以将现有的文号通过变更生产基地的方式在夏洛特工厂生产，另外一方面美国后续申报的文号可以直接以夏洛特工厂为生产基地。

- b. 进入高壁垒、高利润的管控类药品领域。

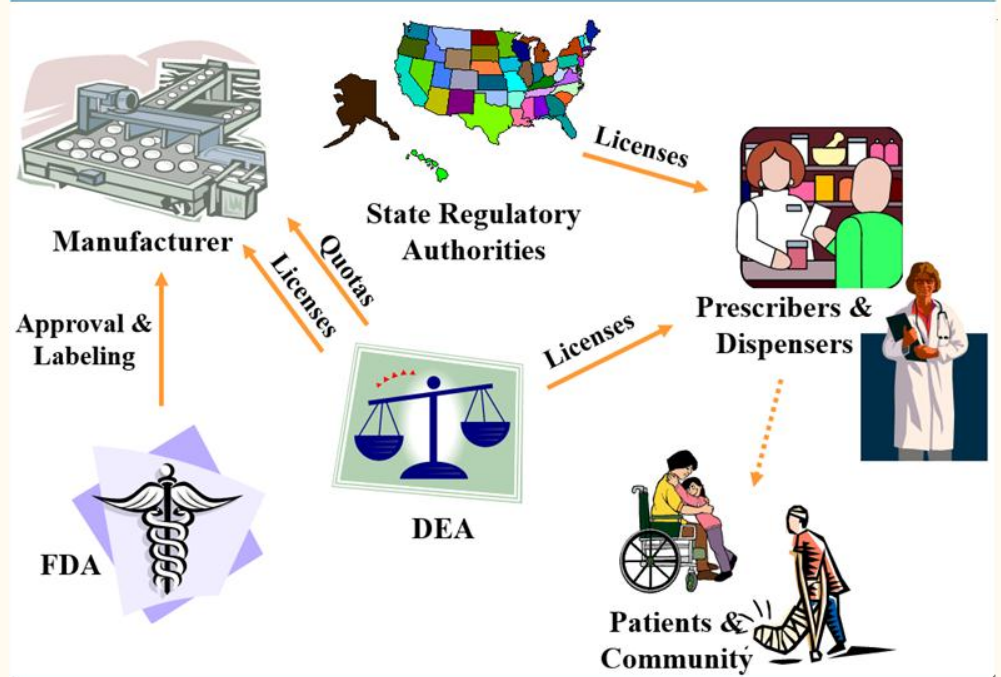
- ◆ i. 由于部分麻醉、精神类药品具有成瘾性，存在滥用的风险，因此管制药品不但必须按照《食品、药品和化妆品法》(FDCA) 条款，遵从 FDA 的药品法规管理规定，还必须遵从《美国法典》(USC) 中的“管制物质法”(Controlled Substances Act, CSA) 条例。该条例对那些具有潜在滥用性质药品如麻醉剂、兴奋剂、镇静剂、迷幻剂、合成代谢的类固醇以及用于被管制类的化学物质等进行严格的控

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

制，并根据医疗价值、有害程度、滥用或上瘾的潜在程度将这些被管制物质划分为五类。美国“药物强制管理局”(Drug Enforcement Administration, DEA)在定论某药品为受管制类时有责任向 FDA 咨询，DEA 对一、二级管制药品还设定年生产定额。

图表 1：美国管制类药品监管体系。



来源：DEA，国金证券研究所。

- ◆ 对于一、二级管制药品，其生产场地需要在 DEA 注册，同时每年 DEA 根据全年的需求设置管制类药品的生产额度，同时根据不同工厂的品种和能力分配定额。在注册时，会着重考虑企业在过去生产管制类药品的经验以及控制管制药品可能的扩散的能力；在分配生产额度时，DEA 会着重考虑企业之前年度的生产配额，下一年度的总生产额度的变化，生产企业的生产周期和库存状况，原料的经济可行性，产量和稳定性问题，紧急情况如罢工和火灾等因素。而对于之前没有生产管制类药品的企业的生产配额要求，DEA 需要着重考虑该要求的合理性。综上所述，拥有生产管制类药品经验的厂区相对于新厂区更有优势获得新的管制类药品的注册及生产配额。华海药业收购的夏洛特工厂包括一个在夏洛特生产的管控药物，两个场地转移的管控药物，良好的“track record”更有利于华海进入美国管控类药品领域。

