

华海药业 (600521)

中报业绩符合预期，二季度业绩环比改善明显

中报业绩符合预期，二季度业绩环比改善明显

公司披露 2017 年半年报，2017 年上半年公司实现营业收入 23.50 亿元，同比增长 18.53%，实现扣非归母净利润 2.54 亿元，同比增长 12.42%，实现 EPS 为 0.28 元。单季度来看，公司 2017 年 2 季度实现扣非归母净利润 1.41 亿元，同比增长 35.5%，环比增长 23.82%，同比和环比改善明显。

国内制剂业务快速增长，产品推广致使销售费用增加

分板块来看，公司境外业务实现营业收入 15.47 亿元，同比增长 8.44%，境内业务实现收入 7.96 亿元，同比增长 43.93%，国内制剂业务实现高速增长；原料药中间体业务毛利率 45.81%，同比基本持平，制剂业务板块毛利率 64.68%，同比提升 14.54%，规模效应进一步显现，制剂业务收入和毛利率的快速提升导致整体毛利率大幅提升 8.17%。公司对国内制剂业务加大产品推广力度，销售费用同比提升 79%；财务费用大幅上升 845.5%，由 437 万元上升至 4134 万元，主要系美元汇率大幅下降，本期汇兑损失增加影响。

上半年多个海外制剂产品获批，帕罗西汀胶囊专利挑战进展顺利

海外业务方面，原料药业务受益于特色原料药放量以及沙坦类原料药规模效应显现，整体维持稳健增长；公司作为国内制剂出口标杆性企业，上半年陆续获得奥美沙坦酯氢氯噻嗪片、替米沙坦片和度洛西汀肠溶胶囊的 ANDA；普林斯通发起的帕罗西汀胶囊专利挑战州法院获得胜诉进展顺利，有望从下半年开始贡献盈利。华海美国 2017 年上半年亏损 0.65 亿元，主要系研发费用和专利挑战费用影响，但较 2016 年亏损 1.57 亿元有所好转。我们认为，随着 2016-17 年获批品种的快速放量，公司产品线的持续扩容，并购标的 ANDA 品种的持续整合，2017 年全年制剂出口业务将进一步好转。

一致性评价国外制剂业务反哺国内，生物药研发有望成为未来新增长极

公司作为国内制剂出口标杆性企业，受益于一致性评价新政，截至 2017 年上半年公司已完成 5 个产品的转报申请和 9 个产品的一致性评价申请，CFDA 上半年发布的征求意见稿认可海外 BE 进行国内申报，公司优先审评品种缬沙坦片有望年底前获批，后续公司将在一致性评价中持续受益于政策优势，有望对国内同类制剂品种实现弯道超车。生物药研发平台持续投入，快速切入生物仿制药和创新药领域，未来有望成为公司新增长极。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.58/0.72/0.89 元，当前公司股价 19.39 元，对应 P/E 分别为 33/27/22 倍，公司作为国内制剂出口领军企业，海外仿制药市场空间广阔，海外反哺国内仿制药有望弯道超车，给予公司 2018 年 35 倍 P/E，对应股价 25.2 元，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：国内品种进度不达预期，ANDA 获批进度不达预期，环保风险

财务数据和估值	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	3,500.36	4,092.85	4,834.13	5,758.53	6,929.91
增长率(%)	35.41	16.93	18.11	19.12	20.34
EBITDA(百万元)	684.83	750.83	831.54	983.02	1,185.10
净利润(百万元)	442.47	500.83	603.46	748.39	932.15
增长率(%)	66.66	13.19	20.49	24.02	24.55
EPS(元/股)	0.42	0.48	0.58	0.72	0.89
市盈率(P/E)	45.68	40.36	33.50	27.01	21.69
市净率(P/B)	5.63	4.61	4.22	3.84	3.46
市销率(P/S)	5.77	4.94	4.18	3.51	2.92
EV/EBITDA	29.83	31.04	24.39	20.20	16.69

资料来源：wind，天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	增持 (首次评级)
当前价格	19.39 元
目标价格	25.2 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,042.49
流通 A 股股本(百万股)	1,024.33
A 股总市值(百万元)	20,213.89
流通 A 股市值(百万元)	19,861.84
每股净资产(元)	4.32
资产负债率(%)	37.38
一年内最高/最低(元)	27.49/18.09

作者

廖庆阳 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516120003
liaoqingyang@tfzq.com

杨烨辉 分析师
SAC 执业证书编号：S1110516080003
yangyehui@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告



投资要点

中报业绩符合预期，二季度业绩环比改善明显

公司披露 2017 年半年报, 2017 年上半年公司实现营业收入 23.50 亿元, 同比增长 18.53%, 实现归母净利润 2.95 亿元, 同比增长 14.12%, 实现扣非归母净利润 2.54 亿元, 同比增长 12.42%, 实现 EPS 为 0.28 元。单季度来看, 公司 2017 年 2 季度实现扣非归母净利润 1.41 亿元, 同比增长 35.5%, 环比增长 23.82%, 同比和环比改善明显。

国内制剂业务快速增长, 产品推广致使销售费用增加

分板块来看, 公司境外业务实现营业收入 15.47 亿元, 同比增长 8.44%, 境内业务实现收入 7.96 亿元, 同比增长 43.93%, 主要是由于国内制剂业务同比实现了高速增长; 原料药中间体业务毛利率 45.81%, 同比基本持平, 制剂业务板块毛利率 64.68%, 同比提升 14.54%, 规模效应进一步显现, 制剂业务收入和毛利率的快速提升导致整体毛利率大幅提升 8.17%。公司对国内制剂业务加大产品推广力度, 销售费用同比提升 79%; 财务费用大幅上升 845.5%, 由 437 万元上升至 4134 万元, 主要系美元汇率大幅下降, 本期汇兑损失增加影响。

上半年多个海外制剂产品获批, 帕罗西汀胶囊专利挑战进展顺利

海外业务方面, 原料药业务受益于特色原料药放量以及沙坦类原料药规模效应显现, 整体维持稳健增长; 公司作为国内制剂出口标杆性企业, 上半年陆续获得奥美沙坦酯氢氯噻嗪片、替米沙坦片和度洛西汀肠溶胶囊的 ANDA; 普林斯通发起的帕罗西汀胶囊专利挑战州法院获得胜诉进展顺利, 有望从下半年开始贡献盈利。华海美国 2017 年上半年亏损 0.65 亿元, 主要系研发费用和专利挑战费用影响, 但较 2016 年亏损 1.57 亿元有所好转。我们认为, 随着 2016-17 年获批品种的快速放量, 公司产品线的持续扩容, 并购标的 ANDA 品种的持续整合, 2017 年全年制剂出口业务将进一步好转。

一致性评价国外制剂业务反哺国内, 生物药研发有望成为未来新增长极

公司作为国内制剂出口标杆性企业, 受益于一致性评价新政, 截至 2017 年上半年公司已完成 5 个产品的转报申请和 9 个产品的一致性评价申请, CFDA 上半年发布的征求意见稿认可海外 BE 进行国内申报, 公司优先审评品种缬沙坦片有望年底前获批, 后续公司将在一致性评价中持续受益于政策优势, 有望对国内同类制剂品种实现弯道超车。生物药研发平台持续投入, 快速切入生物仿制药和创新药领域, 其中适应症为 wAMD 的 Fc 融合蛋白已获临床批件, 生物药板块未来有望成为公司新增长极。

盈利预测和投资建议

我们预计公司 2017-19 年公司 EPS 分别为 0.58/0.72/0.89 元, 当前公司股价 19.39 元, 对应 P/E 分别为 33/27/22 倍, 公司作为国内制剂出口领军企业, 海外仿制药市场空间广阔, 海外反哺国内仿制药有望弯道超车, 给予公司 2018 年 35 倍 P/E, 对应股价 25.2 元, 首次覆盖, 给予“增持”评级

风险提示

国内品种进度不达预期, ANDA 获批进度不达预期, 环保风险

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	601.72	791.59	386.73	460.68	554.39
应收账款	1,050.01	1,296.10	1,449.44	1,436.83	2,036.55
预付账款	39.71	35.70	48.52	49.10	59.13
存货	1,077.35	1,330.23	1,106.70	1,665.43	1,486.80
其他	62.79	57.73	129.60	90.71	118.67
流动资产合计	2,831.58	3,511.35	3,120.99	3,702.75	4,255.55
长期股权投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产	1,600.23	1,865.23	2,072.45	2,180.06	2,214.91
在建工程	492.18	695.88	453.53	320.12	222.07
无形资产	421.00	482.98	454.56	426.14	397.73
其他	170.51	170.95	164.53	172.49	169.32
非流动资产合计	2,683.92	3,215.03	3,145.07	3,098.82	3,004.03
资产总计	5,515.50	6,726.38	6,266.06	6,801.57	7,259.58
短期借款	837.78	462.35	365.18	48.32	114.38
应付账款	399.59	408.09	394.64	531.51	539.54
其他	445.11	643.30	459.68	731.00	598.00
流动负债合计	1,682.48	1,513.74	1,219.50	1,310.84	1,251.92
长期借款	0.00	534.69	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	112.67	100.12	86.58	99.79	95.50
非流动负债合计	112.67	634.81	86.58	99.79	95.50
负债合计	1,795.14	2,148.55	1,306.08	1,410.63	1,347.42
少数股东权益	129.25	194.31	168.14	131.51	75.52
股本	793.14	1,043.05	1,042.49	1,042.49	1,042.49
资本公积	1,031.23	1,193.96	1,193.96	1,193.96	1,193.96
留存收益	2,877.75	3,382.69	3,749.35	4,216.94	4,794.16
其他	(1,111.01)	(1,236.18)	(1,193.96)	(1,193.96)	(1,193.96)
股东权益合计	3,720.35	4,577.83	4,959.98	5,390.94	5,912.16
负债和股东权益总	5,515.50	6,726.38	6,266.06	6,801.57	7,259.58

现金流量表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	436.72	456.90	603.46	748.39	932.15
折旧摊销	197.55	250.95	123.55	134.22	141.62
财务费用	(6.93)	(14.84)	25.04	6.76	1.49
投资损失	(1.60)	(0.49)	(10.14)	(10.14)	(10.14)
营运资金变动	(291.51)	(313.13)	(209.22)	(99.77)	(584.75)
其它	(138.92)	53.70	(27.01)	(37.61)	(57.21)
经营活动现金流	195.31	433.10	505.66	741.85	423.17
资本支出	612.72	792.50	73.55	66.79	54.29
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	(1,012.15)	(1,499.19)	(123.41)	(136.65)	(94.15)
投资活动现金流	(399.43)	(706.70)	(49.86)	(69.86)	(39.86)
债权融资	862.29	1,024.30	382.44	71.33	136.89
股权融资	51.09	458.24	16.62	(6.76)	(1.49)
其他	(703.84)	(1,073.72)	(1,259.72)	(662.61)	(424.99)
筹资活动现金流	209.55	408.82	(860.66)	(598.04)	(289.59)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	5.43	135.22	(404.86)	73.95	93.71

利润表(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,500.36	4,092.85	4,834.13	5,758.53	6,929.91
营业成本	1,777.49	2,052.67	2,201.87	2,498.98	2,846.86
营业税金及附加	27.51	40.34	47.65	52.93	66.77
营业费用	448.12	614.72	889.48	1,180.50	1,566.16
管理费用	714.17	859.53	966.83	1,151.71	1,385.98
财务费用	(5.82)	(8.03)	25.04	6.76	1.49
资产减值损失	48.98	26.22	30.98	35.40	30.87
公允价值变动收益	1.60	0.00	0.53	(0.35)	0.06
投资净收益	1.60	0.49	10.14	10.14	10.14
其他	(6.39)	(0.98)	(21.34)	(19.57)	(20.40)
营业利润	493.10	507.90	682.96	842.05	1,041.99
营业外收入	41.51	69.98	43.06	51.52	54.85
营业外支出	10.82	10.82	11.24	10.96	11.01
利润总额	523.79	567.07	714.78	882.60	1,085.83
所得税	87.07	110.17	138.86	171.47	210.95
净利润	436.72	456.90	575.91	711.14	874.88
少数股东损益	(5.75)	(43.93)	(27.54)	(37.25)	(57.27)
归属于母公司净利润	442.47	500.83	603.46	748.39	932.15
每股收益(元)	0.42	0.48	0.58	0.72	0.89

主要财务比率	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	35.41%	16.93%	18.11%	19.12%	20.34%
营业利润	60.43%	3.00%	34.47%	23.29%	23.74%
归属于母公司净利润	66.66%	13.19%	20.49%	24.02%	24.55%
获利能力					
毛利率	49.22%	49.85%	54.45%	56.60%	58.92%
净利率	12.64%	12.24%	12.48%	13.00%	13.45%
ROE	12.32%	11.43%	12.59%	14.23%	15.97%
ROIC	12.74%	10.37%	12.11%	14.07%	17.16%
偿债能力					
资产负债率	32.55%	31.94%	20.84%	20.74%	18.56%
净负债率	5.93%	7.23%	6.71%	9.96%	14.86%
流动比率	1.68	2.32	2.56	2.82	3.40
速动比率	1.04	1.44	1.65	1.55	2.21
营运能力					
应收账款周转率	3.78	3.49	3.52	3.99	3.99
存货周转率	3.76	3.40	3.97	4.15	4.40
总资产周转率	0.70	0.67	0.74	0.88	0.99
每股指标(元)					
每股收益	0.42	0.48	0.58	0.72	0.89
每股经营现金流	0.19	0.42	0.49	0.71	0.41
每股净资产	3.44	4.20	4.60	5.05	5.60
估值比率					
市盈率	45.68	40.36	33.50	27.01	21.69
市净率	5.63	4.61	4.22	3.84	3.46
EV/EBITDA	29.83	31.04	24.39	20.20	16.69
EV/EBIT	41.93	46.62	28.65	23.39	18.95

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 36 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518017
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-82566970
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-23913441
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com