

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

拐点确认，长期向好趋势形成

事件描述

海翔药业 7 月 31 日发布 2010 年中期业绩快报，主要内容如下：

上半年，公司实现营业总收入 51592.98 万元，同比增长 24.7%；营业利润 5562.36 万元，同比增长 289.45%；利润总额 5443.02 万元，同比增长 246.45%；净利润 4676.66 万元，同比增长 236.85%；基本每股收益 0.29 元，同比增长 222.22%。

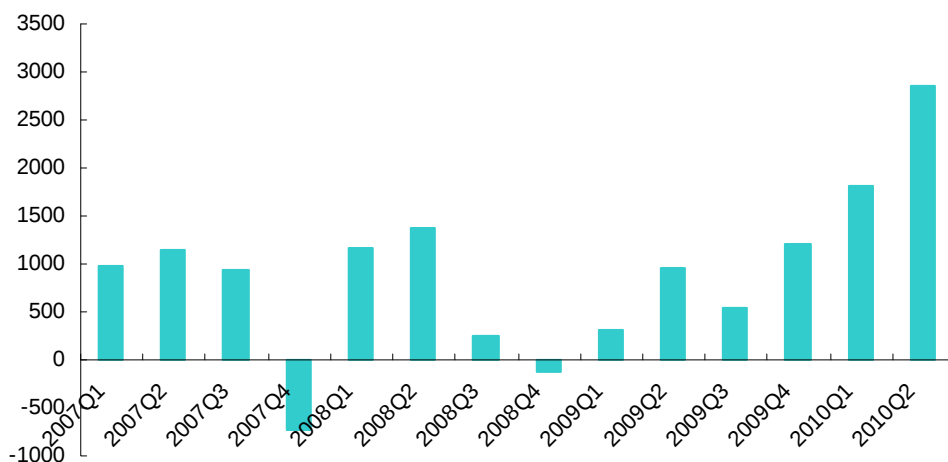
事件评论

第一，业绩大幅增长源于产品结构优化，公司长期向好趋势开始形成

上半年，培南类产品主要包括 4-AA 等，以及国际合作项目销售收入大幅增加，低毛利率的贸易类产品基本淘汰，产品结构得到优化，综合毛利率显著提高。

2008 年以来，公司着重进行产品结构调整，逐渐形成了 4-AA 及 keto 中间体、克林霉素系列和 BII 国际合作项目三足鼎立的局面，经营拐点得到确认，长期向好趋势开始形成。

图 1：2007-2010 年公司分季度净利润情况（单位：万元）

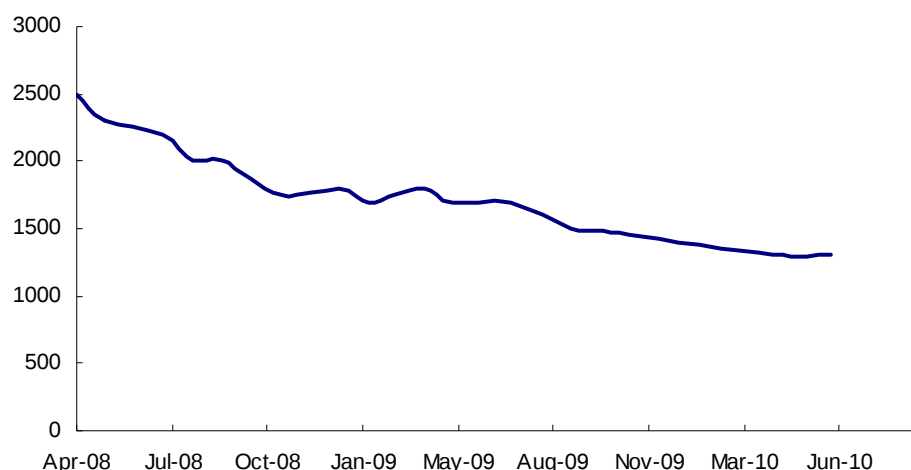


资料来源：Wind，长江证券研究部，注：扣除非经常性损益

第二，4-AA 价格下行压力减小，克林霉素毛利率有望小幅提升

公司目前 4-AA 产能在 200 吨左右，是国内最大的 4-AA 供应商。健康元深圳海滨制药的培南类药物增长较快，4-AA 考虑到成本因素将从公司购进。因而，4-AA 市场竞争压力大大减小，预计价格下跌空间已经十分有限。下游需求依然十分旺盛，公司的培南类中间体有望迎来价稳量增的局面。

图 2：4-AA 价格趋势（单位：元/吨）



资料来源：健康网，长江证券研究部

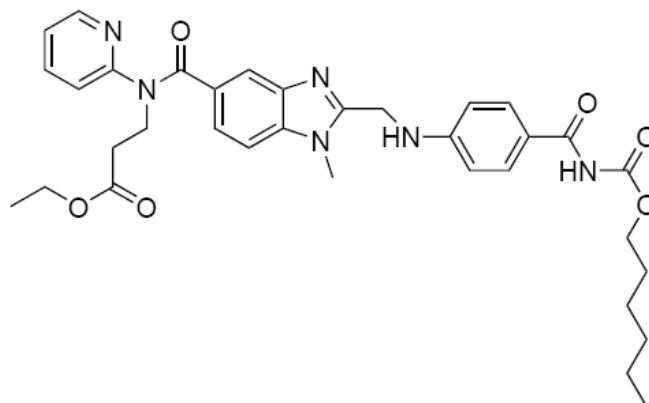
克林霉素系列属于公司传统业务，产能居全国第一。去年，公司已经开始向辉瑞供应盐酸克林霉素，今年可能还将供应克林霉素磷酸酯。辉瑞对原料药质量要求高，对价格敏感性较小，公司克林霉素系列产品的毛利率有望小幅提升。

