

增长前景依旧看好

研究结论

- **国际合作前景依然看好：**公司与德国 Boehringer Ingelheim 公司的合作进展依然顺利，随着 BI 公司下游市场的不断开拓，作为 BI 公司产品全球主要供应商的海翔药业有望持续收益。2009 年下半年公司对 BI 公司的销售收入约为 3500 万元左右，预计今年金额同比将大幅增加。同时在定制生产的模式中，人民币汇率一定范围内的波动将被计入成本考量，因此我们估计定制业务受此影响不大。
- **培南中间体销量有望快速增长。**公司培南中间体业务全国最大，目前公司的产能超过 15 吨/月，而且通过工艺改进，其生产成本不断降低。目前公司产销良好，预计随着美罗培南、亚胺培南在欧洲、美国等规范市场专利的到期，公司培南类中间体 4AA 及 Keto 有望持续放量，带动公司抗感染药物利润大幅增长。
- **股权激励显露对未来的信心：**公司公布了股权激励草案的修订案，拟授予期权 450 万份，其中预留 44 万份，行权价 10.71 元；要求 10—13 年净利润增长同比 09 年分别不低于 30%，60%，90%和 120%，净资产收益率不低于 9%，9.5%，10%和 11%。此方案与前期公布的草案基本一致，对管理层激励作用明显，同时也显示公司对未来的业绩增长很有信心。
- **维持买入的投资评级：**根据公司前期公告的预增调整公告，我们上调公司 10—11 年的业绩预测至 0.58 元和 0.83 元，复合增长率有望达到 100%以上，目前股价对应 10 年 PE 仅为 25 倍，考虑到公司经营正处于快速上升期，我们继续看好公司未来发展的前景，同时作为出口为主的企业，公司也基本不受近期行业政策影响。我们维持公司买入的投资评级。
- **风险因素：**国际合作低于预期，培南类产品竞争过于激烈，人民币大幅升值。



东方证券
ORIENT SECURITIES

庄琰

医药行业分析师

8621-63325888 × 6069

zhuangyan@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860210030004

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

Lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 7 月 2 日) 14.96 元

目标价格 23.00 元

总股本/A 股 (万股) 16050/16050

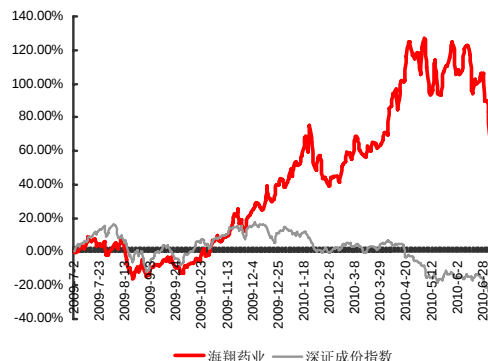
A 股市值 (百万元) 2295

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 7 月 5 日

股价表现



评价周期	1 个月	3 个月	12 个月
绝对表现 (%)	-22.58%	1.66%	66.40%
相对表现 (%)	-10.62%	30.33%	93.73%

资料来源：WIND

重点公司盈利预测及投资评级

主要财务指标 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E
营业收入	1063	893	1087	1304
同比 (%)	3%	-16%	22%	20%
净利润	25	30	93	133
同比 (%)	-19%	19%	207%	42%
毛利率 (%)	13.1%	18.7%	23.3%	24.7%
ROE (%)	4.7%	5.4%	14.6%	17.8%
每股收益 (元)	0.16	0.19	0.58	0.83
P/E (倍)	93.43	78.92	25.66	18.03
P/B (倍)	4.37	4.26	3.74	3.22

