

医药生物

2016 年 11 月 18 日

报告原因：有信息公布需要点评

买入（维持）

市场数据：2016 年 11 月 18 日

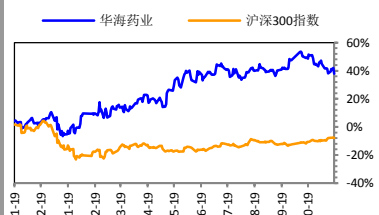
收盘价（元）	24.24
一年内最高/最低（元）	32.45/20.9
市净率	6.2
息率（分红/股价）	0.83
流通 A 股市值（百万元）	24830
上证指数/深证成指	3192.86 / 10889.11

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2016 年 09 月 30 日

每股净资产（元）	3.92
资产负债率%	36.31
总股本/流通 A 股（百万）	1043/1024
流通 B 股/H 股（百万）	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《华海药业（600521）点评：收入增长 20.66%，扣非净利润增长 10.01%》
2016/11/01

《华海药业（600521）点评：国内制剂出口龙头，海外制剂保持高速增长》2016/08/05

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

周子露 A0230115080006
zhouzl@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818×7456
zhouzl@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

华海药业（600521）

——重磅品种强力霉素缓释片获批，市场空间巨大

投资要点：

- **事件：**公司公告其制剂产品盐酸强力霉素缓释片获得美国 FDA 批准文号。
- **强力霉素为公司 2016 年 FDA 批准的最为重磅的品种，目前市场结构良好。**强力霉素是抗生素类药，属于四环素类药物，可以治疗衣原体支原体感染，主要用于治疗敏感菌引起的呼吸道、泌尿道及胆道感染，拥有比较好的适应症基础。盐酸强力霉素缓释片原研药由 MAYNE PHARMA 公司研发，150mg 于 2008 年 6 月 20 日被美国 FDA 批准，200mg 于 2013 年 4 月 11 日被美国 FDA 批准。目前缓释片 150mg 规格生产厂家仅有 Mayne、Mylan、Heritage 和华海四家，200mg 规格生产厂家仅有 Mayne、Mylan 和华海三家，均享受非常好的市场竞争结构。
- **强力霉素缓释剂型终端市场达数亿元美金级别，获批规格享受天然优势。**根据彭博数据，2015 年强力霉素缓释片全美市场销售金额近 2.2 亿美元，其中原研销售额 1.74 亿，占比接近 80%，2016 年 1-10 月累计销售近 3 亿美元，市场增速连续两年超过 50%。按规格来看，2015 年 200mg 规格占比超过 70%，150mg 规格占比约 16%，华海获批品种在规格方面具备天然优势。目前 200mg 及 150mg 原研与仿制的品种单价均比较相近，参照以往新获批仿制药折价竞争战略，未来原研药一枝独秀的市场格局有望被打破。我们预计强力霉素将成为继拉莫三嗪、罗匹尼罗等大品种后的又一海外重磅产品，有望迅速成为千万美金级品种。
- **原料药制剂一体化是争夺市场的堡垒，华海美国有望拿下美国大宗仿制药半壁江山。**美国仿制药市场约 660 亿，大宗仿制药销售价格约占 1/3，市场价值在 250 亿美金左右，大宗仿制药市场空间巨大。原料药制剂一体化不仅可以降低生产成本，还可以了解对手的成本有效决策进入市场的策略，是华海争夺市场的重要条件。目前印度仿制药企业大规模出现质量问题，导致原有供应出现短缺，且大部分品种买方市场较为集中，因此制剂市场格局将被重塑。华海具有世界一流的仿制药及原料药生产水平，截止目前 FDA 审查成绩良好，看好公司持续受益于海外品种放量及原料药制剂垂直一体化。我们认为华海有望成立中国优秀原料药企业出口的平台。
- **国内制剂出口龙头公司，海外优势有望转化到国内实现“出口转内销”。**公司拥有制剂原料药一体化优势，在海外拥有拉莫三嗪、罗匹尼罗、多奈哌齐等高市占率品种，且储备诸多有待放量的优秀品种，未来三年将进入持续快速增长期。在国内一致性评价的严格政策指导下，公司海外制剂品种有望在政策制定中享受高品质优势，预计海外临床数据将对一致性评价起关键作用，后续还可能在招标进程中将海外质量优势逐步转化为市场优势，享受庞大进口替代市场空间。我们维持 16-18 年每股收益预测 0.51 元、0.68 元、0.88 元，同比增长 20%、33%、30%，对应预测市盈率分别为 49 倍、37 倍、28 倍，维持买入评级。