■ 华海药业的推荐逻辑

- 制剂出口：多年投入进入收获阶段。现有产品集群已经初步形成，Solco 销售平台产品已经进入美国主流销售渠道，在多奈哌齐、缬沙坦等品种形成竞争优势。公司后续申报产品多以缓控释等高毛利产品为主，并且专利挑战进入常态化，公司业务有望通过专利挑战成功实现质变。同时，公司通过“制剂出口平台”与国内企业合作产品在美国注册销售，集中众人之力推进业务加速发展。
- 国内制剂：“优先审评”+“等同于通过一致性评价”+“招标优势”国内逻辑打通，静待产品批量上市。公司目前的销售尚有欠缺，未来可以通过合作销售、自建销售团队等不同模式加速推广优势产品。同时我们认为，未来随着降价、两票制等政策的执行，医药由以前的“市场销售”导向型进入以“研发、产品”为主的阶段，而华海药业符合该趋势

的发展。

- 原料药：公司的业务的基石，带来持续现金流，保证公司的产品质量、成本优势和供应链的稳定。
- 生物药：高仿产品，目前临床中，以 biosimilar 优势节省注册时间和临床费用。

■ 投资意见

- 在不考虑优先审评的影响下，我们预计公司 16-18 年净利润分别为 5.2/6.5/8.2 亿。如果未来更多品种进入优先审评并且产品获批，将增厚公司业绩，我们将根据后续的获批时间、销售情况再进行调整。综合考虑公司制剂出口的龙头地位，在国内制剂业务的巨大潜力及单抗业务的长期布局，给予“买入”评级。

■ 风险提示

- ANDA 获批不达预期、国内审批慢于预期、销售整合慢于预期、环保风险

损益表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	2,296	2,585	3,500	4,151	4,921	5,896
增长率		12.6%	35.4%	18.6%	18.6%	19.8%
主营业务成本	-1,289	-1,430	-1,777	-2,100	-2,468	-2,930
% 销售收入	56.1%	55.3%	50.8%	50.6%	50.2%	49.7%
毛利	1,007	1,155	1,723	2,051	2,453	2,966
% 销售收入	43.9%	44.7%	49.2%	49.4%	49.8%	50.3%
营业税金及附加	-19	-10	-28	-33	-39	-47
% 销售收入	0.8%	0.4%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-151	-274	-448	-531	-630	-755
% 销售收入	6.6%	10.6%	12.8%	12.8%	12.8%	12.8%
管理费用	-422	-526	-714	-872	-1,043	-1,226
% 销售收入	18.4%	20.3%	20.4%	21.0%	21.2%	20.8%
息税前利润 (EBIT)	415	345	533	615	740	938
% 销售收入	18.1%	13.3%	15.2%	14.8%	15.0%	15.9%
财务费用	-37	-31	6	-19	4	7
% 销售收入	1.6%	1.2%	-0.2%	0.5%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	-10	-18	-49	-11	-2	-3
公允价值变动收益	10	-17	2	0	0	0
投资收益	22	28	2	1	1	1
% 税前利润	5.2%	9.1%	0.3%	0.1%	0.1%	0.1%
营业利润	400	307	493	585	743	943
营业利润率	17.4%	11.9%	14.1%	14.1%	15.1%	16.0%
营业外收支	12	6	31	40	40	40
税前利润	412	313	524	625	783	983
利润率	18.0%	12.1%	15.0%	15.1%	15.9%	16.7%
所得税	-49	-56	-87	-104	-130	-163
所得税率	11.9%	18.0%	16.6%	16.6%	16.6%	16.6%
净利润	363	257	437	521	653	820
少数股东损益	4	-9	-6	-10	-10	-10
归属于母公司的净利润	359	266	442	531	663	830
净利率	15.6%	10.3%	12.6%	12.8%	13.5%	14.1%

