

医药/必需消费

华海药业 (600521)

出口转内销贡献显著业绩增量

	丁丹 (分析师)	杨松 (分析师)	于嘉轩 (研究助理)
	0755-23976735	021-38677516	021-38674759
	dingdan@gtjas.com	yangsong@gtjas.com	yujiaxuan@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880516080004	S0880117090138

本报告导读:

公司公告获得阿立哌唑片 ANDA 批文, 累计拥有 30 余个 ANDA 品种, 出口转内路打通, 将为公司贡献显著业绩增量, 维持公司增持评级。

投资要点:

- **维持“增持”评级:** 考虑仿制药一致性评价下“出口转内销”显著贡献公司业绩弹性, 上调公司 2017-2019 年预测 EPS 至 0.60/0.73/0.92 元 (原为 0.53/0.62/0.75 元)。公司作为国际化一流仿制药企业, 可享受一定估值溢价, 上调公司目标价至 35 元 (2018 年 PE 约 48X), 维持“增持”评级。
- **再获 ANDA 批文, 制剂出口加速。** 公司公告获得阿立哌唑片 ANDA 批文, 2017 年累计获得 9 个 ANDA, 制剂出口加速。阿立哌唑属精神科用药, 2016 年美国市场规模 8.96 亿美元, 国内仅有大冢制药、康弘药业等 4 家在售, 竞争格局良好, 转内申报前景可期。
- **公司出口转内贡献业绩增量。** (1) 公司美国上市、已转国内上市的 8 个品种, 均向 CDE 提交补充申请, 通过后视同通过一致性评价, PDB 规模 10.6 亿元; (2) 美国上市、正转国内申报上市的 6 个品种, PDB 规模约 8 亿元, 均为市场规模较大、竞争格局良好、原研占比高的品种, 进口替代空间较大。 (3) 仍有多个 ANDA 批文尚未转内申报, 有望导入国内, PDB 规模超 10 亿元。公司品种对应市场规模约 30 亿, 预计实际规模超 150 亿, 出口转内将贡献显著业绩弹性。
- **主题风起, 一致性评价首推标的。** 我们预计 2017 年底至 2018 年初将有中国第一批通过一致性评价品种落地, 投资主题持续催化, 目前“出口转内销”路径在政策上已经完全打通, 公司有望显著受益。
- **风险提示:** 公司品种转内进展不及预期、政策鼓励力度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	3,500	4,093	4,931	5,885	7,033
(+/-)%	35%	17%	20%	19%	19%
经营利润 (EBIT)	533	526	699	855	1,038
(+/-)%	55%	-1%	33%	22%	21%
净利润 (归母)	442	501	622	760	963
(+/-)%	67%	13%	24%	22%	27%
每股净收益 (元)	0.56	0.48	0.60	0.73	0.92
每股股利 (元)	0.43	0.18	0.20	0.20	0.20

利润率和估值指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营利润率 (%)	15.2%	12.8%	14.2%	14.5%	14.8%
净资产收益率 (%)	12.3%	11.4%	13.0%	14.2%	15.8%
投入资本回报率 (%)	11.2%	8.8%	11.5%	12.9%	14.4%
EV/EBITDA	28.7	35.4	27.8	23.4	19.8
市盈率	46.8	54.4	43.8	35.8	28.3
股息率 (%)	1.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 35.00

上次预测: 26.26

当前价格: 29.99

2017.12.13

交易数据

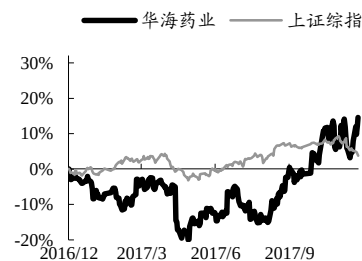
52 周内股价区间 (元)	18.09-30.38
总市值 (百万元)	31,264
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,042/1,027
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	99%
日均成交量 (百万股)	6.05
日均成交值 (百万元)	152.19

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,698
每股净资产	4.51
市净率	6.7
净负债率	21.97%

EPS (元)	2016A	2017E
Q1	0.13	0.13
Q2	0.12	0.15
Q3	0.12	0.18
Q4	0.11	0.13
全年	0.48	0.60

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	23%	31%	34%
相对指数	27%	34%	31%

相关报告

《渠道建设投入加大, 国内、出口共同发力》
2017.08.21

《业绩低于预期, 夯实基础加快投入》
2017.04.25

《布局海外生产基地, 制剂出口加速推进》
2016.12.07

《短期业绩波动, 期待“国内+出口”内外协同》
2016.08.05

《业绩符合预期, 制剂加速发力》2016.04.18

模型更新时间: 2017.12.13

股票研究

必需消费

医药

华海药业 (600521)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **35.00**

上次预测: 26.26

当前价格: 29.99

公司网址

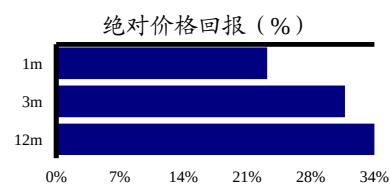
www.huahaipharm.com

公司简介

公司是一家集医药制剂和原料药为一体的制药企业,公司是国家重点高新技术企业,国家创新型企业,浙江省医药工业十强企业,中国民营 500 强企业,“十一五”期间中国医药行业国际化先导企业,设有“国家级企业技术中心”、“博士后科研工作站”,是中国首家荣获“国家环境友好企业”称号的医药企业。