财务数据及盈利预测

	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	3,500	2,922	4,255	5,268	6,397
同比增长率（%）	35.41	20.66	21.56	23.81	21.43
净利润（百万元）	442	385	531	708	923
同比增长率（%）	66.66	14.87	20.01	33.33	30.37
每股收益（元/股）	0.56	0.37	0.51	0.68	0.88
毛利率（%）	49.2	47.7	49.2	50.5	51.3
ROE（%）	12.3	9.5	12.9	14.7	16.0
市盈率	43		49	37	28

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	2,585	3,500	4,255	5,268	6,397
原料药及中间体	1,447	1,570	2,018	2,225	2,459
国内制剂	324	390	806	1,064	1,383
出口制剂	501	601	1,350	1,890	2,457
营业总成本	2,289	3,010	3,631	4,436	5,313
营业成本	1,430	1,777	2,161	2,610	3,116
原料药及中间体	953	1,056	1,238	1,374	1,523
国内制剂	97	106	242	319	415
出口制剂	227	264	621	851	1,106
营业税金及附加	10	28	33	41	50
销售费用	274	448	525	674	819
管理费用	526	714	851	1,054	1,279
财务费用	31	(6)	60	57	48
资产减值损失	18	49	0	0	0
公允价值变动损益	(17)	2	0	0	0
投资收益	28	2	0	0	0
营业利润	307	493	624	832	1,084
营业外收支	6	31	0	0	0
利润总额	313	524	624	832	1,084
所得税	56	87	100	133	173
净利润	257	437	524	699	911
少数股东损益	(9)	(6)	(7)	(9)	(12)
归属于母公司所有者的净利润	266	442	531	708	923

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	257	437	524	699	911
加: 折旧摊销减值	170	247	107	107	107
财务费用	33	(7)	60	57	48
非经营损失	(19)	(34)	0	0	0
营运资本变动	(115)	(491)	(290)	(378)	(422)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	329	195	401	484	644
资本开支	437	524	0	0	0
其它投资现金流	29	6	0	0	0
投资活动现金流	102	(399)	0	0	0
吸收投资	150	106	0	0	0
负债净变化	(66)	243	(25)	0	0
支付股利、利息	193	138	60	57	48
其它融现现金流	(320)	(1)	0	0	0
融资活动现金流	(430)	210	(84)	(57)	(48)
净现金流	(8)	41	317	428	596

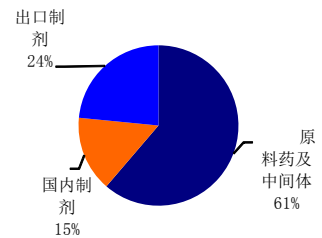
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
原料药及中间体	8%	11%	10%	11%
国内制剂增速	21%	20%	32%	30%
出口制剂增速	20%	45%	40%	30%
销售费用率	13%	12%	13%	13%
管理费用率	20%	20%	20%	20%
有效税率	17%	16%	16%	16%