现金流量表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	363	257	437	521	653	820
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	142	170	247	282	286	312
非经营收益	10	17	-37	44	-32	-35
营运资金变动	-26	-115	-451	-53	-323	-347
经营活动现金净流	490	329	195	794	584	749
资本开支	-466	-437	-524	-229	-389	-370
投资	0	0	-70	-1	0	0
其他	-660	539	194	1	1	1
投资活动现金净流	-1,127	102	-399	-229	-389	-370
股权募资	821	150	106	212	0	0
债权募资	99	-66	243	-747	20	-102
其他	14	-522	-103	-31	-215	-212
筹资活动现金净流	934	-439	245	-566	-195	-314
现金净流量	298	-8	41	-2	0	65

资产负债表 (人民币百万元)

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	533	527	602	600	601	666
应收款项	762	825	1,092	1,136	1,347	1,614
存货	786	786	1,077	1,101	1,294	1,536
其他流动资产	517	219	61	48	56	66
流动资产	2,599	2,357	2,832	2,885	3,298	3,882
% 总资产	58.2%	52.3%	51.3%	52.3%	54.3%	57.5%
长期投资	0	0	8	9	8	8
固定资产	1,498	1,723	2,094	2,106	2,297	2,436
% 总资产	33.5%	38.2%	38.0%	38.2%	37.8%	36.0%
无形资产	280	383	492	512	467	429
非流动资产	1,867	2,154	2,684	2,629	2,774	2,875
% 总资产	41.8%	47.7%	48.7%	47.7%	45.7%	42.5%
资产总计	4,466	4,510	5,515	5,514	6,072	6,757
短期借款	520	497	862	83	103	0
应付款项	383	526	635	706	773	918
其他流动负债	457	175	185	333	356	386
流动负债	1,360	1,197	1,682	1,122	1,233	1,304
长期贷款	43	0	0	33	33	34
其他长期负债	43	47	113	110	110	110
负债	1,447	1,244	1,795	1,266	1,376	1,448
普通股股东权益	3,007	3,221	3,591	4,129	4,586	5,209
少数股东权益	12	45	129	119	109	99
负债股东权益合计	4,466	4,510	5,515	5,514	6,072	6,757

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.457	0.338	0.558	0.509	0.635	0.795
每股净资产	3.829	4.100	4.528	4.005	4.448	5.052
每股经营现金净流	0.624	0.418	0.246	0.770	0.566	0.727
每股股利	0.200	0.150	0.200	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	11.94%	8.24%	12.32%	12.86%	14.44%	15.92%
总资产收益率	8.04%	5.89%	8.02%	9.63%	10.91%	12.27%
投入资本收益率	10.21%	7.51%	9.70%	11.73%	12.77%	14.63%
增长率						
主营业务收入增长率	14.00%	12.57%	35.41%	18.58%	18.56%	19.81%
EBIT增长率	5.84%	-16.93%	54.62%	15.28%	20.48%	26.64%
净利润增长率	5.29%	-26.08%	66.66%	20.08%	24.74%	25.17%
总资产增长率	38.84%	0.98%	22.29%	-0.03%	10.10%	11.28%
资产管理能力						
应收账款周转天数	84.3	94.0	95.2	95.2	95.2	95.2
存货周转天数	226.9	200.6	191.3	191.3	191.3	191.3
应付账款周转天数	66.1	57.6	56.2	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	167.4	170.0	166.9	133.0	111.6	95.5
偿债能力						
净负债/股东权益	0.48%	-0.91%	7.00%	-11.38%	-9.87%	-11.88%
EBIT利息保障倍数	11.2	11.2	-91.6	32.4	-186.1	-127.5
资产负债率	32.40%	27.58%	32.55%	22.95%	22.67%	21.44%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-12-05	买入	22.96	28.00~32.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
- 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
- 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
- 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD