

公司研究

公司点评

跟踪评级_维持: 短期_推荐, 长期_A

10 年业绩大幅提升, 增发项目打通产业链

——海翔药业(002099)公司点评

核心观点

1. 费用增长较快致业绩低于预期。2010 年公司实现主营业务收入 10.40 亿元, 同比增长 20.77%, 实现净利润 8562.83 万元, 同比增长 182.59%, 摊薄每股收益 0.53 元, 低于我们的预期。业绩低于预期的主要原因是销售费用和管理费用增长较快。

2. 产品结构优化, 盈利能力提高。公司利润增速高于收入增速的原因是产品结构的优化, 综合毛利率同比提高 7.69 个百分点, 净利润率同比提高 4.59 个百分点。报告期内 4-AA, 合同定制以及降糖类药物等高毛利业务增速加快, 收入占比提高, 而低毛利率的贸易类产品则逐步被淘汰。

3. 美罗培南专利到期, 4-AA 出口放量。2010 年 6 月, 美罗培南专利到期直接带动了 4-AA 出口的快速放量。2010 年国内 4-AA 出口量达到 103 吨, 同比增长 102%。全年公司 4-AA 与侧链合计收入同比增长 79.43%。

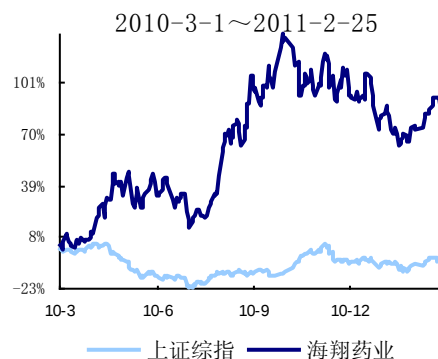
4. 达比加群在美日上市, 合同定制业务有望继续增长。2010 年合同定制业务实现收入 1.28 亿元, 同比增长 265.82%, 好于我们的预期。2010 年 10 月, 达比加群如期通过美国 FDA 评审并上市。2011 年 2 月日本厚生省批准达比加群用于心房颤动、缺血性中风和全身性栓塞发作的预防。随着上市国家增加, 我们预计 2011 年达比加群全球销量将突破 5 亿美元, 合同定制业务有望继续增长。

5. 降糖类增长较快, 配套上游提升竞争力。2010 年降糖类实现收入 1907 万元, 同比大幅增长 252.45%, 主要收入构成为伏格列波糖原料药。公司此次提出向生物发酵领域延伸并在江苏设立子公司, 一方面是增加新的原料药品种, 另一方面可能是为伏格列波糖配套上游原料, 降低生产成本。

6. 增发项目打通下游产业链。公司计划发行不超过 2500 万股, 募资 5.2 亿元用于建设三个项目。公司此次募投的项目大部分是原有产品向下游产业链的延伸。通过打通下游产业链, 公司的发展模式将由单一依靠原料药生产转变为制剂和原料药协同发展。

7. 盈利预测与投资评级。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.82 元、1.04 元和 1.25 元。按照昨日收盘价计算对应的市盈率为 31 倍、24 倍和 19 倍。公司当前估值合理, 继续给予公司“短期-推荐, 长期-A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	16050.00
流通A股(万股)	11621.88
52周内股价区间(元)	12.8-30.26
总市值(亿元)	40.37
总资产(亿元)	11.40
每股净资产(元)	3.96

目标价
6个月
12个月

相关报告

- 《国都证券-公司研究-公司点评-海翔药业(002099): 三季度收入增长加快, 股权分拆致费用增长》 2010-10-28
- 《国都证券-公司研究-公司点评-海翔药业(002099): 实施股权变更, 确立长期发展计划》 2010-09-21
- 《国都证券-公司研究-公司点评-海翔药业(002099): 产品结构成功转型, 盈利能力大幅提升》 2010-08-27