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

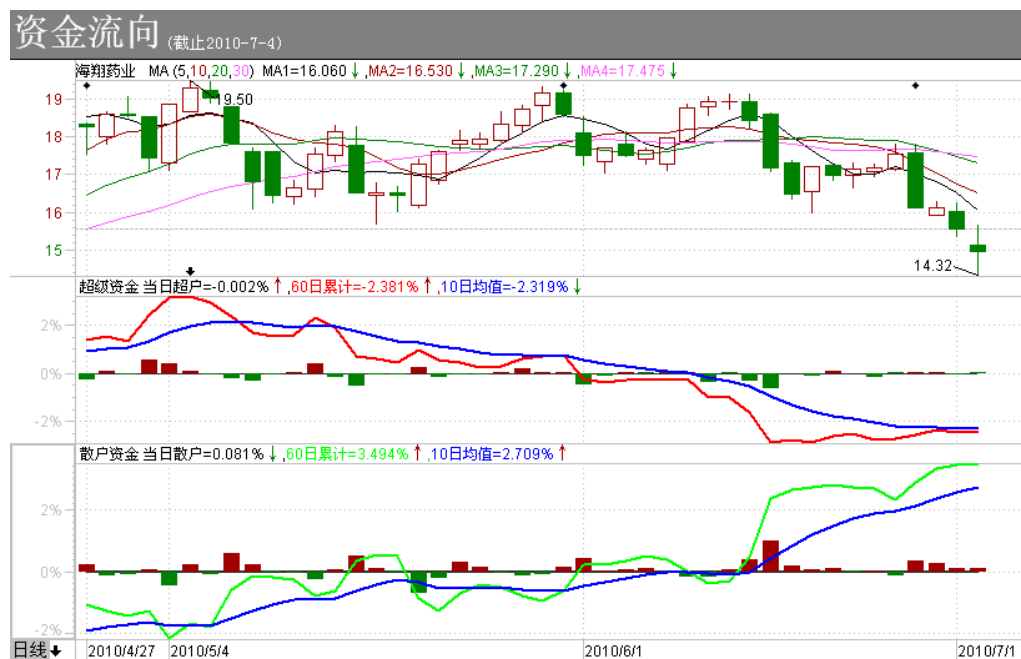
有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并阅读本报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2008	2009	2010E	2011E	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
流动资产	584	567	626	744	营业收入	1063	893	1087	1304
现金	132	123	121	144	营业成本	924	726	834	981
应收账款	162	188	217	261	营业税金及附加	3	4	5	6
其它应收款	5	1	1	1	营业费用	13	13	15	17
预付账款	7	12	13	16	管理费用	69	96	112	131
存货	262	211	233	275	财务费用	22	15	9	8
其他	15	32	39	47	资产减值损失	2	5	4	5
非流动资产	429	429	460	488	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	4	4	4	4	投资净收益	-0	-0	0	0
固定资产	353	357	372	392	营业利润	30	34	110	156
无形资产	49	48	48	48	营业外收入	2	4	1	1
其他	23	20	36	44	营业外支出	2	4	1	1
资产总计	1013	996	1086	1232	利润总额	30	34	110	156
流动负债	464	402	417	458	所得税	4	4	16	23
短期借款	256	210	210	210	净利润	25	30	93	133
应付账款	87	89	100	118	少数股东损益	-0	0	0	0
其他	121	103	106	130	归属于母公司净利润	26	30	93	133
非流动负债	1	32	30	31	EBITDA	66	77	146	194
长期借款	0	30	30	30	EPS (元)	0.16	0.19	0.58	0.83
其他	1	2	0	1					
负债合计	466	434	447	488	主要财务比率				
少数股东权益	3	3	3	3	会计年度	2008	2009	2010E	2011E
股本	161	161	161	161	成长能力				
资本公积	227	227	227	227	营业收入	2.7%	-16.0%	21.7%	19.9%
留存收益	136	147	215	307	营业利润	-37.7%	14.4%	222.1%	42.3%
归属母公司股东权	545	559	636	741	净利润	-18.9%	19.0%	207.1%	42.3%
负债和股东权益	1013	996	1086	1232	获利能力				
					毛利率	13.1%	18.7%	23.3%	24.7%
					净利率	2.4%	3.4%	8.6%	10.2%
					ROE	4.7%	5.4%	14.6%	17.8%
					ROA	2.5%	3.0%	8.6%	10.8%
					偿债能力				
					资产负债率	46.0%	43.6%	41.2%	39.6%
					净负债比率				
					流动比率	1.26	1.41	1.50	1.63
					速动比率	0.69	0.88	0.94	1.02
					营运能力				
					总资产周转率	1.05	0.90	1.00	1.06
					应收账款周转率	-	-	-	-
					应付账款周转率	10.57	8.17	8.33	8.33
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.16	0.19	0.58	0.83
					每股经营现金流	0.44	0.50	0.57	0.78
					每股净资产	3.41	3.50	3.98	4.63
					估值比率				
					P/E	93.43	78.92	25.66	18.03
					P/B	4.37	4.26	3.74	3.22

资料来源：东方证券研究所

附图：海翔药业近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。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。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn