

华海药业 (600521)

证券研究报告

2018年08月27日

缙沙坦事件导致中报业绩下滑，一致性评价利好公司制剂销售

缙沙坦事件导致短期业绩阵痛，上半年净利润下降 22.37%

2018年上半年公司实现营收 25.39 亿元 (+8.01%)，归属上市股东净利润 2.29 亿元 (-22.37%)，扣非后净利润 2.03 亿元 (-19.99%)。公司在国内积极推动制剂一致性评价，国外稳步推进全球化战略。7 月份缙沙坦召回事件导致的损失已提前计提，预估产品召回数量及所涉及到的费用及产品跌价影响，预计该事件导致公司上半年销售额减少 1.70 亿元，减少净利润 1.06 亿元。缙沙坦事件导致的产品召回费用为 3271 万元，同时上半年资产减值损失 4022 万元，同比增长 331.61%，主因缙沙坦召回导致的存货跌价计提。

成品药收入保持稳健增长，一致性评价利好公司制剂销售

上半年成品药实现营收 14.81 亿元，同比增长 27.77%，毛利率为 65.28%，同比增加 0.60pp。原料药及中间体实现营收 9.64 亿元，同比下降 11.44%，毛利率为 49.27%，同比增长 3.46pp，我们认为毛利率增加与原料药及中间体的涨价有关。受益于海外制剂转报国内的政策优势，公司目前已有 10 个产品（15 个品规）通过一致性评价。目前国内持续推进一致性评价利好政策，多个省份的招标将通过一致性评价的药品与原研放在同一竞价分组，未来进口替代趋势有望加速。我们认为公司将加强制剂准入方面的工作，相关通过一致性评价品种有望加速放量。

持续投入加大研发力度，布局生物药和新药研发

公司上半年研发投入 2.26 亿元，研发费用占营收的 8.9%。公司加大海外研发力度，上半年完成新申报产品 4 个，获批 6 个 ANDA 文号。生物药方面，I 类生物新药重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液 I 期临床试验进展顺利，另有处于临床试验准备工作药物 1 个，获得临床试验批件 1 个。生物类似药重组人全人源抗肿瘤坏死因子- α 单克隆抗体注射液获得药物临床试验批件。新药方面，注射用双羟萘酸多奈哌齐已取得临床试验批件，盐酸羟哌吡酮完成临床 IIA 期研究，正在启动临床 IIB 研究。

估值与评级

公司是国内特色原料药龙头企业，是全球最大的普利类、沙坦类药物供应商之一，具备中间体、原料药和制剂的一体化产业链优势。考虑到短期缙沙坦事件导致净利润下滑，我们下调 2018-2020 年 EPS 由 0.74 元、0.99 元和 1.31 元至 0.59 元、0.79 元和 1.05 元。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。给予公司 2019 年 35 倍 P/E，将目标价由 34.60 元下调至 27.65 元。受市场震荡影响，公司近期股价大幅波动，我们认为公司中长期仍具备较高的成长潜力，由“增持”调高至“买入”评级。

风险提示：缙沙坦事件导致业绩持续下滑；海外制剂业务不及预期；国内产品销售放量不及预期；汇兑损失风险

投资评级

行业	医药生物/化学制药
6 个月评级	买入（调高评级）
当前价格	20.48 元
目标价格	27.65 元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,250.84
流通 A 股股本(百万股)	1,232.37
A 股总市值(百万元)	25,617.18
流通 A 股市值(百万元)	25,238.88
每股净资产(元)	3.93
资产负债率(%)	46.71
一年内最高/最低(元)	39.39/17.28

作者

王金成	分析师
SAC 执业证书编号: S1110518070002	wangjincheng@tfzq.com
郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	zhengwei@tfzq.com

股价走势



资料来源：贝格数据

相关报告

- 《华海药业-半年报点评报告:业绩增速超预期，三轮驱动国内制剂业务高速增长》2018-03-29
- 《华海药业-首次覆盖报告:中报业绩符合预期，二季度业绩环比改善明显》2017-08-21

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	4,092.85	5,002.00	5,997.19	7,427.06	9,342.32
增长率(%)	16.93	22.21	19.90	23.84	25.79
EBITDA(百万元)	750.83	1,128.92	1,099.00	1,389.93	1,813.57
净利润(百万元)	500.83	639.25	736.79	984.10	1,317.74
增长率(%)	13.19	27.64	15.26	33.57	33.90
EPS(元/股)	0.40	0.51	0.59	0.79	1.05
市盈率(P/E)	51.15	40.07	34.77	26.03	19.44
市净率(P/B)	5.84	5.25	4.58	4.11	3.61
市销率(P/S)	6.26	5.12	4.27	3.45	2.74
EV/EBITDA	31.04	28.83	23.66	18.80	14.01