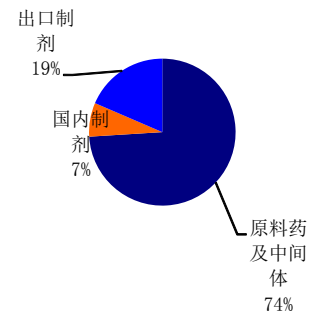
收入结构

2015年收入结构

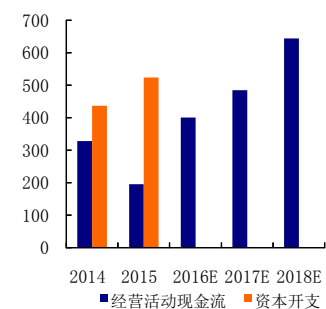


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流

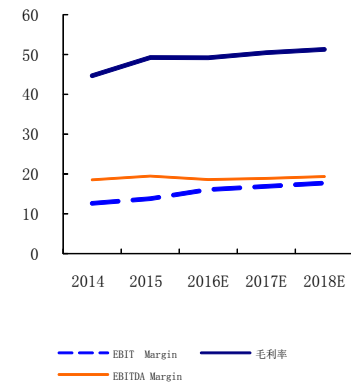


合并资产负债表

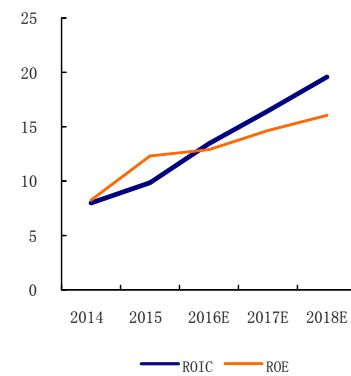
百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	2,357	2,832	3,604	4,604	5,841
现金及等价物	527	602	918	1,346	1,942
应收款项	860	1,131	1,355	1,655	1,990
存货净额	786	1,077	1,310	1,582	1,888
其他流动资产	184	21	21	21	21
长期投资	0	8	8	8	8
固定资产	1,723	2,094	1,987	1,881	1,774
无形资产及其他资产	431	582	582	582	582
资产总计	4,510	5,515	6,181	7,075	8,205
流动负债	1,197	1,682	1,824	2,019	2,238
短期借款	497	862	838	838	838
应付款项	664	771	937	1,132	1,351
其它流动负债	2	0	0	0	0
非流动负债	47	113	113	113	113
负债合计	1,244	1,795	1,937	2,132	2,351
股本	786	793	793	793	793
资本公积	918	950	950	950	950
盈余公积	257	305	363	440	540
未分配利润	1,264	1,541	2,014	2,645	3,468
少数股东权益	45	129	122	113	101
股东权益	3,266	3,720	4,243	4,941	5,852
负债和股东权益合计	4,510	5,515	6,180	7,073	8,203

资料来源:申万宏源研究

经营利润率(%)



投资回报率趋势(%)

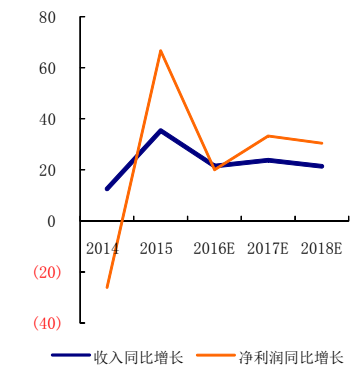


重要财务指标

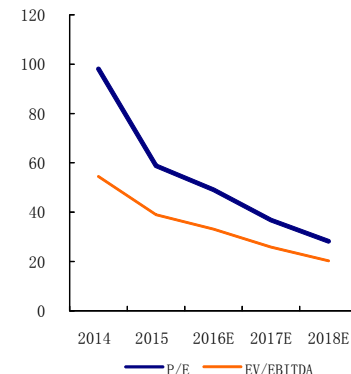
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	0.25	0.42	0.51	0.68	0.88
每股经营现金流	0.32	0.19	0.38	0.46	0.62
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	3.09	3.44	3.95	4.63	5.51
关键运营指标(%)					
ROIC	8.0	9.9	13.5	16.4	19.6
ROE	8.2	12.3	12.9	14.7	16.0
毛利率	44.7	49.2	49.2	50.5	51.3
EBITDA Margin	18.5	19.5	18.6	18.9	19.4
EBIT Margin	12.7	13.8	16.1	16.9	17.7
收入同比增长	12.6	35.4	21.5	23.8	21.4
净利润同比增长	(26.1)	66.7	20.0	33.3	30.4
资产负债率	27.6	32.5	31.3	30.1	28.7
净资产周转率	0.80	0.97	1.03	1.09	1.11
总资产周转率	0.57	0.63	0.69	0.74	0.78
有效税率	19.8	16.7	16.0	16.0	16.0
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	98.1	58.9	49.0	36.8	28.2
P/B	8.1	7.3	6.3	5.4	4.5
EV/Sale	10.1	7.6	6.2	4.9	3.9
EV/EBITDA	54.5	38.9	33.1	25.9	20.3

资料来源:申万宏源研究

收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，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、复印件或复制品，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。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。