

华海药业（600521）：召回事件影响业绩，制剂业务快速增长

推荐（维持）

医药生物

当前股价：20.59 元

报告日期：2018 年 8 月 28 日

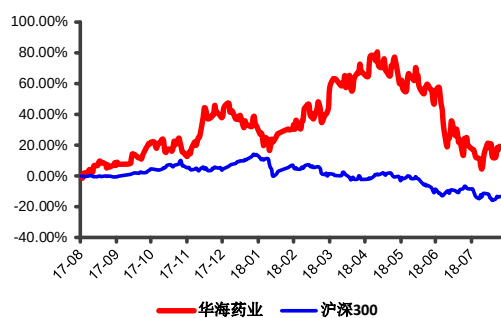
主要财务指标（单位：百万元）

	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	5,002	5,547	7,067	8,643
(+/-)	22.2%	10.9%	27.4%	22.3%
营业利润	791	685	1,082	1,364
(+/-)	55.8%	-13.4%	57.8%	26.1%
归属母公司 净利润	639	599	936	1,175
(+/-)	27.6%	-6.4%	56.3%	25.6%
EPS（元）	0.51	0.48	0.75	0.94
市盈率	40.3	43.0	27.5	21.9

公司基本情况（最新）

总股本/已流通股（万股）	125084 / 123237
流通市值（亿元）	253.7
每股净资产（元）	3.93
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：

- **上半年业绩低于预期。**公司 2018 上半年实现营业收入 25.39 亿元（+8.01%），归属母公司股东净利润 2.29 亿元（-22.37%），扣非后净利润 2.03 亿元（-19.99%），对应 EPS 0.18 元。其中，Q2 单季实现营业收入 13.00 亿元（+6.45%），实现归母净利润 0.67 亿元（-56.56%）。公司业绩低于预期，主要受缬沙坦事件的影响，缬沙坦事件影响公司收入 1.70 亿元，影响净利润 1.06 亿元。
- **制剂业务快速增长。**报告期内公司制剂业务实现销售收入 14.81 亿元，同比增长 27.77%，占营业收入的比重提升到 58.36%，随着公司出口转内销策略的奏效以及销售投入的加大，公司制剂业务快速发展。报告期内，公司的缬沙坦片、伏立康唑片和罗库溴铵注射剂获得国家药品生产注册批件；左乙拉西坦缓释片、阿立哌唑片、替米沙坦片等药品纳入优先审评。受益于海外制剂优先进行一致性评价的优势，公司已有 10 个产品（15 个品规）通过国内一致性评价，位于国内上市公司前列。随着一致性评价政策的逐步推进及对原研药的加速替代，公司的制剂业务有望迎来加速放量期。报告期内，公司原料药及中间体实现营收 9.64 亿元，同比下降 11.44%，短期受缬沙坦事件的影响，未来随着公司对药品生产工艺的改进和生产的恢复，公司原料药业务有望逐步回暖。
- **期间费用增加。**报告期内，公司销售费用率 21.37%，同比上升 2.29pp，主要受国内制剂推广费用的增加和产品召回费用的影响；公司管理费用率 22.05%，同比上升 2.17pp，主要



受环保排污费用增加的影响；公司财务费用率 2.67%，同比上升 0.91pp，主要受利息支出增加的影响。缬沙坦后续诉讼赔偿事宜可能还会对公司费用有一定的影响。

- **盈利预测与投资评级：**考虑到缬沙坦事件的影响，我们适当下调公司盈利预测，预测公司 2018-2020 年实现归属于母公司净利润分别为 5.99 亿元、9.36 亿元、11.75 亿元，对应 EPS 分别为 0.48 元、0.75 元、0.94 元，当前股价对应 PE 分别为 43.0/27.5/21.9 倍，给予“推荐”评级。
- **风险提示：**缬沙坦事件后续赔偿影响超预期；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	5,547	7,067	8,643
货币资金	691	328	551	675	营业成本	2,203	1,908	2,375	2,740
应收款	1,666	1,818	2,258	2,713	营业税金及附加	61	61	61	61
存货	1,594	1,325	1,517	1,598	销售费用	905	1,387	1,731	2,247
其他流动资产	121	100	80	60	管理费用	1,000	1,331	1,661	2,092
流动资产合计	4,072	3,571	4,405	5,047	财务费用	110	134	128	119
非流动资产：					费用合计	2,015	2,853	3,520	4,458
可供出售金融资产	31	31	31	31	资产减值损失	-8	40	30	20
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	685	1,082	1,364
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	8,266	9,609	10,741	减：营业外支出	13	0	0	0
流动负债：					利润总额	779	686	1,082	1,364
短期借款	1,060	1,400	1,800	1,900	所得税费用	156	103	162	205
应付账款、票据	759	636	759	837	净利润	624	583	920	1,160
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	2,396	2,939	3,137	归母净利润	639	599	936	1,175
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%	10.9%	27.4%	22.3%
负债合计	3,212	2,788	3,361	3,567	营业利润增长率	55.8%	-13.4%	57.8%	26.1%
所有者权益					归母净利润增长率	27.6%	-6.4%	56.3%	25.6%
股本	1,251	1,251	1,251	1,251	总资产增长率	22.9%	0.0%	16.2%	11.8%
资本公积金	1,221	1,221	1,221	1,221	盈利能力				
未分配利润	2,210	2,575	3,253	4,063	毛利率	56.0%	65.6%	66.4%	68.3%
少数股东权益	172	172	172	172	营业利润率	15.8%	12.4%	15.3%	15.8%
所有者权益合计	5,055	5,686	6,456	7,382	三项费用/营收	40.3%	51.4%	49.8%	51.6%
负债和所有者权益	8,267	8,474	9,817	10,949	EBIT/销售收入	0.0%	14.8%	17.1%	17.2%
现金流量表					净利润率	12.5%	10.5%	13.0%	13.4%
(百万元)	2017A	2018E	2019E	2020E	ROE	12.3%	10.3%	14.2%	15.7%
净利润	624	583	920	1160	营运能力				
折旧与摊销	290	328	391	459	总资产周转率	60.5%	67.1%	73.5%	80.5%
财务费用	106	134	128	119	资产结构				
存货的减少	-281	269	-192	-81	资产负债率	38.9%	33.7%	35.0%	33.2%
营运资本变化	-207	-275	-317	-377	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	1.56	1.02	1.11
经营活动现金净流量	546	910	940	1290	每股数据（元/股）				
投资活动现金净流量	-1135	-820	-850	-900	每股收益	0.51	0.48	0.75	0.94
筹资活动现金净流量	557	-454	133	-265	每股净资产	4.04	4.55	5.16	5.90
现金流量净额	-74	-363	223	125					

资料来源：公司公告，华鑫证券研发部



分析师简介

杜永宏：华鑫证券分析师，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>