

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

股权顺利转移，迎来发展新局面

事件描述

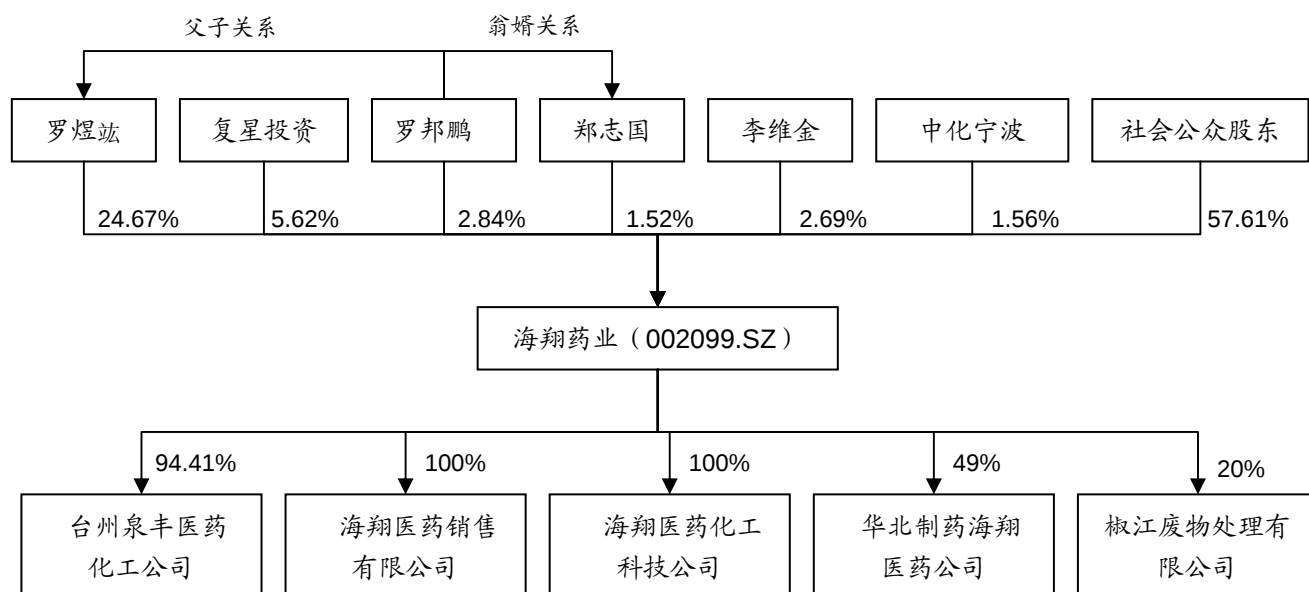
罗邦鹏先生于 2010 年 9 月 17 日与其子罗煜竑先生签署了《股权转让协议》，将其所持的 3,480 万股（占总股本的 21.68%）海翔药业股份转让给罗煜竑先生，以协议签署日收盘价的 50%作为转让价格，即每股转让价格为人民币 13.325 元，转让总价款为人民币 463,710,000 元。转让后罗煜竑先生将成为公司的第一大股东，持有公司 24.67%的股份。

事件评论

第一，实际控制权顺利转移，资本市场疑虑消除

长期以来，海翔困扰资本市场的问题在于控制权。父子之前股权安排不明朗，父亲多次减持，管理层意图不明，给公司形象带来一定的负面影响。在公司经营出现好转，逐渐被资本市场认可的情况下，实际控制权顺利转移，有助于消除资本市场疑虑，更有利于公司后续动作及长期发展。

图 1：股权转让后，公司股权结构图



资料来源：公司公告，长江证券研究部

第二，罗煜竑善于经营，公司将迎来发展新局面

原大股东罗邦鹏之子罗煜竑 2008 年逐渐接掌公司以来，重组管理层，调整产品结构，公司迎来了经营拐点。罗煜竑善于经营，谋划公司进军 4-AA 领域，直接促成了海翔与 BII 的合作，一系列经营决策证明其非凡的经营能力。罗煜竑先生现担任海翔董事长，成为海翔药业的实际控制人后，有利于稳定公司的股权结构，完善公司法人治理结构，保证公司持续稳定和健康发展，公司将迎来发展的新局面。

第三，罗邦鹏及女婿郑志国持有的少数股权，对公司的影响已经十分有限

此次转让后，原大股东罗邦鹏还持有 2.84% 的股权，合 455 万股；郑志国持有 1.52% 的股权，合 244.7 万股，但对公司的实际影响已经非常有限。

第四，控制权等压制估值的疑虑因素不复存在，继续维持公司的“推荐”评级

公司处在转型升级的初期，与 BII 的合作富有弹性，4-AA 系列等增长迅速，公司将呈多点爆发的态势；控制权等压制估值的疑虑因素不复存在，我们继续维持公司的“推荐”评级，上调一年目标价至 35 元。

风险提示

- 1、股东减持风险：**股权转让后，原大股东罗邦鹏还持有公司 2.84% 股权，合计约 455 万股；郑志国持有公司 1.52% 的股权，合计 244.7 万股；
- 2、国际合作进展低于预期的风险：**达比加群酯营销放量存在一定的不确定性，公司国际合作存在低于预期的风险。

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
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@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。