资料来源：wind，天风证券研究所

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	791.59	691.32	479.78	594.16	747.39
应收账款	1,296.10	1,613.38	1,753.10	2,083.13	2,742.37
预付账款	35.70	76.41	34.35	95.60	63.66
存货	1,330.23	1,593.84	1,433.38	2,222.59	1,909.28
其他	57.73	97.25	80.94	109.44	117.16
流动资产合计	3,511.35	4,072.19	3,781.54	5,104.92	5,579.85
长期股权投资	0.00	334.82	334.82	334.82	334.82
固定资产	1,865.23	2,233.37	2,430.78	2,527.02	2,549.56
在建工程	695.88	704.91	458.95	323.37	224.02
无形资产	482.98	704.39	670.68	636.96	603.24
其他	170.95	217.14	199.05	200.11	205.24
非流动资产合计	3,215.03	4,194.63	4,094.27	4,022.27	3,916.88
资产总计	6,726.38	8,266.83	7,875.81	9,127.19	9,496.73
短期借款	462.35	1,059.78	616.89	797.42	153.95
应付账款	408.09	520.48	476.60	719.12	682.29
其他	643.30	1,254.83	883.63	1,070.32	1,246.53
流动负债合计	1,513.74	2,835.09	1,977.13	2,586.86	2,082.77
长期借款	534.69	222.16	0.00	0.00	0.00
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	100.12	154.85	122.55	125.84	134.41
非流动负债合计	634.81	377.01	122.55	125.84	134.41
负债合计	2,148.55	3,212.10	2,099.68	2,712.70	2,217.19
少数股东权益	194.31	172.50	187.54	187.54	187.54
股本	1,043.05	1,042.49	1,250.84	1,250.84	1,250.84
资本公积	1,193.96	1,220.73	1,220.73	1,220.73	1,220.73
留存收益	3,382.69	3,861.14	4,337.76	4,976.12	5,841.17
其他	(1,236.18)	(1,242.14)	(1,220.73)	(1,220.73)	(1,220.73)
股东权益合计	4,577.83	5,054.72	5,776.13	6,414.49	7,279.54
负债和股东权益总	6,726.38	8,266.83	7,875.81	9,127.19	9,496.73

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	456.90	623.59	736.79	984.10	1,317.74
折旧摊销	250.95	289.96	142.28	153.05	160.52
财务费用	(14.84)	106.29	43.20	31.52	19.19
投资损失	(0.49)	2.43	0.11	0.11	0.11
营运资金变动	(313.13)	(347.69)	(14.40)	(833.98)	(253.19)
其它	53.70	(128.34)	15.04	0.00	(0.00)
经营活动现金流	433.10	546.24	923.02	334.81	1,244.38
资本支出	792.50	1,168.59	92.30	76.71	41.43
长期投资	0.00	334.82	0.00	0.00	0.00
其他	(1,499.19)	(2,638.48)	(152.42)	(156.82)	(91.54)
投资活动现金流	(706.70)	(1,135.07)	(60.11)	(80.11)	(50.11)
债权融资	1,024.30	1,811.51	810.67	1,047.62	478.47
股权融资	458.24	(63.31)	186.56	(31.52)	(19.19)
其他	(1,073.72)	(1,191.62)	(2,071.68)	(1,156.42)	(1,500.32)
筹资活动现金流	408.82	556.57	(1,074.46)	(140.31)	(1,041.04)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	135.22	(32.25)	(211.55)	114.39	153.22

资料来源：公司公告，天风证券研究所

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	4,092.85	5,002.00	5,997.19	7,427.06	9,342.32
营业成本	2,052.67	2,202.67	2,559.17	2,977.74	3,466.72
营业税金及附加	40.34	61.08	59.83	79.33	102.36
营业费用	614.72	904.65	1,199.44	1,633.95	2,242.16
管理费用	859.53	999.94	1,199.44	1,485.41	1,868.46
财务费用	(8.03)	110.33	43.20	31.52	19.19
资产减值损失	26.22	(7.77)	22.48	13.64	9.45
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.49	(2.43)	(0.11)	(0.11)	(0.11)
其他	(0.98)	(57.66)	0.22	0.22	0.22
营业利润	507.90	791.18	913.53	1,205.35	1,633.86
营业外收入	69.98	0.86	37.45	36.10	24.80
营业外支出	10.82	12.79	11.48	11.70	11.99
利润总额	567.07	779.25	939.50	1,229.76	1,646.68
所得税	110.17	155.66	187.67	245.65	328.93
净利润	456.90	623.59	751.83	984.10	1,317.74
少数股东损益	(43.93)	(15.66)	15.04	0.00	0.00
归属于母公司净利润	500.83	639.25	736.79	984.10	1,317.74
每股收益(元)	0.40	0.51	0.59	0.79	1.05

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	16.93%	22.21%	19.90%	23.84%	25.79%
营业利润	3.00%	55.78%	15.46%	31.95%	35.55%
归属于母公司净利润	13.19%	27.64%	15.26%	33.57%	33.90%
获利能力					
毛利率	49.85%	55.96%	57.33%	59.91%	62.89%
净利率	12.24%	12.78%	12.29%	13.25%	14.11%
ROE	11.43%	13.09%	13.18%	15.80%	18.58%
ROIC	10.37%	15.32%	12.70%	16.55%	19.63%
偿债能力					
资产负债率	31.94%	38.86%	26.66%	29.72%	23.35%
净负债率	7.23%	6.58%	12.28%	12.62%	14.71%
流动比率	2.32	1.44	1.91	1.97	2.68
速动比率	1.44	0.87	1.19	1.11	1.76
营运能力					
应收账款周转率	3.49	3.44	3.56	3.87	3.87
存货周转率	3.40	3.42	3.96	4.06	4.52
总资产周转率	0.67	0.67	0.74	0.87	1.00
每股指标(元)					
每股收益	0.40	0.51	0.59	0.79	1.05
每股经营现金流	0.35	0.44	0.74	0.27	0.99
每股净资产	3.50	3.90	4.47	4.98	5.67
估值比率					
市盈率	51.15	40.07	34.77	26.03	19.44
市净率	5.84	5.25	4.58	4.11	3.61
EV/EBITDA	31.04	28.83	23.66	18.80	14.01
EV/EBIT	46.62	38.79	27.18	21.13	15.37

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 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com