

证券研究报告

化学原料药



分析师 王晞  
021-38565926  
wangx@xyzq.com.cn  
SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

海翔药业 (002099)

联系人: 项军  
021-38565838  
xiangjun@xyzq.com.cn

## 高增长有望延续

2011年3月9日

## 投资要点

- 2011年3月8日,我们参加了海翔药业的投资者见面会,与管理层就公司经营状况和发展战略作了交流。公司的业绩在经历2010年的大幅增长之后,有望延续良好的增长态势,培南中间体4-AA和与BI合作的项目将成为业绩增长的关键所在。公司目前计划定向增发,底价20.9元,现有股价有一定的安全边际,而且属于不受药品降价影响的品种,短期内可能会受到市场追捧,维持“推荐”,建议关注。

## 调研纪要:

- **4-AA及培南系列依然是盈利的重点。**2010年公司4-AA的产能在200吨左右,已销售130吨(4-AA目前价格1300元/公斤),同比增长70%以上,毛利率高于公司平均水平;鉴于4-AA市场的旺盛需求,公司计划今年年底将4-AA的产能扩充到400吨(目前300吨左右)。由于公司在4-AA领域已处于绝对领先的地位(占据国内90%以上的出口份额),下面有可能会考虑提价,如果公司今年4-AA的销量翻番,价格也有所提升,公司的业绩有可能会超出市场预期。除了4-AA,公司还有Keto(亚胺培南中间体)和MAP(美罗培南双环母核)等培南类系列中间体产品,增长迅速,而且毛利率较高。
- **与BI合作的项目。**公司为BI公司定制达比加群酯的中间体,去年预计销售100吨以上,贡献销售收入1.3亿元,毛利率高于培南系列。应BI公司的要求,该产品的产能已扩充到400吨。鉴于BI公司的达比加群酯去年已通过美国FDA的认证,正式进入美国市场,今年该中间体的订单有望继续快速增长,具体的量将取决于BI公司的需求。除了BI,公司也在和其他跨国原研药厂家洽谈,如辉瑞、GSK等,顺利的话有望获得新的合作订单。
- **其他产品。**培南类产品和与BI合作的项目由于高速增长和较高的毛利率,去年是贡献利润的主力,公司还拥有诸多其他的产品,如克林霉素系列、降糖类系列和氟苯尼考等。克林霉素系列包括盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯等,今年还新增了克林霉素棕榈酸酯原料药(欧洲首仿上市),有望继续快速增长,整体毛利率与公司平均持平;降糖类产品主要是伏格列波糖原料药,2010年销售收入1,900万元,在小基数上大幅增长,今年还将继续快速增长。
- **向制剂转型。**公司非公开增发的募集资金项目中,有向制剂下游延伸的项目,公司已经开始从过去以中间体和原料药为主的企业,积极开展产业升级,向原料药与制剂一体化的企业转型。公司向制剂转型的思路较为独特,通过与国外公司的合作进行市场开拓,缩短制剂品种的审批周期,一部分直接出口国际市场,一部分以进口药的形式内销。公司在国内的制剂销售暂不打算建立自己的营销队伍,而是将采取

代理合作的模式，争取在较短时间内打开局面。制剂具体的品种有三个：克林霉素、磷酸西他列汀和培南制剂。我们认为，公司向制剂转型的模式不失为一种有益的尝试，但短期内较难贡献实质性利润，仍然以探索和构建制剂队伍为主，而且销量也不大（固体制剂车间 10 亿片左右）。1-2 年之后，公司的制剂项目有望对盈利产生影响，影响的大小将视具体情况而定。

- **短期增长无虞，长期看转型。**我们认为，作为一家特色原料药企业，海翔毫无疑问正处于良好的上升期，4-AA、BI 合作项目以及克林霉素系列产品继续快速增长的确定性较强，而且通过产品结构调整，综合毛利率有望继续提升；公司实际控制人和管理层参与增发，也显示了对公司未来增长的信心。不过，特色原料药企业的特点就是盈利的波动性较大，而且业绩的可预测性较低（4-AA 的销量、价格和 BI 合作的订单，都较难预测），公司的长期成长空间还看向制剂的转型是否成功。海翔作为特色原料药新近崛起的新秀，有点类似前几年的海正和华海，也在积极探索产业升级的道路，虽然转型成功还需要一些时间，但对公司的估值水平有一定的提升。
- **盈利预测。**我们小幅上调盈利预测，预估 2011-2013 年 EPS 为：0.79、1.08 和 1.34 元，如果 4-AA 和 BI 的合作项目进展良好，2011 年公司的业绩还有望超预期。公司正处于良好的上升期，增发价格有一定的安全边际，而且不受药品降价的压制，短期内可能会受到市场的追捧，我们维持“推荐”，建议积极关注。
- **股价表现催化剂：**4-AA 价格上升，销量超预期；签订新的国际合作协议。
- **风险因素。**业绩可预测性较低。

## 附表

### 资产负债表

| 单位: 百万元        | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>流动资产</b>    | 653  | 766   | 907   | 1152  |
| 货币资金           | 129  | 158   | 193   | 339   |
| 交易性金融资产        | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 应收账款           | 160  | 189   | 225   | 258   |
| 其他应收款          | 25   | 30    | 36    | 41    |
| 存货             | 260  | 298   | 347   | 393   |
| <b>非流动资产</b>   | 488  | 563   | 592   | 608   |
| 可供出售金融资产       | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 长期股权投资         | 3    | 4     | 3     | 4     |
| 投资性房地产         | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 固定资产           | 389  | 448   | 488   | 506   |
| 在建工程           | 38   | 37    | 33    | 27    |
| 油气资产           | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 无形资产           | 47   | 45    | 43    | 40    |
| <b>资产总计</b>    | 1140 | 1329  | 1500  | 1760  |
| <b>流动负债</b>    | 423  | 517   | 515   | 560   |
| 短期借款           | 147  | 167   | 147   | 147   |
| 应付票据           | 98   | 112   | 131   | 147   |
| 应付账款           | 127  | 146   | 170   | 192   |
| 其他             | 51   | 91    | 67    | 73    |
| <b>非流动负债</b>   | 79   | 79    | 79    | 79    |
| 长期借款           | 78   | 78    | 78    | 78    |
| 其他             | 1    | 1     | 1     | 1     |
| <b>负债合计</b>    | 502  | 596   | 594   | 639   |
| 股本             | 161  | 161   | 161   | 161   |
| 资本公积           | 234  | 234   | 234   | 234   |
| 未分配利润          | 208  | 290   | 446   | 639   |
| 少数股东权益         | 3    | 4     | 4     | 5     |
| <b>股东权益合计</b>  | 638  | 732   | 906   | 1121  |
| <b>负债及权益合计</b> | 1140 | 1329  | 1500  | 1760  |

### 现金流量表

| 单位: 百万元           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-------------------|------|-------|-------|-------|
| 净利润               | 86   | 126   | 173   | 214   |
| 折旧和摊销             | 49   | 48    | 55    | 60    |
| 资产减值准备            | -10  | 1     | 2     | 2     |
| 无形资产摊销            | 1    | 1     | 1     | 1     |
| 公允价值变动损失          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 财务费用              | 16   | 13    | 13    | 12    |
| 投资损失              | 1    | 0     | 0     | 0     |
| 少数股东损益            | 0    | 0     | 0     | 1     |
| 营运资金的变动           | -3   | 12    | 90    | 54    |
| <b>经营活动产生现金流量</b> | 143  | 163   | 162   | 233   |
| <b>投资活动产生现金流量</b> | -58  | -109  | -94   | -74   |
| <b>融资活动产生现金流量</b> | -31  | -25   | -33   | -12   |
| 现金净变动             | 54   | 29    | 35    | 147   |
| 现金的期初余额           | 123  | 129   | 158   | 193   |
| 现金的期末余额           | 177  | 158   | 193   | 339   |

### 利润表

| 单位: 百万元         | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E |
|-----------------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>     | 1075 | 1272  | 1515  | 1736  |
| 营业成本            | 792  | 908   | 1058  | 1195  |
| 营业税金及附加         | 5    | 6     | 7     | 8     |
| 销售费用            | 18   | 22    | 26    | 30    |
| 管理费用            | 134  | 165   | 197   | 226   |
| 财务费用            | 16   | 13    | 13    | 12    |
| 资产减值损失          | 9    | 11    | 13    | 15    |
| 公允价值变动          | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益            | -1   | 0     | 0     | 0     |
| <b>营业利润</b>     | 100  | 147   | 202   | 251   |
| 营业外收入           | 7    | 8     | 8     | 8     |
| 营业外支出           | 7    | 8     | 8     | 8     |
| <b>利润总额</b>     | 100  | 148   | 203   | 251   |
| 所得税             | 14   | 21    | 29    | 36    |
| 净利润             | 86   | 126   | 173   | 215   |
| 少数股东损益          | 0    | 0     | 0     | 1     |
| <b>归属母公司净利润</b> | 86   | 126   | 173   | 214   |
| <b>EPS (元)</b>  | 0.53 | 0.79  | 1.08  | 1.34  |

### 主要财务比率

|                | 2010   | 2011E | 2012E | 2013E |
|----------------|--------|-------|-------|-------|
| <b>成长性(%)</b>  |        |       |       |       |
| 营业收入增长率        | 20.3%  | 18.4% | 19.1% | 14.5% |
| 营业利润增长率        | 193.3% | 47.7% | 37.2% | 24.0% |
| 净利润增长率         | 182.6% | 47.3% | 37.1% | 23.9% |
| <b>盈利能力(%)</b> |        |       |       |       |
| 毛利率            | 26.3%  | 28.6% | 30.2% | 31.1% |
| 净利率            | 8.0%   | 9.9%  | 11.4% | 12.4% |
| ROE            | 13.5%  | 17.3% | 19.2% | 19.2% |
| <b>偿债能力(%)</b> |        |       |       |       |
| 资产负债率          | 44.0%  | 44.9% | 39.6% | 36.3% |
| 流动比率           | 1.54   | 1.48  | 1.76  | 2.06  |
| 速动比率           | 0.91   | 0.88  | 1.06  | 1.33  |
| <b>营运能力(次)</b> |        |       |       |       |
| 资产周转率          | 1.01   | 1.03  | 1.07  | 1.06  |
| 应收帐款周转率        | 5.99   | 7.29  | 7.31  | 7.18  |
| <b>每股资料(元)</b> |        |       |       |       |
| 每股收益           | 0.53   | 0.79  | 1.08  | 1.34  |
| 每股经营现金         | 1.13   | 1.01  | 1.01  | 1.45  |
| 每股净资产          | 3.96   | 4.54  | 5.62  | 6.95  |
| <b>估值比率(倍)</b> |        |       |       |       |
| PE             | 45.73  | 31.05 | 22.64 | 18.27 |
| PB             | 6.17   | 5.37  | 4.34  | 3.51  |

## 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准, 投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场  
中 性: 相对表现与市场持平  
回 避: 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上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%  
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间  
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间  
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

## 机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

## 信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 [www.xyzq.com.cn](http://www.xyzq.com.cn) 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

## 重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我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。我们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，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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。