

化学原料药

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 25.00 元

当前股价: 17.05 元

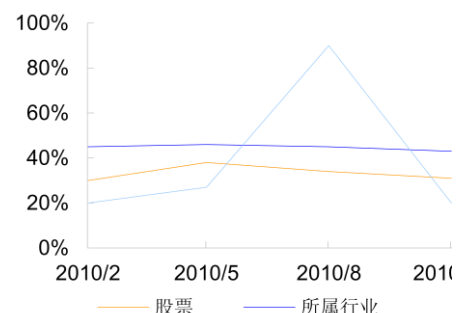
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2268.08
总股本(百万)	161
流通股本(百万)	126
流通市值(亿)	21
EPS	0.53
每股净资产(元)	3.96
资产负债率	44.05%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
海翔药业	-2.68	-9.68	-18.75
医药生物	-4.86	-18.20	-28.35
沪深 300 指数	5.05	-9.03	-17.09



相关报告

海翔药业 - 客户需求导向的转型之路
2011-11-15

海翔药业

002099

推荐

非公开增发获核准, 企业转型有望迎来高增长

海翔公告: 非公开增发获证监会核准, 增发不超过 2350 万股, 6 个月之内有效。

投资要点:

海翔目前正在经历转型——由单一的中间体、原料药生产商转变为客户导向的中间体到制剂的一体化定制生产商, 增发有利于转型之路。

- 大逻辑来看, 以客户需求为导向, 轻资产运行, 开展合同定制业务是海翔不同于海正和华海的独特之处;
- 具体业绩来看, 合同定制、培南系列、发酵项目是主要看点, 有望在 2012 年底至 13 年高增长。

1、合同定制: 达比加群中间体订单 12 年将恢复。市场此前担心达比加群的出血性风险, 但是据我们研究, 达比加群最常见的不良反应是出血、胃肠道出血和胃肠道反应(消化不良、呕吐等)。相比于华法林, 达比加群酯引发硬膜下出血概率降低。FDA 最新提示仍然肯定达比加群的效果, 并认为在未征求医生意见的情况下, 不建议患者停止用药。新药上市后的安全性检测与再评估是正常程序, 根据目前的研究进展, 达比加群的快速增长是大概率事件。且海翔不仅仅有达比加群, 随着与国外厂商的合作进一步加深, 有望拿到更多类似订单。

2、培南系列: 4-AA 及培南类原料药、制剂与国外厂商合作出口规范市场有望成为公司的下一个增长亮点。

3、发酵项目: 与印度企业相比, 中国企业在发酵的气候、工艺及菌种选择上具有较大的优势海翔生物医药在 2012 年底至 2013 年间有望给公司业绩带来弹性。

- 现有业务提供每年 30% 业绩增长保证, 新品种提供弹性空间, 以客户需求为导向的思路契合目前发展阶段。11-13 年 EPS 分别为 0.71、0.98、1.64 元, 摊薄后 EPS 0.61、0.84、1.42 元。给予 12 年 25 倍 PE, 短期目标价 21 元; 业绩高增长预计在 13 年, 若给予 13 年 17 倍 PE, 12 个月目标价 25 元。详情请参考我们的深度报告《客户需求导向的转型之路》。

- 风险提示: 达比加群出血性风险; 4-AA 价格下滑; 定制生产的概率、时间难以预测

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1075	1327	1683	2272
收入同比(%)	20%	23%	27%	35%
归属母公司净利润	86	113	155	261
净利润同比(%)	183%	32%	37%	69%
毛利率(%)	26.3%	25.0%	26.1%	28.5%
ROE(%)	13.5%	15.3%	17.7%	23.7%
每股收益(元)	0.47	0.61	0.84	1.42
P/E	37.72	28.65	20.91	12.40
P/B	5.09	4.37	3.71	2.94
EV/EBITDA	18	14	11	7

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	653	853	1021	1287
现金	129	200	200	200
应收账款	160	197	250	338
其他应收款	25	31	40	54
预付账款	54	68	84	110
存货	260	327	408	534
其他流动资产	24	30	38	51
非流动资产	488	530	565	589
长期投资	3	3	3	3
固定资产	389	457	503	532
无形资产	47	46	45	44
其他非流动资产	49	24	14	10
资产总计	1140	1383	1587	1876
流动负债	423	381	456	622
短期借款	147	56	58	111
应付账款	127	160	200	261
其他流动负债	148	165	198	250
非流动负债	79	78	78	78
长期借款	78	78	78	78
其他非流动负债	1	0	0	0
负债合计	502	459	534	700
少数股东权益	3	3	4	4
股本	161	184	184	184
资本公积	234	234	234	234
留存收益	240	321	453	683
归属母公司股东权益	635	739	870	1100
负债和股东权益	1140	1201	1408	1804

现金流量表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	181	119	137	201
净利润	86	113	155	261
折旧摊销	49	52	65	77
财务费用	16	20	13	18
投资损失	1	-1	-1	-1
营运资金变动	23	-78	-103	-167
其他经营现金流	6	12	8	13
投资活动现金流	181	-99	-99	-99
资本支出	147	100	100	100
长期投资	0	0	0	0
其他投资现金流	327	1	1	1
筹资活动现金流	-32	-131	-34	5
短期借款	-63	-91	2	53
长期借款	48	0	0	0
普通股增加	0	23	0	0
资本公积增加	7	0	0	0
其他筹资现金流	-23	-63	-36	-48
现金净增加额	4	-112	4	106

利润表

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	1075	1327	1683	2272
营业成本	792	995	1243	1625
营业税金及附加	5	6	8	10
营业费用	18	21	28	37
管理费用	134	153	210	277
财务费用	16	20	13	18
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	-1	1	1	1
营业利润	100	132	182	306
营业外收入	7	7	7	7
营业外支出	7	7	7	7
利润总额	100	133	182	307
所得税	14	20	27	46
净利润	86	113	155	261
少数股东损益	0	0	0	0
归属母公司净利润	86	113	154	261
EBITDA	165	205	259	400
EPS (元)	0.47	0.61	0.84	1.42

主要财务比率

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	20.3%	23.5%	26.9%	35.0%
营业利润	193.3	32.6%	37.1%	68.7%
归属于母公司净利润	182.6	31.6%	37.0%	68.6%
获利能力				
毛利率	26.3%	25.0%	26.1%	28.5%
净利率	8.0%	8.5%	9.2%	11.5%
ROE	13.5%	15.3%	17.7%	23.7%
ROIC	15.7%	17.8%	19.8%	27.8%
偿债能力				
资产负债率	44.0%	38.2%	37.9%	38.8%
净负债比率				
流动比率	1.54	2.24	2.24	2.07
速动比率	0.91	1.35	1.31	1.18
营运能力				
总资产周转率	1.01	1.05	1.13	1.31
应收账款周转率	6	7	7	7
应付账款周转率	7.32	6.92	6.91	7.05
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.47	0.61	0.84	1.42
每股经营现金流(最新摊薄)	0.99	0.65	0.75	1.09
每股净资产(最新摊薄)	3.46	4.02	4.74	5.99
估值比率				
P/E	37.72	28.65	20.91	12.40
P/B	5.09	4.37	3.71	2.94
EV/EBITDA	18	14	11	7

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007——2011 年连续 5 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名；2010 年和 2011 年财经风云榜最佳证券分析师；团队成员余文心获得 2011 年度医药信息达人称号（证券行业唯一一个）；

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，2 年证券行业从业经验，负责中药研究；
余文心，医药行业分析师，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业分析师，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意，本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编：200041 传真：(021) 62171434