

华海药业（600521）：国内制剂业务进入收获期

推荐(首次)

医药生物

当前股价：32.79 元

报告日期：2018 年 3 月 30 日

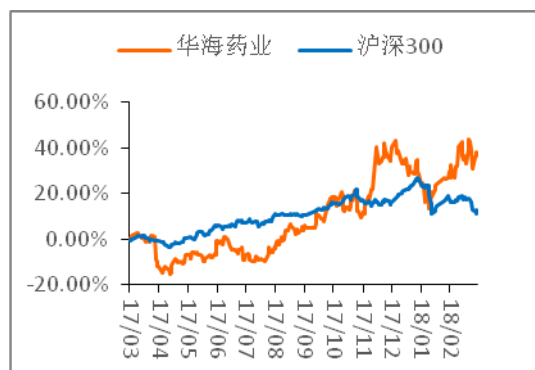
主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,002	6,147	7,512	9,082
(+/-)	22.2%	22.9%	22.2%	20.9%
营业利润	791	967	1,231	1,544
(+/-)	55.8%	22.2%	27.3%	25.5%
归属母公司 净利润	639	838	1,062	1,328
(+/-)	27.6%	31.1%	26.7%	25.1%
EPS（元）	0.61	0.80	1.02	1.27
市盈率	49.1	37.5	29.6	23.6

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	104249 / 102697
流通市值（亿元）	309.4
每股净资产（元）	4.68
资产负债率（%）	32.9

股价表现（最近一年）



资料来源：wind，华鑫证券研发部

分析师：杜永宏

执业证书编号：S1050517060001

电话：021-54967706

邮箱：duyh@cfsc.com.cn

投资要点：

公司业绩增速加快：公司 2017 年实现营业收入 50.02 亿元（+22.21%），实现归属母公司股东净利润 6.39 亿元（+27.64%），实现扣非后净利润 6.04 亿元（+33.00%），对应 EPS 0.62 元。其中，第四季度实现营业收入 14.92 亿元（+27.47%），实现归母净利润 1.54 亿元（+33.29%）。公司拟向全体股东每 10 股转增 2 股，送现金红利 2 元。公司 2017 年全年业绩增速逐季加快，成长态势良好。

制剂业务快速增长：报告期内公司制剂业务实现销售收入 26.4 亿元，同比增长 34.4%，占营业收入的比重提升到 52.8%，毛利率同比提高 10.13pp 至 66.78%，主要原因在于公司国内制剂业务经过多年的深耕细作，开始进入快速放量期，同时高毛利率制剂产品的销售占比也进一步提高，公司国内制剂产品的销售正成为拉动公司业绩增长的主要动力。公司原料药及中间体实现销售收入 21.43 亿元，同比增长 13.88%；其中，普利类、沙坦类分别实现销售收入 4.15 亿元（+13.41%）、9.39 亿元（+5.90%），原料药业务增长相对平稳。

期间费用增加，研发实力显现：报告期内，公司销售费用率为 18.09%，同比提升了 3.07pp，主要系公司加大了制剂产品的推广力度；财务费用率为 2.21%，同比提升了 2.41pp，主要系美元汇率下降，汇兑损失大幅增加所致。报告期内，公司研发支出达 4.38 亿元（+20.38%），占营业收入的比重为 8.76%，主要系公司不断加大国内新产品的申报及仿制药一致性评价申报的力度等。报告期内公司完成了 9 个新产品申报



生产和 8 个一致性评价项目申报，其中盐酸帕罗西汀片等 7 个品种顺利通过一致性评价，是目前国内通过一致性评价最多的企业，后续公司在产品招标等方面的优势将逐步显现。

盈利预测与投资评级：我们预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 8.38 亿元、10.62 亿元、13.28 亿元，对应 EPS 分别为 0.80 元、1.02 元、1.27 元，当前股价对应 PE 分别为 38/30/24 倍。首次覆盖，给予“推荐”评级。

