

一体化优势隐现，成长潜力足 买入（首次）

2019年04月08日

盈利预测预估值	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入（百万元）	2,719	3,755	4,686	5,962
同比（%）	17.7%	38.1%	24.8%	27.2%
归母净利润（百万元）	605	1,030	1,534	1,936
同比（%）	76.8%	70.2%	48.9%	26.2%
每股收益（元/股）	0.37	0.64	0.95	1.20
P/E（倍）	24.35	14.30	9.60	7.61

投资要点

- 公司染料和医药双主业并行：**由于前期受外部环境和自身战略影响，医药板块下属子公司亏损严重，自2014年经资产重组注入染料业务后，公司形成染料和医药两大板块同步发展的新面貌。公司聚焦细分领域，目前在医药板块，公司是培南类和克林霉素类原料药全球龙头；在染料板块，蒽醌类活性艳蓝系列染料中公司占据全球过半市场份额。
- 印染行业复苏，染料需求端得到支撑：**纺织服装是染料最大的终端需求领域，自2016年下半年起，全球经济弱复苏，大宗商品价格触底回升，带动全球纺织服装行业回暖。对外，全球纺织服装需求复苏明显带动了出口的回暖；对内，人口红利和消费结构调整为国内纺织服装需求提供复苏基础；同时印染行业的产能出清已接近尾声，未来行业复苏将有望直接拉动上游染料的需求。
- 安保高压限供给，染料行情可持续：**公司是活性染料细分领域活性艳蓝KN-R系列产品的龙头。伴随着18年环保督察高压和19年盐城重大爆炸事故，安全环保压力将形成常态化高压，部分中小产能停产甚至永久关停将对染料及其中间体的供给带来影响，染料价格将持续维持高位。
- 纵向布局染料全产业链：**溴氨酸是活性艳蓝最重要的原材料，公司目前溴氨酸产能仅能满足部分自给，按照扩产计划待扩产完成后将实现溴氨酸完全自给，盐城爆炸带来溴氨酸供给收缩背景下，全产业链布局将进一步增强公司的盈利能力。
- 横向拓宽染料品种：**为应对单一染料品种带来的市场需求风险，公司规划新建两个染料项目，一个是台州振港公司的染料升级项目，另外一个是台州前进化工15500吨活性染料产业升级及配套项目。新增产能均为高毛利品种，产能有望在2019年释放，成为公司新的利润增长点。
- 抗生素细分领域龙头，医药板块平稳增长：**公司是培南类和克林霉素类原料药全球龙头，培南类抗生素用药比例逐步增长。4-AA是培南类原料药的重要中间体，公司是国内4-AA最大的供应商，4-AA价格于2018年下半年开始提升，公司充分受益于培南类原料药产业链的增长。
- 盈利预测与投资评级：**我们预计公司2019-2021年净利润分别为10.30亿元、15.34亿元和19.36亿元，EPS分别为0.64元、0.95元和1.20元，当前股价对应PE分别为14X、10X和8X，首次覆盖，给予“买入”评级。
- 风险提示：**国际政治格局不稳定；染料行业环保政策松动。

证券分析师 柴沁虎

执业证号：S0600517110006

021-60199793

chaiqh@dwzq.com.cn

研究助理 陈元君

021-60199793

chenyj@dwzq.com.cn

研究助理 肖雅博

021-60199793

xiaoyb@dwzq.com.cn

股价走势



市场数据

收盘价(元)	9.10
一年最低/最高价	4.11/9.10
市净率(倍)	2.73
流通A股市值(百万元)	14650.00

基础数据

每股净资产(元)	3.33
资产负债率(%)	23.38
总股本(百万股)	1618.82
流通A股(百万股)	1609.89

相关研究

内容目录

1. 公司概要	5
1.1. 公司染料和医药中间体双主业运营	5
1.2. 控股股东持股比例较高	5
1.3. 公司业绩稳步增长，染料业务毛利率维持高水平	6
2. 安全环保问题导致染料供给收缩，全产业链布局优势隐现.....	8
2.1. 公司是活性蒽醌染料的龙头	9
2.2. 未雨绸缪应对溴氨酸洗牌，纵向一体化优势凸显	10
2.3. 依托关键中间体配套，横向拓展其他活性染料品种	11
2.4. 下游印染纺织行业显著回暖，染料需求有望持续增长	11
2.4.1. 终端纺织服装行业复苏，出口内需均有改善	11
2.4.2. 下游印染产能出清接近尾声，行业复苏有效拉动染料需求	13
2.5. 天嘉宜事件进一步提升行业壁垒，打开公司的发展空间	14
3. 深耕培南类抗生素，医药板块平稳增长	14
3.1. 培南类抗生素用药比重逐步增长	15
3.1.1. 培南类抗生素用药比重逐步增长	15
3.1.2. 深耕培南，4-AA 价格触底反弹	17
3.2. 降糖类药业和抗血凝药物是公司的潜在布局产品	18
4. 盈利预测与估值	19
5. 风险提示	20
5.1. 国际政治格局不稳定	20
5.2. 染料行业环保政策松动	20

图表目录

图 1: 海翔药业股权结构	6
图 2: 公司营业收入及增速 (百万元, %)	7
图 3: 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	7
图 4: 主营业务收入结构 (百万元)	7
图 5: 毛利结构 (百万元)	7
图 6: 主营业务销量 (吨)	8
图 7: 主营业务价格水平 (万元/吨)	8
图 8: 主营业务毛利率水平 (%)	8
图 9: 毛利海外占比 (%)	8
图 10: 2016 年我国主要染料种类的产量占比	9
图 11: 溴氨酸的合成工艺	10
图 12: 全球纺织服装产品实际销售额及同比增速	12
图 13: 我国纺织品服装出口额变动 (单位: 亿美元)	12
图 14: 美元兑人民币汇中间价走势	12
图 15: 我国童装市场规模及增速 (单位: 亿元)	13
图 16: 三线城市社零增速赶超一线城市	13
图 17: 固定资产投资完成额: 棉纺及印染精加工 (亿元)	13
图 18: 纱、布产量平稳增长	13
图 19: 规模以上印染企业印染布产量变动	14
图 20: 印染龙头航民股份产量显著提高	14
图 21: 抗生素分类	15
图 22: 国内样本医院碳青霉烯类消费量(单位: 亿元)	16
图 23: 2016 年中国各类培南类抗生素市场份额	16
图 24: 美罗培南全球销售额及增长 (单位: 亿美元, %)	17
图 25: 亚胺培南全球销售额及增长 (单位: 亿美元, %)	17
图 26: 4-AA 价格触底反弹 (元/千克)	17
图 27: 国内抗糖尿病药物市场总体销售规模 (亿元)	18
图 28: 2016 年国内降糖药样本医院销售额市占比 (%)	18
图 29: 2014-2016 年全球抗凝药 Top15 销售额 (亿美元)	19
图 30: 2016 年全球抗凝药市占比 (%)	19

图表目录

图 1: 海翔药业股权结构	6
图 2: 公司营业收入及增速 (百万元, %)	7
图 3: 公司归母净利润及增速 (百万元, %)	7
图 4: 主营业务收入结构 (百万元)	7
图 5: 毛利结构 (百万元)	7
图 6: 主营业务销量 (吨)	8
图 7: 主营业务价格水平 (万元/吨)	8
图 8: 主营业务毛利率水平 (%)	8

图 9: 毛利海外占比 (%)	8
图 10: 2016 年我国主要染料种类的产量占比	9
图 11: 溴氨酸的合成工艺	10
图 12: 全球纺织服装产品实际销售额及同比增速	12
图 13: 我国纺织品服装出口额变动 (单位: 亿美元)	12
图 14: 美元兑人民币汇中间价走势	12
图 15: 我国童装市场规模及增速 (单位: 亿元)	13
图 16: 三线城市社零增速赶超一线城市	13
图 17: 固定资产投资完成额: 棉纺及印染精加工 (亿元)	13
图 18: 纱、布产量平稳增长	13
图 19: 规模以上印染企业印染布产量变动	14
图 20: 印染龙头航民股份产量显著提高	14
图 21: 抗生素分类	15
图 22: 国内样本医院碳青霉烯类消费量(单位: 亿元)	16
图 23: 2016 年中国各类培南类抗生素市场份额	16
图 24: 美罗培南全球销售额及增长 (单位: 亿美元, %)	17
图 25: 亚胺培南全球销售额及增长 (单位: 亿美元, %)	17
图 26: 4-AA 价格触底反弹 (元/千克)	17
图 27: 国内抗糖尿病药物市场总体销售规模 (亿元)	18
图 28: 2016 年国内降糖药样本医院销售额市占比 (%)	18
图 29: 2014-2016 年全球抗凝药 Top15 销售额 (亿美元)	19
图 30: 2016 年全球抗凝药市占比 (%)	19

1. 公司概要

1.1. 公司染料和医药中间体双主业运营

海翔药业（002099）总部位于浙江省台州市，公司前身是黄岩县海门日用化工厂，2001年更名为浙江海翔医药化工有限公司，2006年12月于深交所上市。

上市之初，公司的主业为原料药和医药中间体，代表产品是培南类抗生素及克林霉素原料药。2012年以来，公司主营产品市场竞争加剧，盈利波动加大，经营出现困难。加之公司在上市后采取了向制剂转型的战略，大规模并购投资，导致公司负担加重。

2014年4月，公司实施重组，海翔药业通过向东港投资定向发行股票以收购东港投资持有的台州前进 100%股权，东港投资成为上市公司的控股股东。东港投资是东港工贸集团有限公司的全资子公司，其实际控制人为王云富，持有东港工贸集团 73.2%股权。

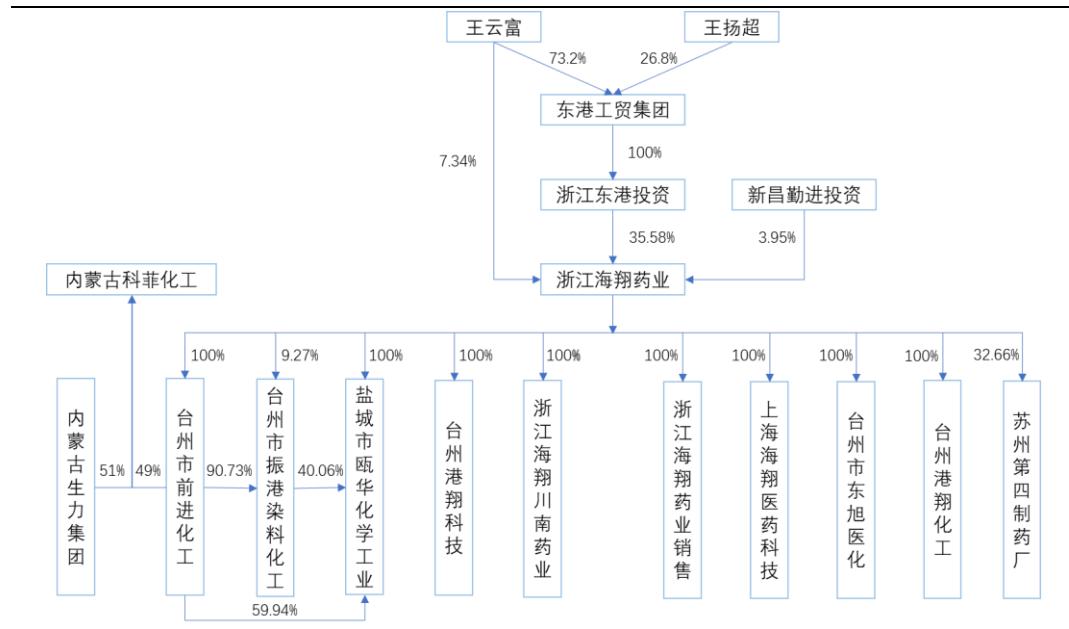
经过本次重组，公司注入台州前进化工的资产，东港工贸集团将旗下染料资产整合至前进化工：台州市振港染料化工有限公司的产权归属则全部转至前进公司。原属于海翔药业子公司的台州泉丰医药化工有限公司的土地与划归振港公司所有，组建台州市振港染料化工有限公司泉丰厂区。

重组完成后，公司注入盈利能力较强的染料资产，成为染料和医药双主业驱动的化工、医药原料生产商。

1.2. 控股股东持股比例较高

截止 2018 年年报，海翔药业控股股东东港投资持股比例 35.58%，实际控制人王云富通过东港工贸间接和直接持股比例合计为 42.92%。

图 1：海翔药业股权结构



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3. 公司业绩稳步增长，染料业务毛利率维持高水平

公司是克林霉素系列产品的全球龙头，为数不多的能够供应培南类系列原料药的企业。2015 年起，公司医药产品产销量维持低位。

公司一直致力于关键中间体的自我配套，后期成长韧劲较足。近年来，供给侧改革的深入，使得一些医药中间体的生产出现开工不稳，公司的相关产品量价齐升。

2018 年医药板块产品销量增幅 16%，实现营业收入 14.69 亿元，同比增长 13.24%，实现净利润 1.99 亿元，同比增长 55.13%，营业收入和净利润均再创新高。

公司是蒽醌类活性染料领域的龙头，公司的活性艳蓝 KN-R 产品，活性蓝 P-3R 都有较高的市占率和较强的话语权。

不过相关产品的原料 1-氨基蒽醌、溴氨酸的产能分布在台州和盐城鸥华，2016 年开始，苏北沿海化工园区出台了一系列相关化工园区的环境整顿、提升、搬迁等政策，苏北大量染料及相关中间体产能关停，子公司瓯华化工的生产亦受到较大影响，由此造成原材料价格大幅度上涨，自我配套不足，导致公司 2016 和 2017 年染料板块的毛利率下降。此外，2016 年公司处置长期股权投资损失 2 亿，2017 年汇兑损益损失 1.2 亿。综合多种原因，2016-2017 年公司盈利不及预期。

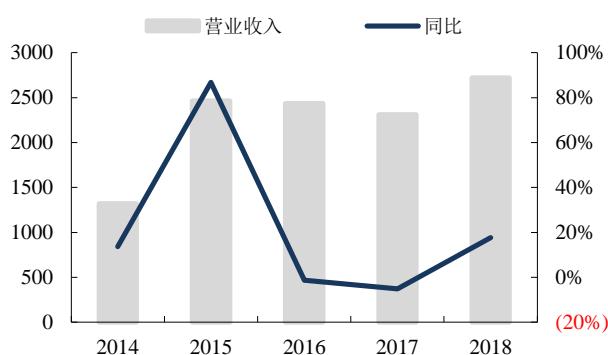
随着供给侧改革的深入，全国染料企业的供给收缩，价格大幅上涨，2018 年染料板块的产品价格，毛利有所恢复。

2018 年染料板块实现销售收入 12.50 亿元，同比增长 23.51%，产品均价上涨 31%。公司染料板块实现净利润 4.06 亿元，同比增长 89.82%。

2018年公司实现营收27.19亿元，同比增长17.74%；实现归母净利润6.05亿元，同比增长76.79%。虽然，公司近三年的净利润是稳步增长的，但是应该说和公司的潜在能力相比，差距也是比较明显的。

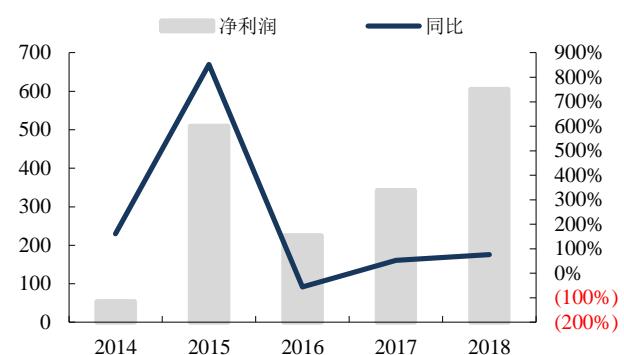
展望未来，受2019年江苏天嘉宜爆炸事故及后续化工安全事故的影响，全国化工园区安全环保督查力度将持续高压，不合格的中小产能停产关停成为常态。同时，公司近几年一直致力于在台州进行相关业务的补短板，随着补短板项目的完成，公司的染料、医药中间体全部自我配套，相关产品的市场格局也会大幅度好转，我们看好公司的长期业务前景。

图2：公司营业收入及增速（百万元，%）



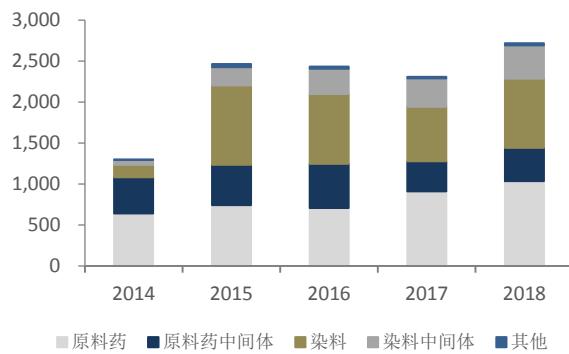
数据来源：wind，东吴证券研究所

图3：公司归母净利润及增速（百万元，%）



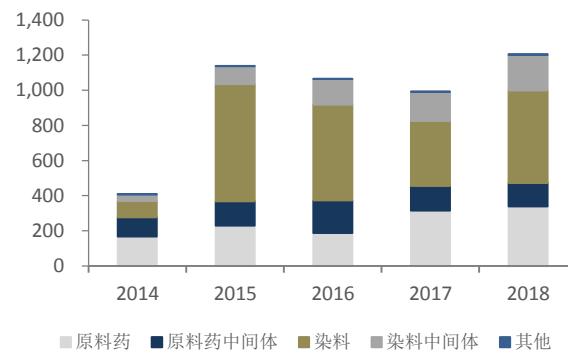
数据来源：wind，东吴证券研究所

图4：主营业务收入结构（百万元）



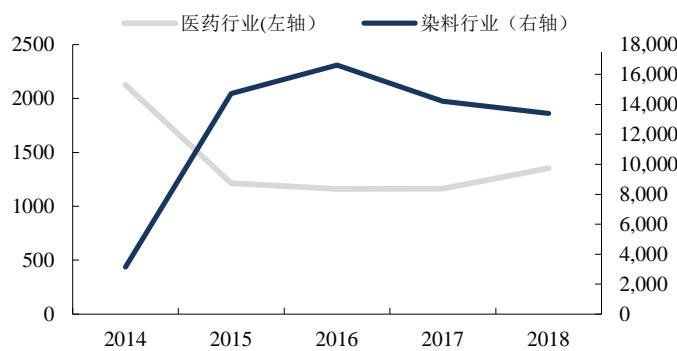
数据来源：wind，东吴证券研究所

图5：毛利结构（百万元）



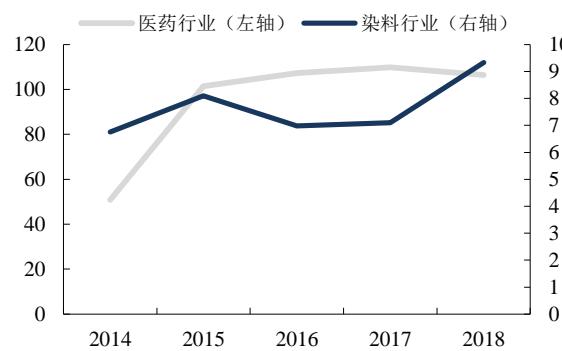
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 6：主营业务销量（吨）



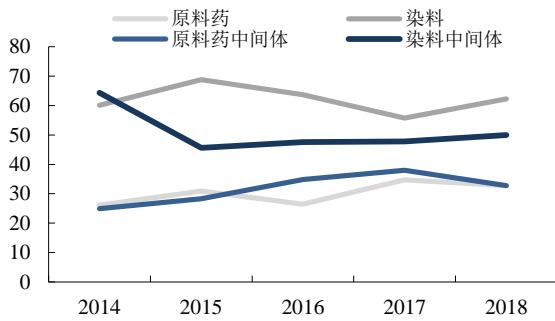
数据来源：wind，东吴证券研究所

图 7：主营业务价格水平（万元/吨）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 8：主营业务毛利率水平（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

图 9：毛利海外占比（%）



数据来源：wind，东吴证券研究所

2. 安全环保问题导致染料供给收缩，全产业链布局优势隐现

活性蒽醌染料是活性染料的细分板块，占比不大，但是功能特殊，不可或缺。目前，海翔涉足的产品主要为活性艳蓝KN-R和活性蓝P-3R。

1-氨基蒽醌、溴氨酸是活性蒽醌染料的关键中间体，很长一段时间，1-氨基蒽醌、溴氨酸以及活性蒽醌染料都有很多企业涉足其间，由于“十二五”期间，很多地区的环保整治流于形式，公司裹挟其间，难以脱颖而出。

13年前后，浙江省开始推进化工供给侧改革，和其他企业一样，海翔药业也将生产基地北迁江苏滨海。由于盐城等地政府管理经验不足，发展化工产业遇到了很多问题。对于这些问题，很多企业是观望逡巡，公司则有很强的危机意识，并且于16年毅然决定回归台州，在台州建设设备产能，时至今日，这一决策的效果开始显现。

16年前后，江苏省开始推进化工供给侧改革，对苏北沿海地区的化工企业进行治理

整顿。环保趋严，供给侧改革推进使得一批环保有欠账的小散乱企业无所遁形。目前1-氨基蒽醌、溴氨酸都已经形成了寡头垄断的格局。

海翔药业台州基地的溴氨酸扩产项目有望于2019年投产，一方面，公司的传统产品优势低位进一步巩固，另一方面，公司的新产品的发展空间得以打开。

2.1. 公司是活性蒽醌染料的龙头

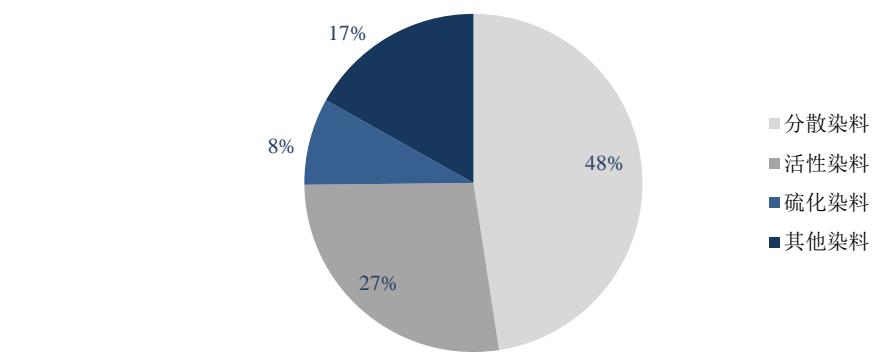
染料是指直接或经媒染剂作用而能附着在纤维和其他材料上的有色物质。除了天然染料，现在使用的大部分染料都是经煤化工或石油化工初级产品再加工而成的合成染料。

按照化学结构分类，可以将染料进一步分为偶氮染料、蒽醌染料、芳甲烷染料、靛族染料、硫化染料、酞菁染料等。

按照性质和用途分类，染料可分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料、酸性染料、直接染料等。

经过多年发展，我国现已成为全球最大的染料生产国，占到全球产量的70%左右。从应用情况来看，由于分散染料主要用于在聚酯纤维（涤纶）上，活性染料主要用于棉纤维及其纺织品上，这两种染料成为了最常用的细分品种，分别占到染料总产量的48%、27%。

图 10：2016 年我国主要染料种类的产量占比



数据来源：中国染料工业年鉴，东吴证券研究所

活性染料又称反应性染料，分子中含有化学性活泼的基团，能在水溶液中与纤维素中的羟基和蛋白质纤维中氨基发生反应，染色时与纤维生成共价键，生成“染料-纤维”化合物。活性染料具有颜色鲜艳，均染性好，染色方法简便，染色牢度高，色谱齐全和成本较低等特点，主要应用于棉、麻、黏胶、丝绸、羊毛等纤维及其混纺织物的染色和印花。按照化学结构分类，可以将活性染料进一步分为偶氮染料、蒽醌染料、酞菁染料等。

蒽醌是各种染料的重要中间体，特别是蓝色系染料，鲜艳的蓝色系染料一般来自于

蒽醌的衍生物。蒽醌系活性染料以其色泽鲜艳、高日晒牢度等优势，成为棉麻毛等织物用的高端染料，其毛利率水平达到60%以上。

活性艳蓝KN-R（活性19号蓝）和活性蓝P-3R（活性49号蓝）是海翔医药的主要染料产品。受益于国内的产业环境演化，依托一体化的优势，公司在这两个产品上都是全球最大的供应商，有较强的话语权。

KN-R是活性染料的一个细分品种，属于蒽醌类染料，我们估计其占活性染料销量比例大约在3%左右。当前海翔医药的活性艳蓝KN-R产能约1.5万吨，是全球最大的KN-R生产商，销售量占全球的60%以上，具备较强的行业话语权。

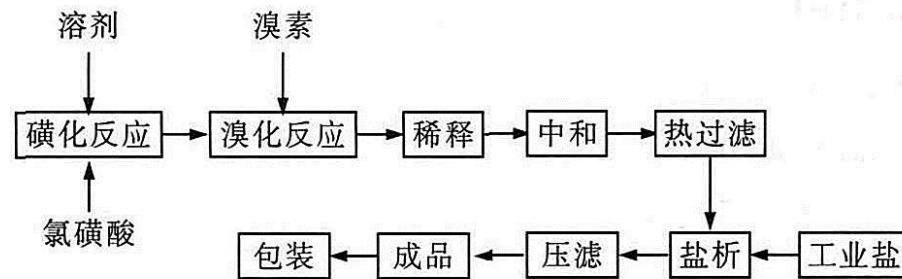
2.2. 未雨绸缪应对溴氨酸洗牌，纵向一体化优势凸显

氨基蒽醌是蒽醌类活性染料的核心原料，公司也不例外，大部分染料产品都是以1-氨基蒽醌为原料合成溴氨酸，再继续合成的。

溴氨酸全称1-氨基-4-溴蒽醌-2-磺酸，是蒽醌型活性染料、酸性染料、分散染料的重要中间体，主要用于合成艳蓝品种。

溴氨酸的制备一般采用溶剂法，以氯磺酸作磺化剂磺化1-氨基蒽醌，再溴化得到溴氨酸。

图11：溴氨酸的合成工艺



数据来源：CNKI，东吴证券研究所

目前，全球溴氨酸的需求估计1-1.5万吨，国内的生产企业主要有台州东风、黄岩永安、青岛奥盖克、安庆华兰、海翔药业、亚邦股份等。

受天嘉宜事件冲击，目前亚邦股份相关业务停产。

其他企业，安庆华兰可以稳定生产，但是产品主要自用。青岛奥盖克可以稳定生产，体量有限。

公司盐城滨海基地规划有8000吨溴氨酸，但是由于持续多年的苏北沿海化工园区整治，生产很不稳定。台州基地也有部分产能，但是产不足需，需要外采。随着台州溴

氨酸项目的投产，相关产品将会实现自我配套，略有富余。

如前所述，公司在台州基地扩建溴氨酸是基于对苏北沿海化工园区的长期发展演化做出的战略判断，时至今日，效果方始显现。

溴氨酸自我配套的意义不限于此，由于国内的1-氨基蒽醌企业和溴氨酸企业不是规模受限就是所在园区发展受限，随着化工产业供给侧改革的深入，相关产业洗牌迹象明显，公司的传统产品的优势进一步确立。

除了少数在江苏的企业，印度也是重要的蒽醌活性染料集散地，但是因为溴素的问题，印度地区的相关企业无法实现溴氨酸的自我配套，溴氨酸的产业整合给公司的未来发展打开空间。

2.3. 依托关键中间体配套，横向拓展其他活性染料品种

除了纵向完善原材料产业链，公司也在积极横向拓展染料品种。过去公司活性染料品种较为单一，现在公司正在规划建设其他蒽醌类、酞菁类和偶氮类染料。

当前公司规划了两个新建染料项目，一个是台州振港公司的染料升级项目，规划增加染料产品产能18,500吨，拟投产品主要是一些蒽醌分散染料，包括分散艳蓝E-4R、分散红3B、分散翠蓝S-GL三个产品及其副产品。另外一个是台州前进化工15500吨活性染料产业升级及配套项目，拟投产项目包括蒽醌类活性染料4000吨，偶氮类活性染料3000吨，酞青类活性染料5000吨以及噁嗪类活性染料3500吨。

根据椒江区重点建设项目公示数据，当前前进化工的建设进度完成率为76.57%，新增产能有望在2019年释放。振港化工的相关项目也进入桩基阶段。

新增染料品种的特点在于三点。首先，相关产品的关键中间体均实现自我配套，中间体洗牌加剧的背景下，竞争对手巧妇难为无米之炊，而且短期内又不存在产业转移的可能。其次，相关产品大多为高端产品，毛利较高。最后，相关产品的体量并不很大，容易不下太多的对手，寡头迹象明显。

2.4. 下游印染纺织行业显著回暖，染料需求有望持续增长

2.4.1. 终端纺织服装行业复苏，出口内需均有改善

纺织服装是染料最大的终端需求领域，占染料需求总量的90%以上，所以纺织服装市场景气度直接影响到染料需求。自2016年下半年起，全球经济弱复苏，大宗商品价格触底回升，带动全球纺织服装行业回暖。根据IHS数据，2016年全球纺织服装行业实际销售额为13,637.95亿美元，同比增长3.35%，在过去连续三年下降后再次恢复增长。