第三，国际合作或将再超市场预期

2008 年 8 月，公司与勃林格殷格翰（BII）签订了《战略生产联盟协议》。2009 年下半年，公司开始向 BII 提供专利药达比加群酯（商品名：Pradaxa）的两种中间体，实现收入 3500 万左右。今年上半年，国际合作项目收入大幅提升。

目前，达比加群酯得到了欧盟 EMA 的批准，可在欧盟 27 国及加拿大上市销售。今年下半年，达比加群酯有望得到 FDA 批准，在全球最大医药市场的美国上市。随着 FDA 批准及更多适应症的获批，预计达比加群酯销售额将快速增长，对中间体的需求相应放量增长，公司国际合作项目收入或将再超市场预期。

图 3：达比加群酯的化学结构



资料来源：长江证券研究部

表 1: 达比加群酯的血栓疾病临床试验项目 REVOLUTION 情况

临床试验代号	人数	治疗时间	阳性对照	适应症	进展情况
REMODEL	2101	6-10 天	依诺肝素	膝关节置换术的 VTE 预防	完成
REMOBILIZE	2615	12-15 天	依诺肝素	膝关节置换术的 VTE 预防	完成
RENOVATE	3494	28-35 天	依诺肝素	髋关节置换术的 VTE 预防	完成
RENOVAT II	1920	28-35 天	依诺肝素	髋关节置换术的 VTE 预防	完成
RELY	900+	20-24 个月	华法林	AF (脑卒中)	完成
RE-COVER	约 2250	6 个月	华法林	急性 ATE	完成
REMEDY	约 2000	12 个月	华法林	VTE 的二级预防	进行
RESONATE	约 1800	6 个月	安慰剂	VTE 的二级预防	进行
REDEEM	2206	6 个月	抗血小板	急性冠脉综合征的二级预防	完成

资料来源: 长江证券研究部

第四, 预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.61 元、0.89 元, 维持公司的“推荐”评级。

我们预计公司 2010-2011 年 EPS 分别为 0.61 元、0.89 元, 公司正处于转型升级的初期, 业绩弹性大, 国际合作具有超预期的可能, 维持公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	893	1033	1240	1507	货币资金	123	103	124	151
营业成本	726	772	909	1106	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	167	261	331	401	应收账款	189	321	385	468
% 营业收入	18.7%	25.2%	26.7%	26.6%	存货	211	221	260	316
营业税金及附加	4	4	5	6	预付账款	12	12	14	18
% 营业收入	0.4%	0.4%	0.4%	0.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	13	15	19	23	流动资产合计	567	695	828	1007
% 营业收入	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	96	111	133	161	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	10.7%	10.7%	10.7%	10.7%	长期股权投资	4	4	4	4
财务费用	15	10	9	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.7%	1.0%	0.7%	0.4%	固定资产合计	373	340	307	276
资产减值损失	5	10	5	6	无形资产	48	46	43	41
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	4	1	1	1
营业利润	34	111	161	199	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	3.8%	10.7%	13.0%	13.2%	资产总计	996	1085	1184	1329
营业外收支	0	0	0	0	短期贷款	210	193	131	72
利润总额	34	111	161	199	应付款项	176	188	221	269
% 营业收入	3.8%	10.7%	13.0%	13.2%	预收账款	1	1	1	2
所得税费用	4	13	19	23	应付职工薪酬	10	11	13	15
净利润	30	98	142	176	应交税费	-8	2	3	3
归属于母公司所有者					其他流动负债	13	14	17	21
的净利润	30.3	97.6	142.3	175.8	流动负债合计	402	408	386	382
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	30	30	30	30
EPS (元/股)	0.19	0.61	0.89	1.10	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	2	2	2	2
经营活动现金流净额	98	33	124	133	负债合计	434	440	418	414
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	559	642	763	912
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	3	3	3	3
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	562	645	766	916
固定资产投资	-53	-10	-12	-15	负债及股东权益	996	1085	1184	1329
其他	0	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-53	-10	-12	-15		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.189	0.608	0.886	1.095
股权融资	0	0	0	0	BVPS	3.48	4.00	4.75	5.68
银行贷款增加 (减少)	-16	-18	-61	-59	PE	92.69	28.78	19.74	15.98
筹资成本	29	-25	-30	-32	PEG	1.16	0.36	0.25	0.20
其他	-38	0	0	0	PB	5.03	4.38	3.68	3.08
筹资活动现金流净额	-24	-43	-91	-91	EV/EBITDA	31.60	17.55	13.12	10.91
现金净流量	21	-20	21	27	ROE	5.4%	15.2%	18.7%	19.3%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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头寸并进行交易，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。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。