

分析师： 乔洋 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490510120007

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

高增长持续，期权费用和所得税影响净利润体现

事件描述

海翔药业 7 月 21 日发布半年度业绩快报：2011 年 1 月至 6 月，营业总收入 6.56 亿元，同比增长 27.16%；利润总额 7145 万元，同比增长 31.27%；归属于上市公司股东的净利润 5640.6 万元，同比增长 20.61%；基本每股收益 0.35 元。

事件评论

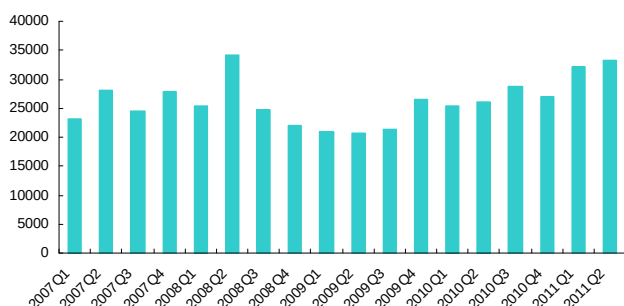
第一， 培南类产品快速增长是高增长持续的主要原因

上半年，营业总收入 6.56 亿元，同比增长 27.16%；利润总额 7145 万元，同比增长 31.27%；归属于上市公司股东的净利润 5640.6 万元，同比增长 20.61%。从增长质量上看，培南类产品迅速放量，克服了海外订单去库存效应的不利影响，业绩增长符合我们的预期。

公司的 4-AA 中间体已经具有 300 吨以上规模，年底估计将达到 400 吨产能。预计明年将形成 700-800 吨左右产能，最终实现在 4-AA 中间体领域绝对优势。在 4-AA 收率方面，仍有一定的提升空间。4-AA 将由成本控制、产品提价导致毛利率稳步攀升。我们估计上半年 4-AA 中间体实现了翻番增长，其他培南类产品也维持了 50% 以上的增速。

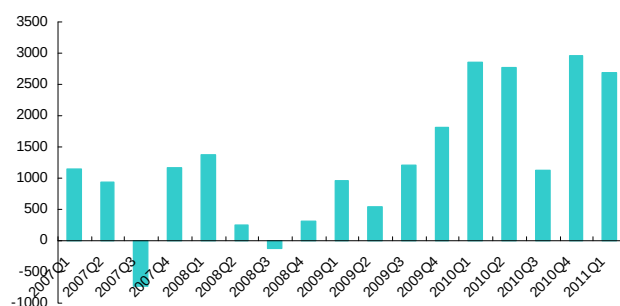
目前，全球培南类产品快速增长主要是由抗生素使用较为审慎的欧美医药市场驱动，临床疗效是培南类药物能够迅速膨胀的根本。公司的产品主要是用于出口，国内销售比例很低，不会受到国内抗菌素管控政策及药品降价的影响。

图 1：2007-2010 年公司分季度主营收入（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部，注：2011Q2 采用业绩快报测算值

图 2：2007-2010 年公司分季度净利润（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部，注：2011Q2 采用业绩快报测算值

第二， 期权费用和所得税影响净利润体现

公司于 2010 年 7 月开始实施股权激励，并于 2011 年 7 月 16 日开始第一期行权。经我们测算，上半年摊销期权费用 750 万左右，另外，由于高新技术企业换证的影响，川南分公司按 25%核算所得税的影响利润约 500 万。以上两点，导致净利润体现不足，我们粗略测算，影响 EPS 约 0.08 元。

下半年，我们预计川南分公司将重新享受高新技术企业税收优惠，按 15%核算所得税，并将追溯调整，冲回上半年净利润；股权激励涉及的期权费用将明显减少；达比加群酯订单有望恢复。以上因素叠加，我们认为下半年业绩将明显好于上半年。