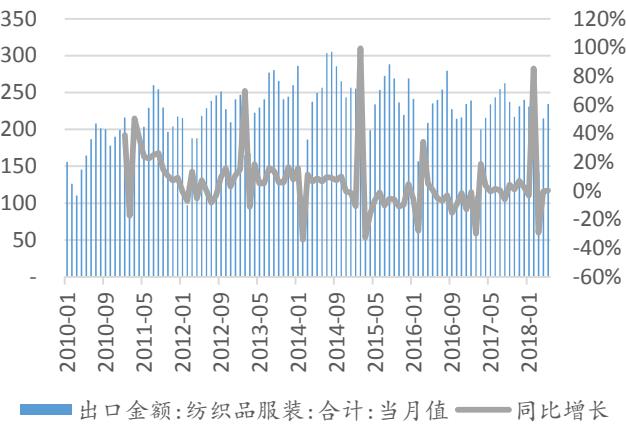
图 12：全球纺织服装产品实际销售额及同比增速



数据来源：IHS，全球纺织网，东吴证券研究所

全球纺织服装需求复苏明显带动了出口的回暖。根据海关总署的统计数据，2017年全年我国纺织品服装累计出口 18096.1 亿元，同比增长 4.3%，其中纺织品出口 7441.5 亿元，同比增长 7.4%，服装出口 10654.6 亿元，同比增长 2.3%。此外，自今年 4 月以来，在强势美元背景下，人民币持续走弱，进一步提振了纺织品服装的出口。

图 13：我国纺织品服装出口额变动（单位：亿美元）



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 14：美元兑人民币汇中间价走势



数据来源：Wind，东吴证券研究所

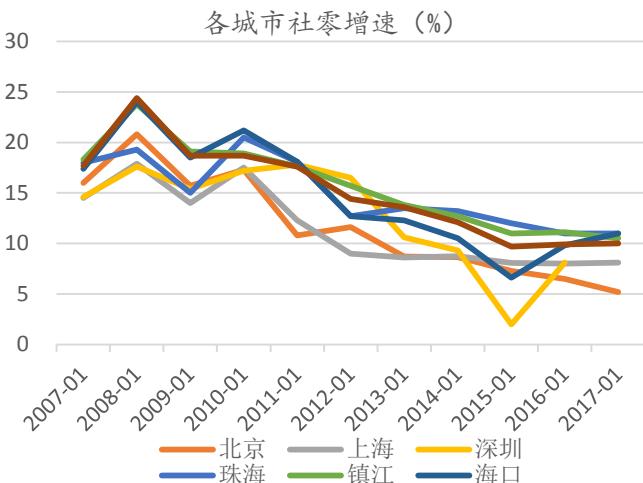
从内需角度来看，人口红利和消费结构调整为国内纺织服装需求提供复苏基础。一方面，二胎政策带动了母婴童装需求的持续增长；另一方面，在棚改货币化和房价上涨带来的地产财富效应驱动下，三四线城市人均可支配收入显著提高，使得消费升级向三四线城市下沉，纺织服装的整体需求进一步扩容。

图 15：我国童装市场规模及增速（单位：亿元）



数据来源：中商产业研究院，东吴证券研究所

图 16：三线城市社零增速赶超一线城市



数据来源：Wind，东吴证券研究所

图 17：固定资产投资完成额：棉纺及印染精加工（亿元）



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 18：纱、布产量平稳增长



数据来源：Wind，东吴证券研究所

2.4.2. 下游印染产能出清接近尾声，行业复苏有效拉动染料需求

印染行业直接对应染料下游需求。

作为典型的高污染高排放且严重过剩的产业，整个印染行业一直存在准入门槛低，竞争格局分散等问题。

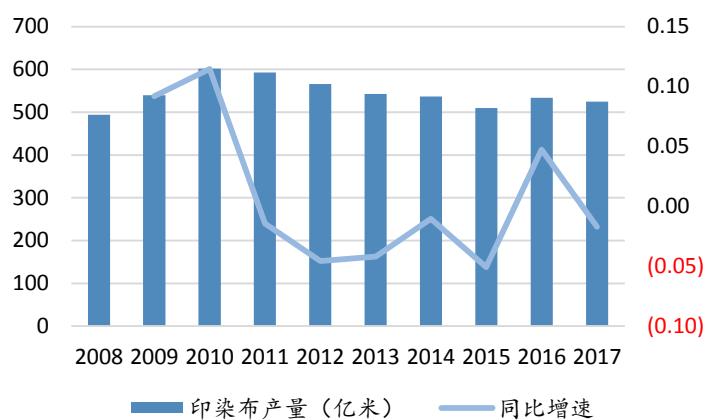
2012 年起印染行业迎来了供给侧改革，落后产能逐步淘汰，导致整体行业呈现连续

4年负增长。直至2016年底，随着落后产能逐渐出清，行业集中度提升，龙头企业设施升级，同时叠加下游纺织服装行业复苏，行业增速开始由负转正。

2016年，我国印染布产量533.70亿米，同比增长4.74%，为5年来首次正增长，虽然到了2017年，印染布产量524.59亿米，同比下降1.71%，回落至负增长态势。

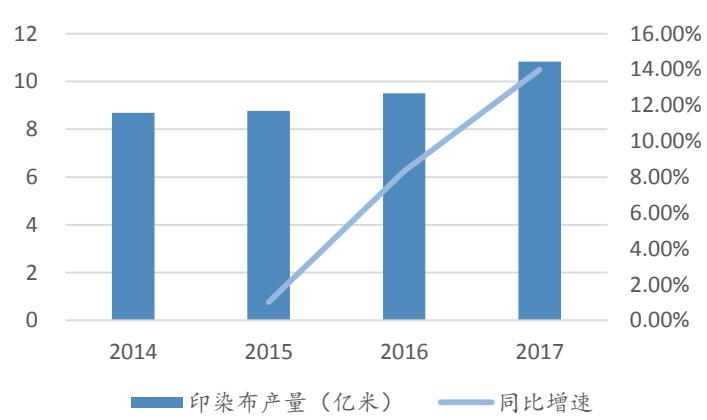
但从长期发展的角度而言，经过6年的调整，印染行业的产能出清已接近尾声，未来行业复苏将有望直接拉动上游染料的需求。

图 19：规模以上印染企业印染布产量变动



数据来源：国家统计局，东吴证券研究所

图 20：印染龙头航民股份产量显著提高



数据来源：公司公告，东吴证券研究所

2.5. 天嘉宜事件进一步提升行业壁垒，打开公司的发展空间

江苏省2016年开始持续对沿海、沿江地区的化工园区进行整治，受之影响，蒽醌类活性染料以及溴氨酸、1-氨基蒽醌的行业格局已经受到较大冲击，一批小散污企业逐步退出相关领域。

2019年3月21日天嘉宜厂区发生爆炸，受之影响，江苏省人民政府紧急出台《江苏省化工行业整治提升方案(征求意见稿)》，征求意见稿严格化工行业准入，要求新建项目投资额不低于10亿元，禁止新(扩)建农药、医药、染料的中间体化工项目。

溴氨酸的供给持续收缩，不仅如此，由于溴素不便远距离运输，我们推断印度地区发展相关产业的可能性也不大。因此，溴氨酸自我配套不仅巩固了公司染料产业一体化的优势，而且，给公司的长期发展打开新的空间。作为重要的染料中间体，溴氨酸可以用于制备酸性蒽醌染料、活性蒽醌染料等，公司的长期发展空间得以打开。