风险提示：制剂销售不达预期的风险；研发进度不达预期的风险。



表附录：三大报表预测值（百万元）

资产负债表					利润表				
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E
流动资产：					营业收入	5,002	6,147	7,512	9,082
货币资金	691	236	165	259	营业成本	2,203	2,281	2,532	2,761
应收款	1,666	2,015	2,400	2,851	营业税金及附加	61	61	61	61
存货	1,594	1,584	1,617	1,611	销售费用	905	1,463	1,953	2,525
其他流动资产	121	100	80	60	管理费用	1,000	1,322	1,705	2,180
流动资产合计	4,072	3,935	4,262	4,780	财务费用	110	63	42	26
非流动资产：					费用合计	2,015	2,848	3,701	4,730
可供出售金融资产	31	31	31	31	资产减值损失	-8	-10	-12	-14
固定资产+在建工程	2,938	3,431	3,889	4,331	公允价值变动	0	0	0	0
无形资产+商誉	633	633	633	633	投资收益	-2	0	0	0
其他非流动资产	592	600	650	700	营业利润	791	967	1,231	1,544
非流动资产合计	4,195	4,695	5,203	5,695	加：营业外收入	1	1	1	1
资产总计	8,267	8,630	9,465	10,475	减：营业外支出	13	0	0	0
流动负债：					利润总额	779	968	1,231	1,544
短期借款	1,060	1,400	1,300	1,200	所得税费用	156	145	185	232
应付账款、票据	759	760	809	844	净利润	624	822	1,046	1,313
其他流动负债	1,016	360	380	400	少数股东损益	-16	-16	-16	-16
流动负债合计	2,835	2,520	2,489	2,444	归母净利润	639	838	1,062	1,328
非流动负债：					主要财务指标				
长期借款	222	222	222	200		2017A	2018E	2019E	2020E
其他非流动负债	155	170	200	230	成长性				
非流动负债合计	377	392	422	430	营业收入增长率	22.2%	22.9%	22.2%	20.9%
负债合计	3,212	2,912	2,911	2,874	营业利润增长率	55.8%	22.2%	27.3%	25.5%
所有者权益					归母净利润增长率	27.6%	31.1%	26.7%	25.1%
股本	1,042	1,042	1,042	1,042	总资产增长率	22.9%	4.4%	9.7%	10.7%
资本公积金	1,221	1,221	1,221	1,221	盈利能力				
未分配利润	2,210	2,790	3,522	4,438	毛利率	56.0%	62.9%	66.3%	69.6%
少数股东权益	172	172	172	172	营业利润率	15.8%	15.7%	16.4%	17.0%
所有者权益合计	5,055	5,717	6,554	7,601	三项费用/营收	40.3%	46.3%	49.3%	52.1%
负债和所有者权益	8,267	8,630	9,465	10,475	EBIT/销售收入	0.0%	16.8%	16.9%	17.3%
现金流量表					净利润率	12.5%	13.4%	13.9%	14.5%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	12.3%	14.4%	16.0%	17.3%
净利润	624	822	1046	1313	营运能力				
折旧与摊销	290	328	391	459	总资产周转率	60.5%	71.2%	79.4%	86.7%
财务费用	106	63	42	26	资产结构				
存货的减少	-281	10	-34	7	资产负债率	38.9%	33.7%	30.8%	27.4%
营运资本变化	-207	-348	-336	-416	现金流质量				
其他非现金部分	14	-128	10	10	经营净现金流/净利润	0.88	0.91	1.07	1.07
经营活动现金净流量	546	747	1120	1398	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-1135	-820	-850	-900	每股收益	0.61	0.80	1.02	1.27
筹资活动现金净流量	557	-383	-342	-404	每股净资产	4.85	5.48	6.29	7.29
现金流量净额	-74	-455	-72	94					

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券研究员，2017年6月加入华鑫证券研发部，主要研究和跟踪领域：医药生物行业。

华鑫证券有限公司投资评级说明

股票的投资评级说明:

	投资建议	预期个股相对沪深 300 指数涨幅
1	推荐	>15%
2	审慎推荐	5%---15%
3	中性	(-) 5%--- (+) 5%
4	减持	(-) 15%--- (-) 5%
5	回避	< (-) 15%

以报告日后的6个月内，证券相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。

行业的投资评级说明:

	投资建议	预期行业相对沪深 300 指数涨幅
1	增持	明显强于沪深 300 指数
2	中性	基本与沪深 300 指数持平
3	减持	明显弱于沪深 300 指数

以报告日后的6个月内，行业相对于沪深300指数的涨跌幅为标准。



免责条款

华鑫证券有限责任公司（以下简称“华鑫证券”）具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。本报告由华鑫证券制作，仅供华鑫证券的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告中的信息均来源于公开资料，华鑫证券研究发展部及相关研究人员力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。我们已力求报告内容客观、公正，但报告中的信息与所表达的观点不构成所述证券买卖的出价或询价的依据，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。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时结合各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就财务、法律、商业、税收等方面咨询专业顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，华鑫证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告中的资料、意见、预测均只反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，华鑫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。华鑫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。

本报告版权仅为华鑫证券所有，未经华鑫证券书面授权，任何机构和个人不得以任何形式刊载、翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。若华鑫证券以外的机构向其客户发放本报告，则由该机构独自为此发送行为负责，华鑫证券对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华鑫证券向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。如未经华鑫证券授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。华鑫证券将保留随时追究其法律责任的权利。请投资者慎重使用未经授权刊载或者转发的华鑫证券研究报告。

华鑫证券有限责任公司

研究发展部

地址：上海市徐汇区肇嘉浜路 750 号

邮编：200030

电话：(+86 21) 64339000

网址：<http://www.cfsc.com.cn>