公司在国内首家制剂通过美国 FDA 认证,并自主拥有 ANDA 制剂文号,是国内通过美国 FDA、欧洲 COS、澳大利亚 TGA 等国际主流市场官方认证最

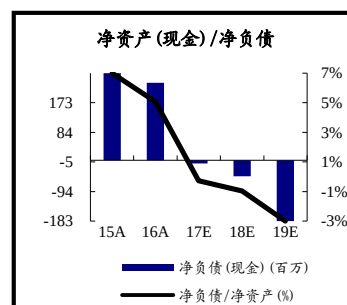
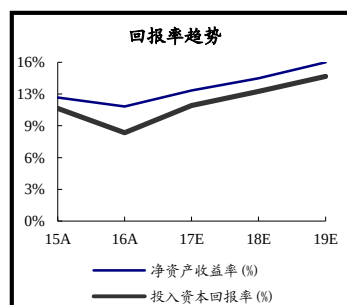
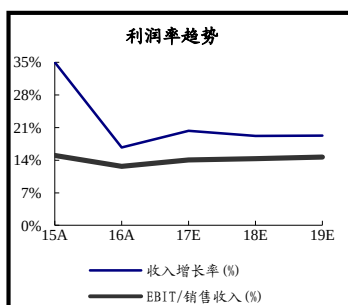
多仿制药企业,在原料药、制剂、中间体、原料药



52 周价格范围 18.09-30.38
 市值 (百万) 31,264

财务预测 (单位: 百万元)

损益表	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	3,500	4,093	4,931	5,885	7,033
营业成本	1,777	2,053	2,288	2,717	3,245
税金及附加	28	40	44	53	63
销售费用	448	615	937	1,112	1,315
管理费用	714	860	961	1,148	1,371
EBIT	533	526	699	855	1,038
公允价值变动收益	2	0	0	0	0
投资收益	2	0	0	0	0
财务费用	-6	-8	11	9	11
营业利润	493	508	689	847	1,027
所得税	87	110	134	165	200
少数股东损益	-6	-44	-66	-76	-76
净利润	442	501	622	760	963
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	602	792	700	700	745
其他流动资产	21	32	32	32	32
长期投资	8	21	21	21	21
固定资产合计	2,094	2,561	2,710	2,834	2,931
无形及其他资产	528	554	613	588	564
资产合计	5,515	6,726	7,071	7,725	8,520
流动负债	1,682	1,514	1,510	1,689	1,864
非流动负债	113	635	63	635	635
股东权益	3,591	4,384	4,797	5,348	6,102
投入资本(IC)	3,973	4,789	4,892	5,331	5,816
现金流量表					
NOPLAT	444	423	564	689	836
折旧与摊销	198	251	281	305	330
流动资金增量	-441	-275	-10	-340	-411
资本支出	-524	-732	-488	-402	-402
自由现金流	-323	-332	346	252	353
经营现金流	195	433	770	677	773
投资现金流	-399	-707	-487	-402	-402
融资现金流	210	409	-374	-275	-326
现金流净增加额	5	135	-92	0	45
财务指标					
成长性					
收入增长率	35.4%	16.9%	20.5%	19.4%	19.5%
EBIT 增长率	54.6%	-1.4%	33.1%	22.3%	21.4%
净利润增长率	66.7%	13.2%	24.2%	22.1%	26.7%
利润率					
毛利率	49.2%	49.8%	53.6%	53.8%	53.9%
EBIT 率	15.2%	12.8%	14.2%	14.5%	14.8%
净利润率	12.6%	12.2%	12.6%	12.9%	13.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	12.3%	11.4%	13.0%	14.2%	15.8%
总资产收益率(ROA)	8.0%	7.4%	8.8%	9.8%	11.3%
投入资本回报率(ROIC)	11.2%	8.8%	11.5%	12.9%	14.4%
运营能力					
存货周转天数	191	191	214	214	214
应收账款周转天数	95	103	110	110	110
总资产周转天数	523	546	511	459	422
净利润现金含量	0.44	0.86	1.24	0.89	0.80
资本支出/收入	15%	18%	10%	7%	6%
偿债能力					
资产负债率	32.5%	31.9%	30.3%	30.1%	29.3%
净负债率	7.3%	5.3%	-0.2%	-0.9%	-3.0%
估值比率					
PE	46.8	54.4	43.8	35.8	28.3
PB	5.8	6.2	5.7	5.1	4.5
EV/EBITDA	28.7	35.4	27.8	23.4	19.8
P/S	5.9	6.7	5.5	4.6	3.9
股息率	1.6%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		