公司也注意到国内染料产业的格局生变。并且在19年2月，公司全资子公司前进化工和内蒙古生力资源共同投资设立内蒙古科菲化工有限公司，在内蒙古大路园区内合作投建新型染料化工现代化综合性生产基地，公司持股49%。科菲化工一期计划投资5亿元，计划涉足染料的基础原料。

3. 深耕培南类抗生素，医药板块平稳增长

公司医药板块分三块，第一块是国际CMO业务，公司是国内最早开展国际CMO业务的企业，主要合作伙伴德国BII、美国辉瑞公司等国际医药巨头。第二块是原料药中间体业务，以抗生素类为主，降糖类、心血管类、精神类为辅。抗生素又分三大类培南类、克林系列、氟苯尼考系列。第三块是制剂业务，相关业务的市场还在拓展中，销售占比很小。

公司短期的业务重点是深耕培南，公司的美罗培南、亚胺培南中间体完全配套，所在园区已经完成供给侧改革。降糖类、心血管类则是公司的重点布局方向。

医药的长期定位是希望一体化发展，依托中间体反补医药，最终把利润做大。

3.1. 培南类抗生素用药比重逐步增长

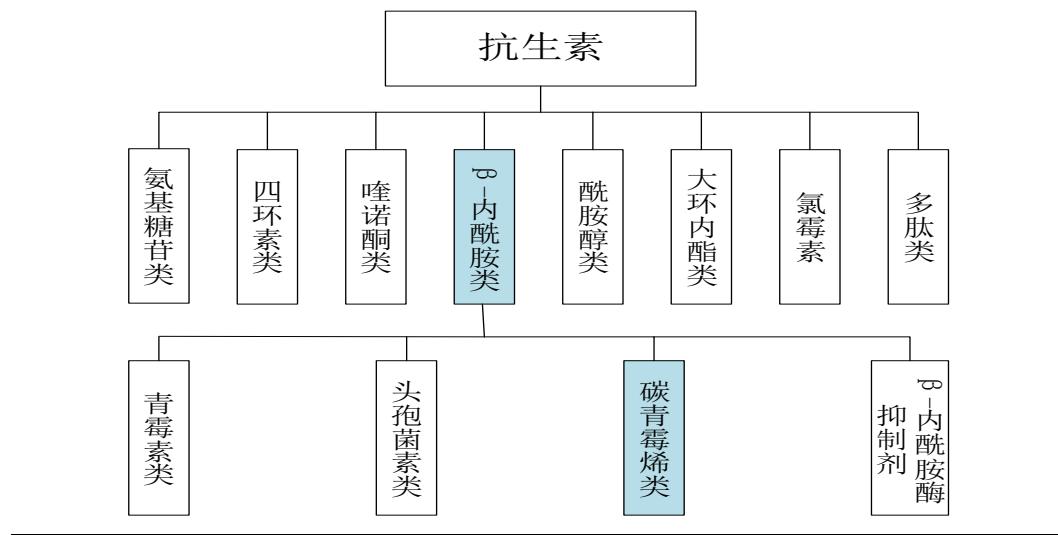
短期的重点是深耕培南，全球已上市的培南类药物共有7个，公司都有涉足，重点是发展美罗培南系列（4-AA、MAP、美罗培南粗品）、亚胺培南的关键中间体以及替比培南。

培南类产品的对手或在江苏沿海的化工园区，或因为规模偏小、环保投入不足等原因，难以和公司进行抗衡，预计相关板块仍有较好的发展空间和前景。

3.1.1. 培南类抗生素用药比重逐步增长

抗生素主要包括青霉素、头孢菌素、大环内酯、四环素和氨基糖苷等种类，其中头孢菌素全球市场份额最大，约占25%；其次为青霉素类，约占20%，头孢菌素与青霉素均属于 β -内酰胺类抗生素。

图 21：抗生素分类



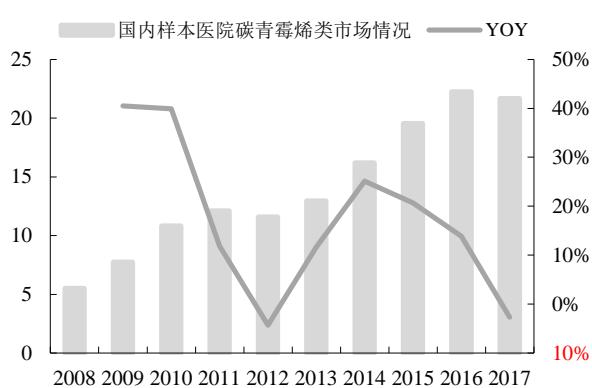
数据来源：观研天下，东吴证券研究所

碳青霉烯类（培南类）抗生素是目前抗菌谱最广、抗菌活性很强的一类新型 β -内酰胺类抗菌药物，对大多数致病革兰氏阳性菌与阴性菌、需氧菌与厌氧菌均具良好的抗

菌作用，主要用于临床重症感染治疗，扮演着抗临床重症感染最后一道防线的重要角色。培南类药物的主要活性成分碳青霉烯，4-AA 是碳青霉烯类抗生素的核心中间体。

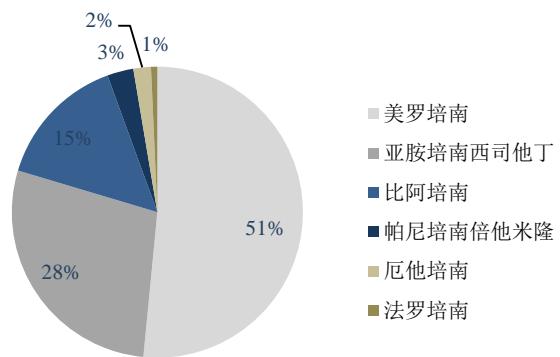
目前，我国城市公立医院使用的抗细菌药物分为 10 个亚类类种，其中 TOP5 品类分别是头孢单药抗生素、碳青霉烯类、头孢复方制剂、复方半合成青霉素和喹诺酮类药物。国内上市的碳青霉烯类药物有美罗培南、比阿培南、厄他培南、法罗培南，以及复方品种亚胺培南/西司他丁、帕尼培南/倍他米隆，合计占据抗细菌药物市场的 13.96%，可见其在临床中处于举足轻重的地位。头孢类上市多年药物带来的耐药性问题为培南类抗生素提供市场空间，近年来，培南类抗生素在市场上用药比重在快速增长。

图 22：国内样本医院碳青霉烯类消费量(单位：亿元)



数据来源：内米网，东吴证券研究所

图 23：2016 年中国各类培南类抗生素市场份额

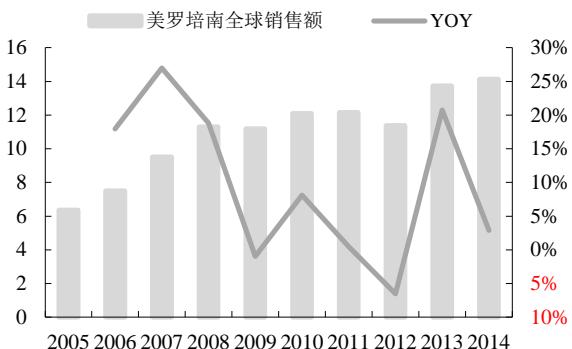


数据来源：内米网，东吴证券研究所

国内培南类用药市场规模从 2005 年的 2.8 亿元增长到 2015 年的 21.5 亿元，2005-2015 年购药金额复合增长率为 23.1%。国内培南类药物用药金额比例逐年上升，10 年整体市场增长 8 倍。在上述 6 个产品中，除了美罗培南、亚胺培南/西司他丁两个产品增长率接近 20% 以外，其它 4 个产品增速都在 20%~40% 之间，培南类整体市场回升态势较为明显。

