

华海药业 (600521.SH) 买入 (维持评级)**公司点评**

市场价格 (人民币): 20.48 元

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,232.37
总市值(百万元)	25,617.18
年内股价最高最低(元)	31.20/16.98
沪深 300 指数	3325.34
上证指数	2729.43

缬沙坦杂质一次性影响，中长期逻辑不变**公司基本情况(人民币)**

项目	2016	2017	2018E	2019E	2020E
摊薄每股收益(元)	0.480	0.613	0.489	0.787	1.153
每股净资产(元)	4.20	4.68	5.18	5.77	6.72
每股经营性现金流(元)	0.42	0.52	1.28	0.59	1.08
市盈率(倍)	45.88	49.13	60.35	37.51	25.60
净利润增长率(%)	13.19%	15.16%	-11.55%	60.87%	46.52%
净资产收益率(%)	11.43%	11.81%	9.44%	13.64%	17.15%
总股本(百万股)	1,043.05	1,042.49	1,042.49	1,042.49	1,042.49

来源：公司年报、国金证券研究所

【事件】华海药业发布财务公告：截止 2018 年 6 月 30 日,实现营业收入 25.39 亿,同比增长 8.01%;实现归属母公司净利润 2.29 亿,同比增长-22.37%;实现扣非归母净利润 2.03 亿,同比增长-19.99%;实现经营活动现金流净额-0.70 亿,同比增长-15.71%;ROE 为 4.68%。

【点评】受缬沙坦杂质一次性事件影响，业绩低于预期，制剂出口高速增长，国内一致性评价有序进行，中长期逻辑不变。

■ **制剂出口:**受新产品上市驱动，收入 5.3 亿，同比增加 50%；华海美国上半年亏损 1100 万，同比减少 5300 万，主要受益于新产品上市和管理效率提升。其中缬沙坦制剂召回费用 3000 万，制剂库存计提减值 2000 万。由于缬沙坦制剂在美国召回的客户赔偿和潜在的诉讼费用无法确定，因此整体的盈利状况尚无法判断。

■ **国内制剂:**预计国内制剂收入 6.6 亿，同比增长 23%，略低于预期，主要受缬沙坦事件影响，国内缬沙坦制剂上市后销售低于预期。我们认为随着缬沙坦新的质量标准执行公司递交补充资料后，近期有望恢复上市销售。

■ **原料药:**收入端 9.64 亿，同比下滑 11.44%，主要受缬沙坦影响；若剔除缬沙坦，其他产品同口径 3%的增长。其中由于订单周期的影响，上半年的原料药提价尚未显现，预计下半年将提速。

■ **整体来看:**我们认为缬沙坦杂质事件是一次性影响，但由于客户赔偿和专利诉讼的不确定性，对于公司的业绩影响尚未完全体现。我们看好公司原料药+制剂一体化铸就的成本优势和供应链稳定性，在集中带量采购和医保支付价等政策落地，公司有望实现弯道超车，国内市场实现爆发式增长。制剂出口角度，公司的一地研发多地申报的策略大大提高研发效率；同时拓展美国、欧洲、日本及部分发展中国家，依靠更加广阔的市场，提高公司的盈利能力和规模效应。

【投资建议】

■ 受缬沙坦事件影响，我们下调公司盈利预期，预计公司 18-20 年净利润分别为 5.10/8.21/12.02 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、销售慢于预期、环保风险。

相关报告

- 1.《缬沙坦获批，制剂出口转报加速-【国金医药】公司点评》，2018.6.4
- 2.《一季度符合市场预期，一致性评价龙头加速发展-华海药业公司点评》，2018.5.2
- 3.《坎地沙坦酯氢氯噻嗪片美国获批，国内有望转报免 BE-华海药业公...》，2018.4.17
- 4.《扣非略超市场预期，一致性评价龙头加速发展-华海药业公司点评》，2018.3.29
- 5.《普瑞巴林胶囊美国获批 TA，国内有望转报免 BE-华海药业公司点...》，2017.12.12

王建礼 分析师 SAC 执业编号: S1130517040002
wjianli@gjzq.com.cn

受缬沙坦杂质影响，业绩低于预期，制剂出口高速增长，国内一致性评价有序进行，中长期逻辑不变。

- 受缬沙坦事件影响，业绩下滑；如果剔除缬沙坦影响，公司收入 15.3%，净利润增速为 11.4%。其中利润端受排污费和利息费用增加的影响比较明显。

制剂出口：

- 受新产品上市驱动，收入 5.3 亿，同比增加 50%；华海美国：上半年亏损 1100 万，同比减少 5300 万，主要受益于新产品上市和管理效率提升。其中缬沙坦制剂召回费用 3000 万，制剂库存计提减值 2000 万。由于缬沙坦制剂在美国召回的客户赔偿和潜在的诉讼费用无法确定，因此整体的盈利状况尚无法判断。
- 公司已有 55 个产品自主拥有美国 ANDA 文号，其中 15 个自主销售的制剂产品市场份额领先；12 个产品在欧盟 24 个国家获批上市。2018 年初至今，完成新申报产品 4 个，获批 6 个 ANDA 文号。
- 通过自有市场的拓展、日本产品引进及合作等方式积极拓展日本市场，德国公司已成立并准备下阶段运营工作，全球化战略稳步推进。
- 汇兑损益：1765 万，与上年同期持平。

国内制剂

- 预计国内制剂收入 6.6 亿，同比增长 23%，略低于预期，主要受缬沙坦事件影响，国内缬沙坦制剂上市后销售低于预期。我们认为随着缬沙坦新的质量标准执行公司递交补充资料后，近期有望恢复上市销售。
- 一致性评价：截至目前，公司共有 10 个品种（15 个品规）通过一致性评价。今年以来，公司完成 4 个新产品申报生产，5 个产品完成注册申请，缬沙坦片、伏立康唑片及罗库溴铵注射剂获得国家药品生产注册批件，新产品的上市加速国内制剂的腾飞发展。
- 随着国内一致性评价政策和药品带量集中采购、医保支付价的影响，华海药业有望实现国内产品的后来居上，实现爆发式发展。
- 参股湖北共同药业，保证公司甾体激素类原料药的供应，延续原料药+制剂一体化的产业竞争策略。

原料药

- 收入端 9.64 亿，同比下滑 11.44%，主要受缬沙坦影响；若剔除缬沙坦，其他产品同口径 3% 的增长。其中由于订单周期的影响，上半年的原料药提价尚未显现，预计下半年将提速。
- 原料药研发：报告期内，公司原料药获得注册批件 4 个，新申报注册项目 6 个，启动技改项目 5 个。

缬沙坦召回影响

- 整体影响收入 1.7 亿，利润约 1 亿。其中原料药退回约 5000 万，美国缬沙坦制剂召回的渠道费用 3000 万，缬沙坦制剂计提减值约 2000 万。财务报表来看资产减值损失增加 3000 万至 4000 万；其他应付款增加 5800 万。召回的运输服务费导致预计负债增加 3300 万。尚未确定：1) 后续的客户补偿费；2) 可能发生的诉讼费用。
- 缬沙坦召回工作进展：1) 缬沙坦原料药召回工作：公司已完成国内缬沙坦原料药的召回工作，正积极推进国外缬沙坦原料药召回工作。2) 缬沙坦制剂召回工作：公司美国上市的在有效期内的缬沙坦制剂产品已部分召回。3) 公司正积极与客户逐家进行沟通，以期尽快协商解决有关后续退货、补偿等问题。

- 公司缬沙坦新工艺验证已经完成，新工艺相关材料正在整理，以期尽快上报各药监部门等待审批。

研发

- 研发费用 1.81 亿，同比保持稳健。具体项目来看：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(HB002.1M)I 期临床试验进展顺利；重组人血管内皮生长因子受体-抗体融合蛋白眼用注射液(HB002.1T)I 期临床试验准备工作已基本完成；生物类似药重组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，重点加强研发团队管理和人才建设，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。

财务角度：

- 短期借款增加 9 亿，长期借款增加 8 亿，导致公司 2018 年上半年财务费用增加 2500 万。我们认为借款主要为新的生产基地和制剂小镇做资金准备。
- 排污费 1.1 亿，同比增加接近 5000 万，主要公司针对废弃新增加设备约 5000 万，预计下半年将与收入同步增长。
- 政府补助 3460 万，与上年同期减少 1200 万。
- 整体毛利率 58.11%，同比提高 4 个百分点。一方面受益于高毛利的制剂产品占比提高，及部分产品低开转高开的影响；另外一方面由于相对低毛利的缬沙坦原料药收入大幅下滑。
- 应收账款 17.55 亿，同比增长 9.42%，占营业收入 69%，同比提高 6 个百分点。其中 99%是应收账款账期在一年之内。

整体来看

- 我们认为缬沙坦杂质事件是一次性影响，但由于客户赔偿和专利诉讼的不确定性，对于公司的业绩影响尚未完全体现。
- 我们看好公司原料药+制剂一体化铸就的成本优势和供应链稳定性，在集中带量采购和医保支付价等政策落地，公司有望实现弯道超车，国内市场实现爆发式增长。
- 制剂出口角度，公司的一地研发多地申报的策略大大提高研发效率；同时拓展美国、欧洲、日本及部分发展中市场，依靠更加广阔的市场，提高公司的盈利能力和规模效应。

一致性评价有序进行

- 目前华海药业独家完成审批，根据国家政策，国内药品生产企业已在欧盟、美国和日本获准上市的仿制药，可以国外注册申报的相关资料为基础，按照化学药品新注册分类申报药品上市，批准上市后视同通过一致性评价。各地陆续出台鼓励政策，其中“量”方面多数可以直接挂网采购，新的市场准入途径形成；“价”方面以议价为核心，参照其他省份及历史价格。从规则层面，目前上海、内蒙古、吉林、湖北、青海等可以有提价的基础。并且陕西、湖北、浙江、青海明确通过一致性评价的品种获得和原研的同等对待。我们认为华海药业缬沙坦有望通过一致性评价的优势加速对进口替代。

图表 1：国内出台通过一致性评价鼓励政策

地区	出台时间	量	价	是否有提价基础	是否原研同等对待
上海	2018/1	直接挂网采购	企业与医疗机构直接议价，外省价格作为参考。	是	
江苏	2018/1	1) 备案采购 2) 原研药同等待遇	原研药同等待遇，允许维持省采购平台现有价格不变，但企业须承诺该产品在江苏销售价格不高于其他省份。		
内蒙古	2018/1	直接挂网采购	网上议价，以其他省份价格为参考。	是	
陕西	2018/3	1) 直接挂网采购+与原研药同等对待； 2) 将其纳入与原研药可相互替代药品目录，优先采购和使用。	1) 以全国最低3省平均价与陕西现行挂网价的低值作为限价，交企业确认后予以挂网，企业不确认或全国价格不足3省的，组织专家议价后挂网。 2) 逐步减小与原研药之间的价格差距。要加强原研药品和通过一致性评价品种的价格监测，确保价格趋向更加合理。		是
山西	2018/4	直接挂网采购	价格不高于其他省份		
吉林	2018/4	直接挂网采购	自行议定采购价格，执行网上采购	是	
辽宁	2018/4	直接挂网采购			
广西	2018/5	直接挂网采购	全国最低5省入围价的平均值作为挂网参考价，由医疗机构议定采购价格后采购。		
湖北	2018/5	与原研药品同等对待，不得区分质量层次。对省级挂网目录内暂未纳入的通过一致性评价的品种，各地可先行纳入带量采购范围。	各医疗机构应优先采购、使用通过一致性评价的品种，采购未通过一致性评价国产同类品种的，其实际采购价格不得高于通过一致性评价品种。同时加强原研药品和通过一致性评价品种的价格监测，确保价格趋向更加合理。	是	是
浙江	2018/5	1) 直接挂网 2) 医疗机构在2018年底之前，可临时突破《处方管理办法》中有关使用药品一品两规的规定，增加采购使用通过一致性评价的产品	1) 网上议价 2) 通过一致性评价的仿制药，不得高于通过一致性评价后外省的挂网采购价和中标价；如没有通过一致性评价后外省的挂网采购价和中标价，则不得高于生产企业与我省医疗机构价格谈判的最低价		是
青海	2018/5	直接挂网采购，与原研药同等对待	议价采购	是	是

来源：各省招标办、国金证券研究所

- **标志性产品，意义重大。**更有意义的是，华海药业的缬沙坦应用全套的美国申请资料进行国内的转报，目前制剂出口转报从实操层面完全落地，公司在海外获批的产品有望通过该渠道加速上市。

一致性评价龙头，国内批量产品待批。

- 目前国内有 13 个品种申报待审批中，其中盐酸多奈哌齐片、盐酸度洛西汀肠溶胶囊、缬沙坦氢氯噻嗪片、伏立康唑片优先审评审批。我们认为公司凭借政策红利，有望迅速上市。

图表 2：华海药业国内审批品种

受理号	药品名称	注册分类	申请类型	承办日期	企业名称	办理状态	优先审评
CYHS1800080	替米沙坦片	化药4	仿制	2018/5/4	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800081	替米沙坦片	化药4	仿制	2018/5/4	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800079	替米沙坦片	化药4	仿制	2018/5/4	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
B20170000773	口服固体药用高密度聚乙烯瓶（含垫片）	药包材		2018/4/23	浙江华海医药包装制品有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800071	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018/4/12	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800073	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018/4/12	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800072	阿立哌唑片	化药4	仿制	2018/4/12	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800050	恩替卡韦片	化药4	仿制	2018/3/14	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1800051	恩替卡韦片	化药4	仿制	2018/3/14	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700402	阿立哌唑	化药4	仿制	2018/2/6	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700560	安立生坦片	化药4	仿制	2017/12/28	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700308	草酸艾司西酞普兰片	化药4	仿制	2017/12/8	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700307	草酸艾司西酞普兰片	化药4	仿制	2017/12/8	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700453	左乙拉西坦片	化药4	仿制	2017/11/27	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700454	左乙拉西坦片	化药4	仿制	2017/11/27	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700452	拉莫三嗪片	化药4	仿制	2017/11/27	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700451	拉莫三嗪片	化药4	仿制	2017/11/27	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700334	赛洛多辛胶囊	化药4	仿制	2017/11/20	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700085	盐酸多奈哌齐片	化药4	仿制	2017-11-17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700084	盐酸多奈哌齐片	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700268	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700269	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700267	盐酸度洛西汀肠溶胶囊	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700256	缬沙坦氢氯噻嗪片	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700265	伏立康唑片	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHS1700266	伏立康唑片	化药4	仿制	2017/11/17	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHB1703359	奈韦拉平片	化药	补充申请	2017/9/25	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1700083	盐酸多奈哌齐一水合物	化药4	仿制	2017/7/27	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	是
CYHB1702594	厄贝沙坦	化药	补充申请	2017/5/25	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1600052	普瑞巴林	化药3	仿制	2016/11/28	浙江华海药业股份有限公司	在审评审批中	否
CYHS1600039	缬沙坦片	化药4	仿制	2016/11/4	浙江华海药业股份有限公司	已获批	是
CYHS1600044	缬沙坦片	化药4	仿制	2016/11/4	浙江华海药业股份有限公司	已获批	是
CYHS1600045	缬沙坦片	化药4	仿制	2016/11/4	浙江华海药业股份有限公司	已获批	是

来源：药智网、国金证券研究所

对于公司的中长期发展需要的核心要素，我们有以下观点：

- **华海在现有销售体系基础上强化销售，保证产品上市之后销售放量。**
 - **在精神领域已证明自己的能力：**公司在过去一年中，销售队伍从 100 人扩张到 500 人，加大了对于空白终端的覆盖，我们预计 17 年的国内制剂的销售收入超过 60%；在精神产品线领域，公司在 16 年凭借自营的销售队伍已经实现了进口替代。面对强势的 GSK 和国内另外两家仿制药企业的竞争，公司从销售量上占比超过 50%。我想这在一定程度上可以证明公司具有销售实力，懂得怎么销售。
 - **品种和销售的正反馈：**其次，我们认为销售更应该是一个“鸡生蛋，蛋生鸡”的问题，一个优秀的销售队伍需要有产品力的品种来养活，而优秀的销售团队反过来又会推动药品的销售放量。华海药业目前产品线基本涵盖了所有的治疗性的精神类和心血管类的药品，其中不乏氯吡格雷、替格瑞洛、达比加群酯等一线治疗性产品，市场空间大，

竞争格局好；也包括氯沙坦缓释、喹硫平缓释、拉莫三嗪缓释等高技术壁垒的产品；更甚者，公司目前还包括利拉利汀、利伐沙班等在做专利挑战的产品，这些本质上都是真正意义上全球范围的首仿药。我们认为随着公司在一致性评价的制度红利下，有竞争能力的产品上市会带动公司销售队伍的搭建和扩张，实现“优秀品种-优秀销售队伍-优秀品种”的正向反馈。

- **代理商的积极态度：**“春江水暖鸭先知”目前在两票制和药占比的压力下，代理商上生存压力加大，这些奋斗在一线终端的代理商是最懂得什么样的品种是有竞争力的产品，根据我们的了解，代理商目前对于获得华海药业产品的意愿非常强烈，有很多主动来寻求代理权。

■ 一致性评价政策红利将持续推进公司发展

- **消费升级和产业升级：**我们认为一致性评价作为中国制药产业清算低效产能，提高产品竞争力的必要途径。本质上反应了中国药品的消费升级和制药产业竞争力提高。
- **增量品种+有梯队+有壁垒：**在一致性评价的红利下，我们看好 1) 有产品梯队；2) 增量品种的公司。增量品种优势在于没有历史价格，可以更好的基于原研进行定价，避免陷入恶性的价格竞争中；有产品梯队可以形成产品集群，在研发销售方面规模效应和杠杆效应明显。华海药业目前美国上市 37 个+已递交 FDA38 个+在研 70 多个，并且使用海外数据进行国内申报，“多快好省”的加速产品上市，是真正有增量品种梯队的公司。
- **持续的政策催化：**目前江苏省、上海市已经出台了关于一致性评价的政策，鼓励通过一致性评价品种的积极使用，在上海通过一致性评价的品种可以不用集中招标，直接挂网销售；同时我们认为未来各个省份在药品招标、医保支付价等角度会继续出台有利于通过一致性评价品种的政策。

■ 在全球仿制药竞争激励的背景下，公司的比较优势将更加明显。

- **药品用量的刚需和稳健增长：**不可否认在全球老龄化加剧，而医疗费用负担大幅加重的情况下，全球都在通过加速药品审批上市，压低药价的方式，控制医疗费用。但是我们必须认识到，药品跟其他消费品的不同在于，其需求是稳步增长的，而且更多的刚需。产品降价的情况下更加核心的是使用量的大幅提高。
- **原料药+制剂纵向一体化的产业竞争优势：**华海药业的优势在于公司的产品基本都是有自己的原料药，并且多数品种在国际上处于龙头供货商。拥有原料药不仅仅是单纯的成本优势，更多是供应链的稳定、产品的质量，是一种基于产业链纵向一体化的规模优势。我们认为即使未来竞争激烈的情况下，华海更能胜出，实现“胜者为王，赢家通吃”的局面。
- **大幅领先的制剂工艺优势：**更进一步，公司产品不仅仅包括有原料药优势的普通产品。在缓释片、激光控释片、胃漂片、微丸片等形成自己的产品集群和竞争优势，高技术壁垒的产品可以保证更好的竞争环境和更好的盈利状况。

■ 中长期布局和管理团队保证公司长期发展。

- **在抗体、免疫治疗领域的前瞻性布局：**目前公司已经在高端 Biosimilar，生物创新药和免疫治疗领域有产品布局，重点产品有望在今年进入 III 期临床，团队和产品梯队已经搭建好，保证未来的产品升级。
- **优秀的管理团队：**公司从十年前的原料药企业起家，基于原料药+制剂+制剂出口+生物药的产业升级，管理层筚路蓝缕，把公司从十几亿市值的原料药公司经营为国内领先的制剂出口和一致性评价的龙头公司，已经充分表明公司踏实经营风格和高效的执行力，我们认为，优秀的管理团队才是公司长期发展的核心驱动力。

【投资逻辑】

- **制剂出口：**十年投入成功创造“华海模式”。拥有成熟的高技术固体制剂仿制药研发、申报注册平台，现有产品集群已经形成，Solco 销售平台产品已经进入美国主流销售渠道，并且在多奈哌齐、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，打造中国制造叠加美国渠道的双赢模式。
- **国内制剂：**“优先审评审批”+“等同于通过一致性评价”+“招标优势”国内逻辑完全打通，静待产品批量上市。公司通过合作销售、自建销售团队等不同模式加速推广优势产品。长期来看，随着医保支付价、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，而华海药业完全符合该趋势的发展。
- **原料药：**公司的业务的基石，新品种和产能释放保证稳定增长，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，其中针对 TNF α 的 biosimilar 进展较快，并有生物创新药在研。