研究员: 徐昊

电话: 010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号: S0940510120004

联系人: 胡博新

电话: 010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

财务数据与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入(百万)	1074.59	1231.52	1422.57	1603.98
同比增速(%)	20.29%	2.35%	2.23%	8.29%
净利润(百万)	85.63	131.82	166.57	201.35
同比增速(%)	182.59%	53.94%	26.37%	20.88%
EPS(元)	0.53	0.82	1.04	1.25
P/E	32.80	29.27	23.16	19.16

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

1. 费用增长较快致业绩低于预期	4
2. 产品结构优化，盈利能力提升	4
3. 美罗培南专利到期，4-AA 出口放量	5
4. 达比加群在美日上市，合同定制业务有望继续增长	5
5. 降糖类增长较快，配套上游提升竞争力	6
6. 增发项目打通下游产业链	6
7. 盈利预测与投资评级	7

图表目录

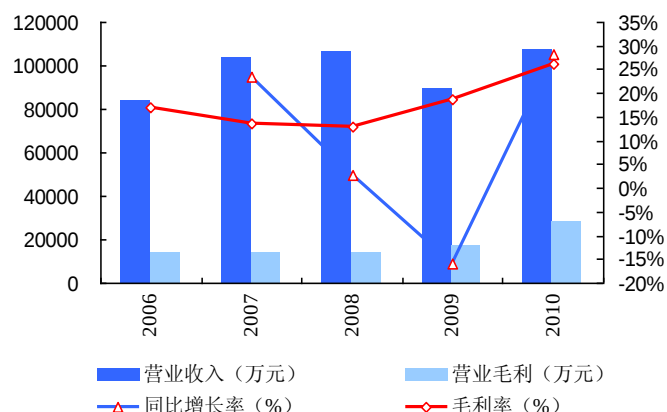
图 1: 2007 年-2010 年产品收入和毛利率变动	4
图 2: 管理费用率、销售费用率和财务费用率变动	4
图 3: 2007 年-2010 年综合毛利率和净利润率变化	4
图 4: 贸易类、4-AA、合同定制与降糖类收入变化	4
图 5: 2008 年-2010 年 4-AA 出口量	5
图 6: 4-AA 价格变化	5
图 7: 抗生素收入和毛利变化	5
图 8: 氟苯尼考价格变动 单位: 元/kg	5
图 9: 降糖类产品收入和毛利变动	6
 表 1: 非公开增发募投项目	 6
表 2: 公司分产品收入预测:	7
 附录: 财务预测表	 8

1. 费用增长较快致业绩低于预期

2010年公司实现主营业务收入10.40亿元,同比增长20.77%,实现净利润8562.83万元,同比增长182.59%,摊薄每股收益0.53元,低于我们的预期。分红方案为每10股派发现金红利2元。

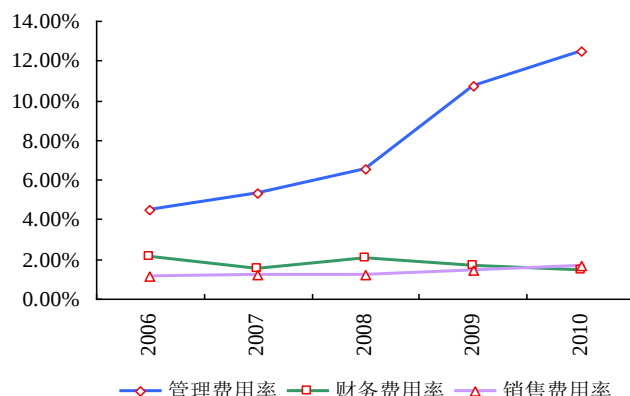
业绩低于预期的主要原因是销售费用和管理费用增长较快。其中管理费用因期权费用摊销和研发支出同比增加39.69%,销售费用因国外销售佣金增加同比增长40.36%。2010年期间费用率为15.64%,同比上升1.80个百分点。

图 1: 2007 年-2010 年产品收入和毛利率变动



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 2: 管理费用率、销售费用率和财务费用率变动

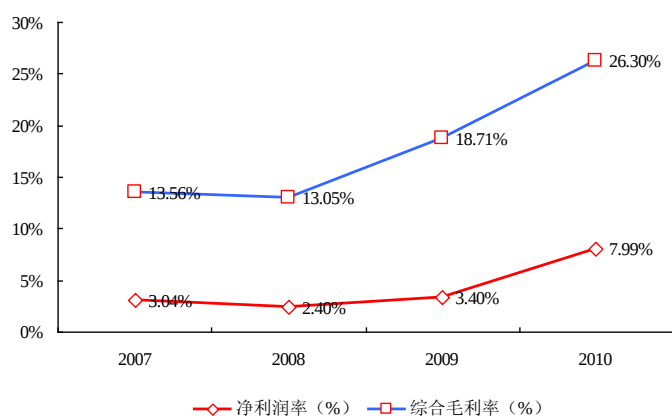


资料来源: 公司公告、国都证券研究所

2. 产品结构优化, 盈利能力提升

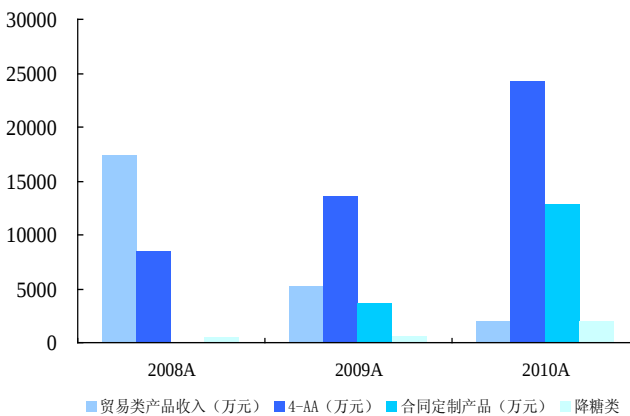
公司利润增速高于收入增速的原因是产品结构的优化, 综合毛利率同比提高 7.69 个百分点, 净利率同比提高 4.59 个百分点。报告期内 4-AA, 合同定制以及降糖类等高毛利业务增速加快, 收入占比提高, 而低毛利率的贸易类产品则逐步被淘汰。

图 3: 2007 年-2010 年综合毛利率和净利率变化



资料来源: 公司公告、国都证券研究所

图 4: 贸易类、4-AA、合同定制与降糖类收入变化

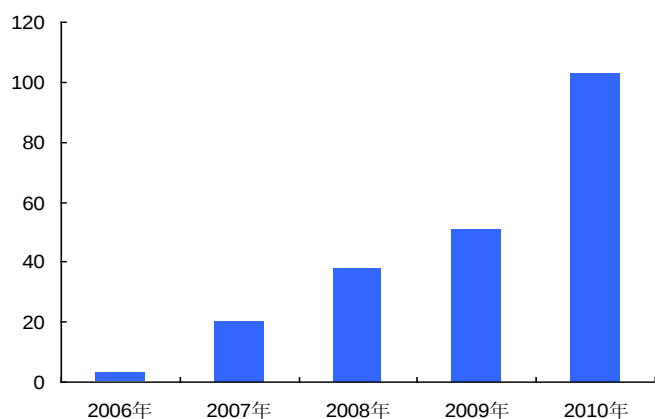


资料来源: 公司公告、国都证券研究所

3. 美罗培南专利到期，4-AA 出口放量

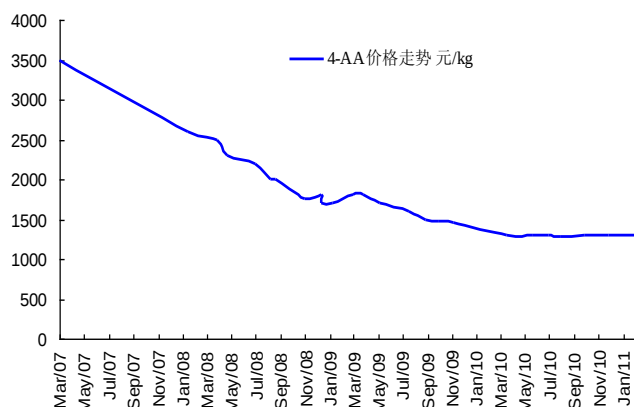
2010 年 6 月，美罗培南专利到期直接带动了 4-AA 出口的快速放量。2010 年国内 4-AA 出口量达到 103 吨，同比增长 102%。公司 4-AA 销量预计超过 140 吨，占国内出口大部分。价格方面，公司 4-AA 出口均价较 09 年略有下降，但下半年 4-AA 价格已经趋缓，目前外部报价仍稳定在 1300 元/kg。

图 5：2008 年-2010 年 4-AA 出口量



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

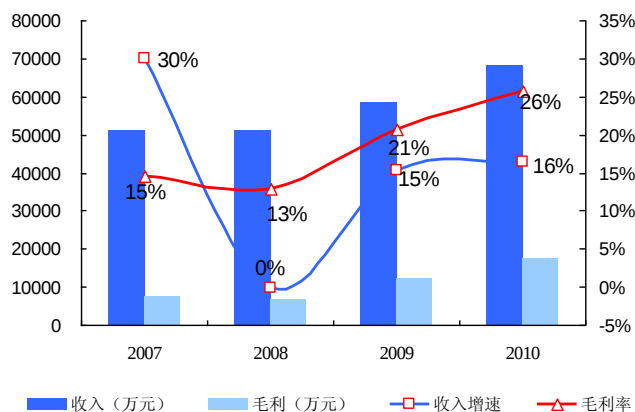
图 6：4-AA 价格变化



资料来源：SFDA 南方所、国都证券研究所

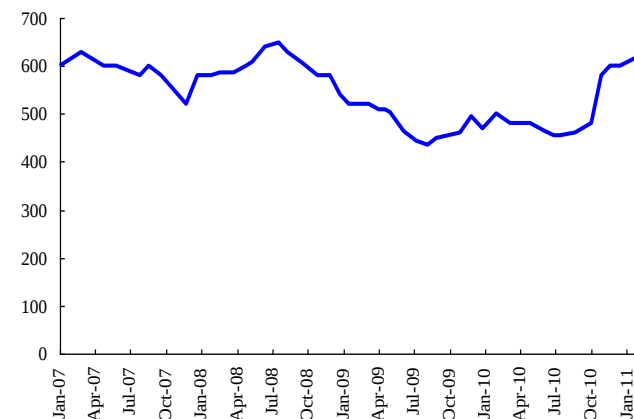
全年公司 4-AA 与侧链合计收入同比增长 79.43%。氟苯尼考与克林霉素销量增长平稳。年末氟苯尼考因上游原料全氟丙烯出现供应问题，价格大幅度上升。克林霉素价格则总体平稳，但上游林可霉素继续提价，克林霉素将面临一定的成本压力。

图 7：抗生素收入和毛利变化



资料来源：公司公告、国都证券研究所

图 8：氟苯尼考价格变动 单位：元/kg



资料来源：博亚和讯、国都证券研究所

4. 达比加群在美日上市，合同定制业务有望继续增长

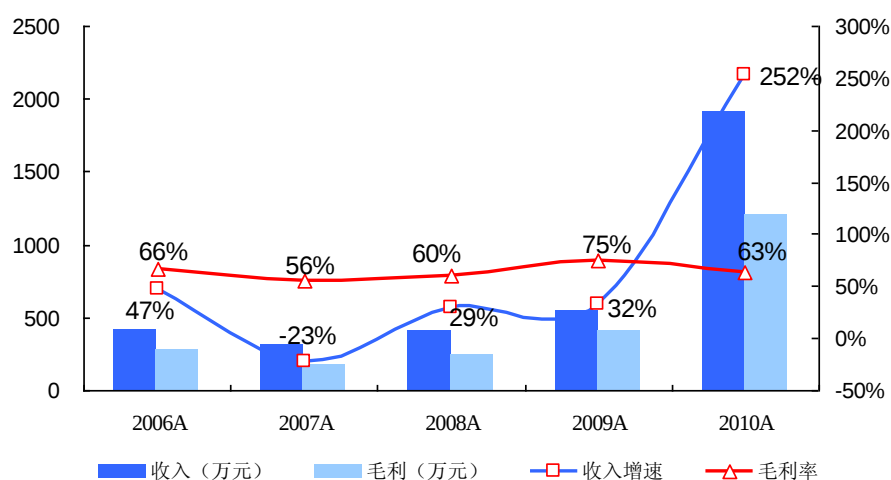
2010 年合同定制业务实现收入 1.28 亿元，同比增长 265.82%，超过我们的预期。2010 年 10 月，达比加群如期通过美国 FDA 评审并上市。基于 RE-LY 临床结果，2011 年 1 月，美国心脏病学会基金会（ACCF）与美国心脏学会（AHA）将达比加群列入《房颤患者管理指南》推荐用药。2 月，日本厚生省批准达比加群用于心房颤动、缺血性中

风和全身性栓塞发作的预防。随着上市国家的增加，我们预计 2011 年达比加群全球销售额将超过 5 亿美元，合同定制业务有望继续增长。

5. 降糖类增长较快，配套上游提升竞争力

2010 年降糖类实现收入 1907 万元，同比大幅增长 252.45%，主要收入构成为伏格列波糖原料药。伏格列波糖与阿卡波糖同属 α -葡萄糖苷酶，主要用于糖尿病患者饭后控制血糖。目前伏格列波糖的合成路径分为化学全合成与生物发酵—化学半合成，其中后一条路径成本较低。公司此次提出向生物发酵领域延伸并在江苏设立子公司。一方面是为了增加新的原料药品种，另一方面可能是为伏格列波糖配套上游原料，降低生产成本。

图 9：降糖类产品收入和毛利变动



资料来源：公司公告、国都证券研究所

6. 增发项目打通下游产业链

公司计划发行不超过 2500 万股，募资 5.2 亿元用于建设三个项目：1) 400 吨 4-AA 技改项目；2) 4 吨培南类无菌原料药和 500 万支无菌粉针剂项目；3) 10 亿片（粒）口服固体制剂项目。

表 1：非公开增发募投项目

项目名称	产品明细	投资额 (万元)	达产后收入及利润 (万元)	建设时间
年产 400 吨碳青霉烯类抗生素关键中间体 4-AA 技改项目		13965	销售收入 44,000 万元/年，税后年利润 4,652.74 万元	2 年
年产 10 亿片（粒）口服固体制剂项目	磷酸西他列汀片 5 亿片、盐酸克林霉素胶囊 5 亿粒的生产能力	16891	销售收入 35,000 万元/年，税后年利润 6,255.59 万元	3 年
年产 4 吨培南类无菌原料药和 500 万支无菌粉针剂项目	比阿培南无菌原料药年产 1.27 吨，无菌粉针剂 90 万支；美罗培南无菌原料药 5.05 吨，无菌粉针剂年产 410 万支	19182	销售收入 40,500 万元/年，税后年利润 7,409.75 万元	3 年
合计		50038	销售收入 11.95 亿元/年，税后年利润 1.83 亿元	

资料来源：公司公告、国都证券研究所

公司此次募投的项目大部分是原有产品向下游产业链的延伸，例如培南类原料药及制剂是 4-AA 中间体的下游产品，盐酸克林霉素胶囊是克林霉素的下游制剂。通过打通下游产业链，公司的发展模式将由单一依靠原料药生产转变为制剂和原料药协同发展。

公司对项目的选择也是具有前瞻性的，此次募投的 10 亿粒（片）制剂的项目面向出口市场，迎合全球制剂生产转移的趋势。项目选择的品种磷酸西他列汀片是新一代降糖类药物，2009 全球销售额将近 25 亿美元，市场前景非常广阔。

7. 盈利预测与投资评级

我们上调了抗生素产品的毛利率，同时对 2011-2013 年的期间费用率进行调整。调整后公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.82 元、1.04 元和 1.25 元。按照昨日收盘价计算对应的市盈率为 31 倍、24 倍和 19 倍。公司当前估值合理，继续给予公司“短期-推荐，长期-A”的投资评级。

表 2：公司分产品收入预测：

单位万元	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
抗生素类	508	586	682	829	944	1073
增长率	-0.15%	15.31%	16.37%	21.56%	13.94%	13.67%
毛利率	12.88%	20.71%	25.69%	26.00%	25.50%	25.40%
API 合同定制		35	128	160	224	269
增长率			265.71%	25.00%	40.00%	20.00%
毛利率			50.00%	50.00%	50.00%	50.00%
精细化学品类	347	169	160	160	160	160
增长率	-8.69%	-51.39%	-5.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	15.03%	11.14%	12.10%	13.00%	13.00%	13.00%
抗病毒类	117	56	46	43	41	39
增长率	56.67%	-51.73%	-19.23%	-5.00%	-5.00%	-5.00%
毛利率	11.19%	5.75%	15.48%	6.00%	6.00%	6.00%
心血管类	7	1	0	0	0	0
增长率	-36.94%	-89.28%	-92.06%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	7.28%	27.23%	15.15%	27.00%	27.00%	27.00%
降糖类	4	5	19	34	48	58
增长率	28.62%	32.28%	252.45%	80.00%	40.00%	20.00%
毛利率	60.15%	75.35%	63.08%	80.00%	80.00%	80.00%
驱虫类	10	9	5	5	5	5
增长率	51.91%	-15.73%	-39.29%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	20.27%	24.69%	33.93%	25.00%	25.00%	25.00%
其他	8	0	0	0	0	0
增长率	222.45%	-80.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	31.27%	10.15%	74.62%	10.00%	10.00%	10.00%
总和	1000	861	1040	1232	1423	1604
增长率	1.47%	-13.96%	20.77%	18.46%	15.51%	12.75%
毛利率	13.80%	19.43%	26.87%	28.23%	29.23%	29.77%