培南类抗生素中，美罗培南、复方亚胺培南/西司他丁和比阿培南销量居于前三。2016 年国内医院 TOP3 碳青霉烯类抗生素中，美罗培南占据了半壁江山，居第二位的亚胺培南/西司他丁占据了 28.08%，第三位的比阿培南占据了 14.81%，其它占据了 5.57%。其中美罗培南全身抗感染药物位居第一，说明了碳青霉烯类抗生素药物在我国临床中无法替代的重要性。

图 24：美罗培南全球销售额及增长（单位：亿美元，%）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

图 25：亚胺培南全球销售额及增长（单位：亿美元，%）



数据来源：智研咨询，东吴证券研究所

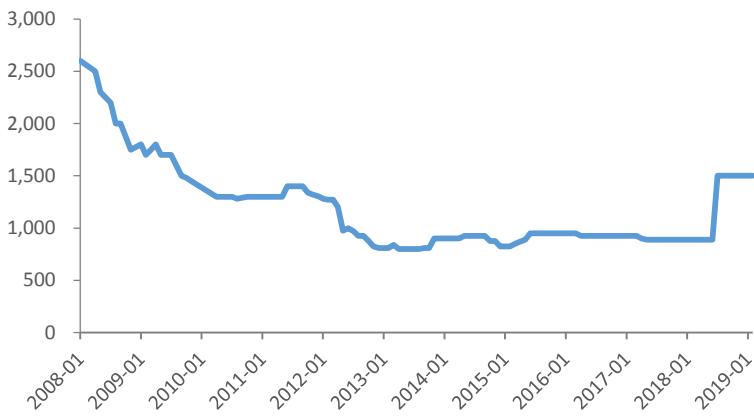
3.1.2. 深耕培南，4-AA 价格触底反弹

4-AA 是培南类原料药的产业链的重要中间体。4-AA 又名 4-乙酰氨基杂环丁酮，主要用于合成碳青霉烯和青霉烯类 β -内酰胺抗生素，是所有碳青霉烯培南类抗生素产品的关键共同中间体。

核心技术逐渐被攻克，产能逐渐转向国内。4-AA 产品的生产工艺复杂、难度较大，一度被日本企业垄断经营，海翔药业是全国较早掌握培南类关键中间体 4-AA 核心技术的厂家，并成为国内仅有的几家能够供应培南类系列原料药的企业之一。目前国内 4-AA 的主要厂家包括：海翔药业、九洲药业、新迪化工、富祥药业和山东新时代等。

自 2007 年起，由于竞争激烈，国内 4-AA 产品价格总体呈现下降趋势，2013 年达到历史低谷期，900 元/千克的均价徘徊至 2018 年上半年，18 年下半年开始上涨至 1500 元/千克。公司将充分受益于 4-AA 涨价行情。

图 26：4-AA 价格触底反弹（元/千克）



数据来源：wind，东吴证券研究所

3.2. 降糖类药业和抗血凝药物是公司的潜在布局产品

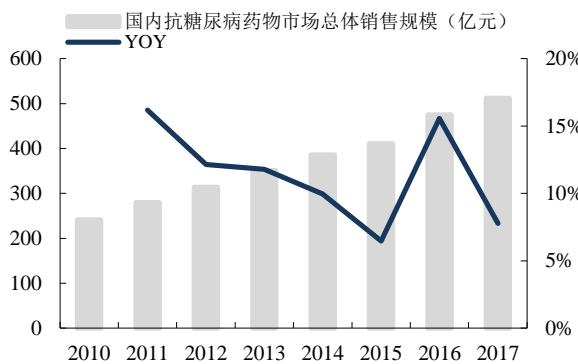
降糖凝血类药物市场空间可期，公司未来计划重点布局降糖类、抗血凝类产品，主要涉及阿卡波糖片制剂、伏格列波糖原料药、瑞格列奈原料药、达比加群酯关键中间体。

糖尿病是由于胰岛素分泌缺陷等因素引起的以高血糖为特征的代谢类疾病。据国际糖尿病联盟统计，2017年20~79岁区间糖尿病全球患病率高达8.8%、糖尿病患者数量达到4.25亿人，中国的糖尿病患者人数为1.14亿，约占全球糖尿病患者的1/4。

2型糖尿病通常被称为非胰岛素依赖型糖尿病，占糖尿病发病总人群的90%。公立医院2型糖尿病口服药物TOP10品种是阿卡波糖、二甲双胍、格列美脲、瑞格列奈、格列齐特、依帕司他、伏格列波糖、吡格列酮、西格列汀和沙格列汀。

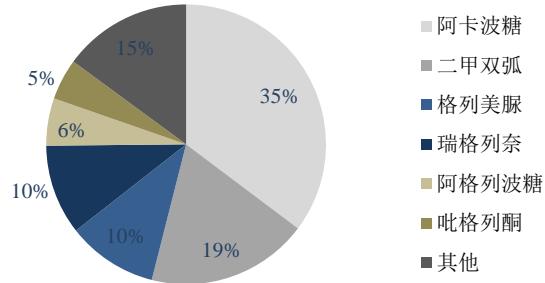
以阿卡波糖为代表的 α -葡萄糖苷酶抑制剂是对抗高血糖的有效药物。 α -葡萄糖苷酶抑制剂是一类以延缓肠道碳水化合物吸收而达到治疗糖尿病的口服降糖药物，通过抑制 α -葡萄糖苷酶来降低餐后血糖。 α -葡萄糖苷酶是糖在消化道内转化为能量的必需物质，经其水解后被人体吸收利用，抑制消化道内的 α -葡萄糖苷酶的活性，可减缓寡糖、双糖转变为单糖的速度，阻断糖类吸收，在调解餐后血糖方面优于磺酰脲类、双胍类药物，尤其是能对减肥及心血管病人带来益处。目前国内上市的主要品种是阿卡波糖、伏格列波糖。

图27：国内抗糖尿病药物市场总体销售规模（亿元）



数据来源：米内网，东吴证券研究所

图28：2016年国内降糖药样本医院销售额市占比（%）



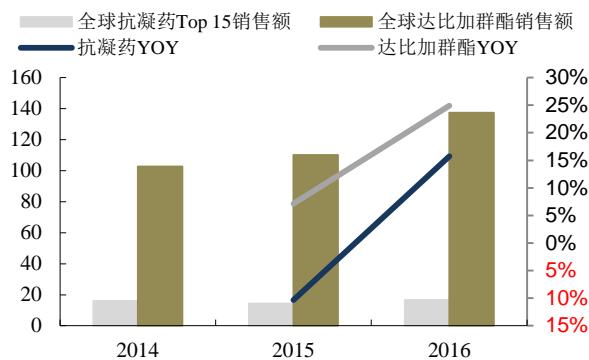
数据来源：米内网，东吴证券研究所

抗凝血药是通过影响凝血过程中的某些凝血因子阻止凝血过程的药物，可用于防治血管内栓塞或血栓形成的疾病、预防中风或其它血栓性疾病。达比加群酯属于直接凝血酶抑制剂(DTIs)，是继华法林之后50年来上市的首个新类别口服抗凝血药，自问世以来迅速在抗血凝市场占据一席之地。

达比加群酯国内消费直线增长。2013年，国内样本医院达比加群酯购药金额为40万元，销售数量为2.2万片。2014年，国内样本医院达比加群酯购药金额达520万元，销售数量约30万片，呈现出直线增长态势。2015年，国内样本医院达比加群酯销售金

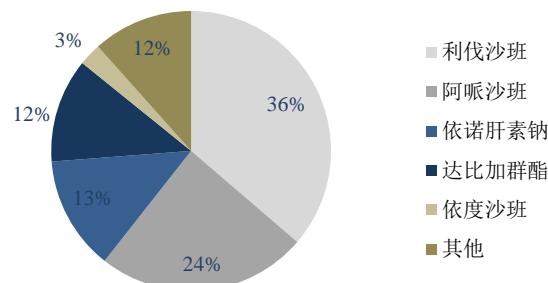
额达 1940 万元，同比增长了 273%，销售数量达到 111 万片。待 2024 年达比加群酯晶型专利过期后，国内仿制药企将会快速切入，届时国产达比加群酯的市场售价将会大大降低，需求量继续快速增长。

图 29: 2014-2016 年全球抗凝药 Top15 销售额 (亿美元)



数据来源：Evaluatepharm，东吴证券研究所

图 30: 2016 年全球抗凝药市占比 (%)



数据来源：Evaluatepharm，东吴证券研究所

4. 盈利预测与估值

关键假设：

- 1、公司技改一期新增染料产能于 2019 年二季度试车，三季度达产；
- 2、公司主要产品活性艳蓝 KN-R2019-2020 年销量假设为 6000 吨、7500 吨和 10000 吨；
- 3、公司主要产品活性艳蓝 KN-R 和培南类原料药价格 2019 年涨幅 20%，2020-2021 年保持不变。

盈利预测与估值：

我们预计公司 2019-2021 年净利润分别为 10.30 亿元、15.34 亿元和 19.36 亿元，EPS 分别为 0.64 元、0.95 元和 1.20 元，当前股价对应 PE 分别为 14X、10X 和 8X。在行业环境方面，考虑到医药染料等高污染化工园区的持续的环保高压，医疗染料行情在未来三年内可持续；在公司层面，公司在活性染料细分领域和医药的培南领域成为寡头，行业话语权大大增强，公司高盈利增长可持续。可给予公司 2019 年 19 倍估值，目标市值 196 亿。首次覆盖，给予“买入”评级。

表1：盈利预测拆分（单位：百万元）

		2018	2019E	2020E	2021E
医药板块	营业收入	1468.67	1906.32	2401.75	3030.52
	毛利	478.00	671.81	847.36	1,046.52
染料板块	营业收入	1249.94	1848.59	2284.34	2931.89
	毛利	728.66	1213.21	1739.58	2252.94

数据来源：wind，东吴证券研究所整理

表2：可比公司估值表

公司	总市值	收盘价	EPS			P/E			P/B
			18A	19E	20E	18A	19E	20E	
海翔药业	147.31	9.10	0.37	0.64	0.95	24.35	14.30	9.60	2.73
浙江龙盛	823.09	25.30	1.26	1.58	1.95	7.64	16.01	12.97	4.12
闰土股份	216.41	18.81	1.16	1.27	1.39	11.08	14.78	13.54	3.09
金城医药	77.73	19.77	0.67	1.40	1.46	20.34	14.15	13.56	1.94
普洛药业	136.12	11.55	0.31	0.42	0.54	23.66	27.40	21.41	4.07

资料来源：wind（除海翔药业外为wind一致预期），东吴证券研究所

5. 风险提示

5.1. 国际政治格局不稳定

因公司出口业务占比较大，中美贸易摩擦、英国脱欧等政治不稳定因素可能会影响公司的出口业务，同时政治格局变动影响货币汇率，对汇兑损益造成较大影响。

5.2. 染料行业环保政策松动

染料行情主要受益于各类因素引发的供给收缩，如果环保政策松动，各地染料产能复产造成供给增加，将对染料价格形成较大压力。

海翔药业三大财务预测表

资产负债表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	利润表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,734	4,529	4,870	6,903	营业收入	2,719	3,755	4,686	5,962
现金	1,956	1,913	2,387	3,037	减:营业成本	1,512	1,870	2,099	2,663
应收账款	480	844	808	1,294	营业税金及附加	32	45	56	71
存货	905	1,215	1,165	1,855	营业费用	44	62	76	97
其他流动资产	393	556	509	716	管理费用	349	551	659	851
非流动资产	3,302	3,986	4,418	5,000	财务费用	-52	34	16	36
长期股权投资	66	68	70	71	资产减值损失	19	0	0	0
固定资产	1,215	1,800	2,197	2,693	加:投资净收益	-9	6	1	3
在建工程	674	708	729	801	其他收益	5	2	3	2
无形资产	540	603	616	628	营业利润	711	1,202	1,784	2,250
其他非流动资产	807	806	807	807	加:营业外净收支	-14	-9	-11	-10
资产总计	7,035	8,515	9,288	11,903	利润总额	697	1,193	1,773	2,240
流动负债	1,579	2,503	2,116	3,201	减:所得税费用	92	162	239	303
短期借款	599	637	1,057	1,040	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	0	294	36	383	归属母公司净利润	605	1,030	1,534	1,936
其他流动负债	980	1,572	1,023	1,779	EBIT	675	1,172	1,760	2,223
非流动负债	66	77	81	87	EBITDA	867	1,378	2,047	2,593
长期借款	0	11	15	21					
其他非流动负债	66	66	66	66					
负债合计	1,645	2,580	2,196	3,288					
少数股东权益	0	0	0	0					
归属母公司股东权益	5,391	5,935	7,091	8,614					
负债和股东权益	7,035	8,515	9,288	11,903					
现金流量表(百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	791	1,351	1,157	2,055	每股收益(元)	0.37	0.64	0.95	1.20
投资活动现金流	-1,097	-883	-714	-948	每股净资产(元)	3.33	3.67	4.38	5.32
筹资活动现金流	-906	-512	32	-457	发行在外股份(百万股)	1619	1619	1619	1619
现金净增加额	-1,177	-43	474	650	ROIC(%)	9.6%	15.3%	18.5%	19.8%
折旧和摊销	193	206	286	371	ROE(%)	11.2%	17.4%	21.6%	22.5%
资本开支	256	682	430	581	毛利率(%)	44.4%	50.2%	55.2%	55.3%
营运资本变动	-18	89	-676	-283	销售净利率(%)	22.3%	27.4%	32.7%	32.5%
					资产负债率(%)	23.4%	30.3%	23.6%	27.6%
					收入增长率(%)	17.7%	38.1%	24.8%	27.2%
					净利润增长率(%)	76.8%	70.2%	48.9%	26.2%
					P/E	24.35	14.30	9.60	7.61
					P/B	2.73	2.48	2.08	1.71
					EV/EBITDA	15.52	9.81	6.58	4.94

数据来源：贝格数据，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，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、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出自为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准：

公司投资评级：

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15% 以上；

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5% 与 15% 之间；

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -5% 与 5% 之间；

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 -15% 与 -5% 之间；

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 -15% 以下。

行业投资评级：

增持：预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5% 以上；

中性：预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘 -5% 与 5%；

减持：预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：(0512) 62938527

公司网址：<http://www.dwzq.com.cn>