【投资建议】

- 受缬沙坦事件影响，我们下调公司盈利预期，预计公司 18-20 年净利润分别为 5.10/8.21/12.02 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、销售情况进行调整。综合考虑到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：**FDA 在 GDUFA 法案之后整体的药品审批的速度加速，但是由于还存在部分品种的积压，对于不是特别短缺的品种，FDA 的审批有可能低于预期。
- **国内审批慢于预期：**目前国内对于海外上市产品转报国内的数据认可和审批流程已经明确，但是 CFDA 目前人力不足，尤其是对于海外飞行检查的审评员不足，有可能审批低于预期。
- **销售慢于预期：**公司已经搭建了 500 人的销售队伍，但是整体来看最近一轮招标已经完成，新的药品定价和准入体系尚未形成，尤其是医院“一品双规”等政策的限制，公司的产品上市后的销售有可能低于预期。
- **环保风险：**目前国内整体的环保标准提高，华海药业从 2014 年开始加大环保的投入，环保标准提高，但是随着环保标准提高和检查的从严，有可能存在环保风险。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
主营业务收入	3,500	4,093	5,002	5,433	7,322	9,141
增长率		16.9%	22.2%	8.6%	34.8%	24.8%
主营业务成本	-1,777	-2,053	-2,203	-2,734	-3,602	-4,329
%销售收入	50.8%	50.2%	44.0%	50.3%	49.2%	47.4%
毛利	1,723	2,040	2,799	2,699	3,720	4,811
%销售收入	49.2%	49.8%	56.0%	49.7%	50.8%	52.6%
营业税金及附加	-28	-40	-61	-54	-72	-90
%销售收入	0.8%	1.0%	1.2%	1.0%	1.0%	1.0%
营业费用	-448	-615	-905	-761	-996	-1,188
%销售收入	12.8%	15.0%	18.1%	14.0%	13.6%	13.0%
管理费用	-714	-860	-1,000	-1,222	-1,611	-2,029
%销售收入	20.4%	21.0%	20.0%	22.5%	22.0%	22.2%
息税前利润 (EBIT)	533	526	834	662	1,041	1,503
%销售收入	15.2%	12.8%	16.7%	12.2%	14.2%	16.4%
财务费用	6	8	-110	-114	-113	-106
%销售收入	-0.2%	-0.2%	2.2%	2.1%	1.5%	1.2%
资产减值损失	-49	-26	8	-14	-5	-5
公允价值变动收益	2	0	0	0	0	0
投资收益	2	0	-2	1	1	1
%税前利润	0.3%	0.1%	n.a	0.2%	0.1%	0.1%
营业利润	493	508	791	535	924	1,394
营业利润率	14.1%	12.4%	15.8%	9.9%	12.6%	15.3%
营业外收支	31	59	-12	82	65	60
税前利润	524	567	779	617	989	1,454
利润率	15.0%	13.9%	15.6%	11.4%	13.5%	15.9%
所得税	-87	-110	-156	-111	-178	-262
所得税率	16.6%	19.4%	20.0%	18.0%	18.0%	18.0%
净利润	437	457	623	506	811	1,192
少数股东损益	-6	-44	-16	-4	-10	-10
归属于母公司的净利润	442	501	639	510	821	1,202
净利率	12.6%	12.2%	12.8%	9.4%	11.2%	13.2%

现金流量表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	437	457	624	506	811	1,192
少数股东损益	-6	-44	-16	-4	-10	-10
非现金支出	247	277	282	334	350	375
非经营收益	-37	-37	96	18	15	14
营运资金变动	-451	-264	-456	479	-565	-452
经营活动现金净流	195	433	546	1,337	610	1,130
资本开支	-524	-732	-791	-304	-444	-350
投资	-70	-13	-445	-1	0	0
其他	194	38	101	1	1	1
投资活动现金净流	-399	-707	-1,135	-304	-443	-349
股权募资	106	463	0	0	0	0
债权募资	243	142	805	-857	222	-398
其他	-103	-145	-291	-68	-289	-284
筹资活动现金净流	245	459	515	-925	-68	-681
现金净流量	41	186	-74	109	100	100