第三， 继续维持“推荐”评级

公司是呈现快速增长态势的特色原料药企业，未来几年都可以看好。在原料药产业转移的大背景下，公司体量还比较小，有很大的提升空间，并将逐步从原料药到制剂实现转型升级。考虑到下半年期间费用降低、培南类产品提价效用逐步显现、海外订单有恢复的可能，我们仍然维持 2011-2012 年 EPS 0.89 元、1.22 元的盈利预测。相对于增发低价 21.58 元，公司股价有比较高的安全边际。继续维持“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)				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	1075	1299	1581	1934	货币资金	129	103	124	151
营业成本	792	939	1132	1370	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	283	360	449	563	应收账款	185	403	491	600
% 营业收入	26.3%	27.7%	28.4%	29.1%	存货	260	268	324	392
营业税金及附加	5	6	7	9	预付账款	54	15	18	22
% 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	18	19	28	33	流动资产合计	653	837	1014	1234
% 营业收入	1.7%	1.5%	1.8%	1.7%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	134	132	177	207	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	10.2%	11.2%	10.7%	长期股权投资	3	3	3	3
财务费用	16	10	9	6	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	1.5%	0.8%	0.5%	0.3%	固定资产合计	401	369	338	309
资产减值损失	9	29	6	8	无形资产	47	45	42	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	-1	0	0	0	递延所得税资产	6	3	1	1
营业利润	100	163	222	301	其他非流动资产	31	31	31	31
% 营业收入	9.3%	12.5%	14.1%	15.6%	资产总计	1140	1288	1429	1618
营业外收支	1	0	0	0	短期贷款	157	193	131	72
利润总额	100	163	222	301	应付款项	225	228	275	333
% 营业收入	9.3%	12.5%	14.1%	15.6%	预收账款	8	1	2	2
所得税费用	14	19	26	35	应付职工薪酬	17	13	16	19
净利润	86	144	196	266	应交税费	2	3	4	5
归属于母公司所有者的净利润	85.6	143.5	196.2	266.0	其他流动负债	13	17	21	26
少数股东损益	0	0	0	0	流动负债合计	423	455	448	456
EPS (元/股)	0.53	0.89	1.22	1.66	长期借款	78	78	78	78
现金流量表 (百万元)					应付债券	0	0	0	0
	2010A	2011E	2012E	2013E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	181	-10	155	196	其他非流动负债	1	1	1	1
取得投资收益	0	0	0	0	负债合计	502	535	528	536
收回现金					归属于母公司	635	757	924	1150
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益				
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	3	3	4	4
固定资产投资	-146	-13	-16	-19	股东权益	638	760	927	1154
其他	0	0	0	0	负债及股东权益	1140	1295	1455	1689
投资活动现金流净额	-145	-13	-16	-19	基本指标				
债券融资	0	0	0	0		2010A	2011E	2012E	2013E
股权融资	0	0	0	0	EPS	0.534	0.894	1.222	1.657
银行贷款增加 (减少)	-5	-18	-61	-59	BVPS	3.96	4.72	5.75	7.16
筹资成本	27	-32	-38	-46	PE	47.14	28.13	20.58	15.17
其他	-53	0	0	0	PEG	1.03	0.61	0.45	0.33
筹资活动现金流净额	-32	-50	-99	-105	PB	6.36	5.33	4.37	3.51
现金净流量	4	-73	40	72	EV/EBITDA	25.11	19.14	14.72	11.28
					ROE	13.5%	19.0%	21.2%	23.1%

分析师介绍

乔洋，长江证券研究部分析师；
刘舒畅，上海交通大学生物化学硕士/应用化学学士，从事医药生物行业研究。

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
鞠 雷	华南区总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理	(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

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

长江证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：Z24935000。

本报告的作者是基于独立、客观、公正和审慎的原则制作本研究报告。本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，也不保证所包含信息和建议不发生任何变更。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，不包含作者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范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告版权仅仅为本公司所有，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。如引用须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。刊载或者转发本证券研究报告或者摘要的，应当注明本报告的发布人和发布日期，提示使用证券研究报告的风险。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。