资料来源：公司公告、国都证券研究所

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	652.70	728.61	945.00	1008.15	营业收入	1074.59	1231.52	1422.57	1603.98
现金	129.10	203.18	236.46	354.26	营业成本	791.94	883.90	1006.79	1126.41
应收账款	159.83	250.28	242.81	292.95	营业税金及附加	4.80	5.54	6.40	7.22
其它应收款	25.46	0.00	16.39	6.20	营业费用	18.35	19.70	22.76	25.66
预付账款	53.82	0.00	45.46	16.10	管理费用	133.83	141.62	159.33	176.44
存货	260.16	244.71	363.75	300.80	财务费用	15.92	18.37	21.11	19.48
其他	24.33	30.44	40.12	37.84	资产减值损失	9.41	6.79	9.65	11.26
非流动资产	487.62	503.36	529.58	541.70	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	3.22	2.84	2.43	1.97	投资净收益	-0.50	-0.35	-0.37	-0.41
固定资产	388.67	405.48	427.20	435.08	营业利润	99.83	155.23	196.16	237.12
无形资产	46.97	53.23	61.02	67.82	营业外收入	7.37	4.93	5.69	6.42
其他	48.77	41.82	38.93	36.83	营业外支出	6.87	4.93	5.69	6.42
资产总计	1140.32	1231.97	1474.58	1549.85	利润总额	100.33	155.23	196.16	237.12
流动负债	422.85	428.65	544.71	467.15	所得税	14.46	23.29	29.42	35.57
短期借款	147.02	204.38	187.24	179.55	净利润	85.87	131.95	166.74	201.55
应付账款	127.36	81.07	170.19	113.55	少数股东损益	0.24	0.13	0.17	0.20
其他	148.46	143.21	187.28	174.06	归属母公司净利润	85.63	131.82	166.57	201.35
非流动负债	79.43	65.43	51.60	36.20	EBITDA	159.73	216.61	265.21	310.54
长期借款	78.10	63.58	49.87	34.57	EPS (元)	0.53	0.82	1.04	1.25
其他	1.33	1.84	1.73	1.63	主要财务比率				
负债合计	502.28	494.08	596.32	503.36		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	3.15	3.28	3.45	3.65	成长能力				
股本					营业收入	20.29%	2.35%	2.23%	8.29%
资本公积金					营业利润	193.32%	55.50%	26.37%	20.88%
留存收益					归属母公司净利润	182.59%	53.94%	26.37%	20.88%
归属母公司股东权益	634.89	734.60	874.81	1042.84	获利能力				
负债和股东权益	1140.32	1231.97	1474.58	1549.85	毛利率	26.30%	28.23%	29.23%	29.77%
现金流量表					净利率	7.99%	10.71%	11.72%	12.57%
单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	13.46%	17.88%	18.98%	19.26%
经营活动现金流	143.50	143.99	197.39	274.06	ROIC	10.86%	13.79%	15.43%	16.14%
净利润	85.87	131.95	166.74	201.55	偿债能力				
折旧摊销	49.20	51.04	60.03	68.39	资产负债率	44.05%	40.11%	40.44%	32.48%
财务费用	15.92	18.37	21.11	19.48	净负债比率	46.81%	57.45%	42.52%	45.86%
投资损失	0.50	0.35	0.37	0.41	流动比率	1.54	1.70	1.73	2.16
营运资金变动	-6.10	-59.28	-50.45	-15.51	速动比率	0.93	1.13	1.07	1.51
其它	-1.89	1.56	-0.41	-0.25	营运能力				
投资活动现金流	-106.41	-68.68	-86.22	-80.67	总资产周转率	1.01	1.04	1.05	1.06
资本支出	58.30	17.16	26.34	12.42	应收帐款周转率	6.19	6.01	5.77	5.99
长期投资	0.92	0.38	0.41	0.46	应付帐款周转率	7.32	8.48	8.01	7.94
其他	-47.19	-51.14	-59.48	-67.79	每股指标(元)				
筹资活动现金流	-31.41	-1.23	-77.89	-75.60	每股收益	0.53	0.82	1.04	1.25
短期借款	-63.29	57.36	-17.14	-7.69	每股经营现金	0.89	0.90	1.23	1.71
长期借款	48.10	-14.52	-13.71	-15.31	每股净资产	3.98	4.60	5.47	6.52
普通股增加					估值比率				
资本公积增加					P/E	32.80	29.27	23.16	19.16
其他	-16.22	-44.07	-47.03	-52.60	P/B	4.42	5.25	4.41	3.70
现金净增加额	5.68	74.08	33.28	117.80	EV/EBITDA	18.28	18.21	14.63	12.04

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来 6 个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来 6 个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来 6 个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 15%以上
	推荐	预计未来 6 个月内, 股价涨幅在 5-15%之间
	中性	预计未来 6 个月内, 股价变动幅度介于 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计未来 6 个月内, 股价跌幅在 5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuweihong@guodu.com
李元	机械设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融、传媒	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件、钢铁	liufen@guodu.com	王京乐	家用电器、餐饮旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业、环保	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	工程机械、普通机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	化工	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装、轻工制造	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			