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	602	792	691	800	900	1,000
应收款项	1,092	1,322	1,666	1,453	1,959	2,445
存货	1,077	1,330	1,594	1,423	1,875	2,254
其他流动资产	61	68	121	48	63	76
流动资产	2,832	3,511	4,072	3,725	4,797	5,774
%总资产	51.3%	52.2%	49.3%	46.8%	52.1%	56.5%
长期投资	8	21	367	368	367	367
固定资产	2,094	2,561	2,938	3,237	3,410	3,458
%总资产	38.0%	38.1%	35.5%	40.7%	37.1%	33.8%
无形资产	492	554	778	556	547	538
非流动资产	2,684	3,215	4,195	4,239	4,402	4,441
%总资产	48.7%	47.8%	50.7%	53.2%	47.9%	43.5%
资产总计	5,515	6,726	8,267	7,964	9,199	10,216
短期借款	862	490	1,589	887	1,109	710
应付款项	635	824	915	1,026	1,352	1,628
其他流动负债	185	200	331	256	341	496
流动负债	1,682	1,514	2,835	2,169	2,802	2,834
长期贷款	0	535	222	222	222	223
其他长期负债	113	100	155	0	0	0
负债	1,795	2,149	3,212	2,391	3,025	3,057
普通股股东权益	3,591	4,384	4,882	5,404	6,016	7,010
少数股东权益	129	194	172	168	158	148
负债股东权益合计	5,515	6,726	8,267	7,964	9,199	10,216

比率分析

	2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
每股指标						
每股收益	0.558	0.480	0.613	0.489	0.787	1.153
每股净资产	4.528	4.203	4.683	5.184	5.771	6.724
每股经营现金净流	0.246	0.415	0.524	1.283	0.585	1.084
每股股利	0.150	0.200	0.180	0.200	0.200	0.200
回报率						
净资产收益率	12.32%	11.43%	11.81%	9.44%	13.64%	17.15%
总资产收益率	8.02%	7.45%	6.98%	6.41%	8.92%	11.77%
投入资本收益率	9.70%	7.56%	9.50%	8.13%	11.37%	15.23%
增长率						
主营业务收入增长率	35.41%	16.93%	22.21%	8.61%	34.77%	24.84%
EBIT增长率	54.62%	-1.40%	58.61%	-20.56%	57.16%	44.43%
净利润增长率	66.66%	13.19%	15.16%	-11.55%	60.87%	46.52%
总资产增长率	22.29%	21.95%	22.90%	-3.67%	15.51%	11.05%
资产管理能力						
应收账款周转天数	95.2	103.4	105.3	95.0	95.0	95.0
存货周转天数	191.3	214.1	242.3	190.0	190.0	190.0
应付账款周转天数	56.2	63.5	62.4	56.0	56.0	56.0
固定资产周转天数	166.9	166.3	163.0	143.3	100.0	74.0
偿债能力						
净负债/股东权益	7.00%	5.08%	22.16%	5.55%	6.98%	-0.93%
EBIT利息保障倍数	-91.6	-65.5	7.6	5.8	9.2	14.2
资产负债率	32.55%	31.94%	38.86%	30.03%	32.88%	29.93%

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	3	12	35
增持	0	1	4	8	18
中性	0	0	0	1	4
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	2.00	1.57	1.48	1.46

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
2	2016-12-08	买入	23.99	N/A
3	2017-04-06	买入	22.20	28.00~32.00
4	2017-04-25	买入	21.78	28.00~33.00
5	2017-05-08	买入	18.99	28.00~33.00
6	2017-05-25	买入	19.27	28.00~33.00
7	2017-06-28	买入	19.90	N/A
8	2017-07-27	买入	19.52	N/A

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



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。

本报告中的信息、意见等均仅供参考，不作为或被视为出售及购买证券或其他投资标的邀请或要约。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。证券研究报告是用于服务具备专业知识的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。国金证券建议获取报告人员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，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。

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。

根据《证券期货投资者适当性管理办法》，本报告仅供国金证券股份有限公司客户中风险评级高于 C3 级（含 C3 级）的投资者使用；非国金证券 C3 级以上（含 C3 级）的投资者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。

此报告仅限于中国大陆使用。

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 7GH