

## 海翔药业 (002099)

公司研究/调研简报

# 染料医药双主业发展，一体化生产奠定增长基础

## —海翔药业 (002099) 调研简报

调研简报/医药

2019 年 04 月 10 日

### 一、分析与判断

#### ➤ 染料医药双轮驱动，盈利能力持续提升

公司主营业务板块可分为医药和染料两类，医药业务主要涉及特色中间体、原料药及相关制剂的产销，同时提供国际制药 CDMO/CMO 专业服务；染料业务包含环保型活性染料、染料中间体以及颜料中间体等，其中活性艳蓝 KN-R 型染料为主导产品。受益于去年中期以来染料价格大涨，克林霉素出口额同比大增以及汇兑收益增加，2018 年全年公司实现营收 27.19 亿元 (YOY+17.74%)，其中医药板块 14.42 亿元 (YOY+12.35%)，染料板块 12.50 亿元 (YOY+23.93%)；实现归母净利润 6.05 亿元 (YOY+76.79%)。当前，公司两大业务板块齐头并进，共同发力，一季度盐酸克林霉素系列产品国际市场销量同比大幅提升，活性染料受中间体供给短缺影响未来存在涨价预期，业绩预告显示 2019Q1 将实现归母净利润 1.9-2.1 亿元，同比增加 324.41-369.08%。

#### ➤ 中间体供应遭冲击，染料存在涨价预期，业务内生增长加速

染料方面，公司以蒽醌类活性染料为主要产品，2017 年扩产完成后拥有活性艳蓝 KN-R 产能 1.5 万吨/年，产能提升 87.5%，占据全球 50% 以上市场份额，在该细分领域处于绝对龙头地位，拥有较强的定价权。响水事件后，染料及中间体供应遭受冲击，随着全国安全环保整治的不断推进，落后产能出清，未来全产业链供给都将持续趋紧，染料产品存在一定涨价预期，公司作为关键中间体自供的一体化生产企业，将充分受益于产品涨价和市场份额提升。同时，公司将顺应染料产业升级趋势，由单一蒽醌系列活性蓝色染料产品向甲贲型活性蓝、含氟活性蓝等十余种活性、酸性以及其他高性能、差异化用途的新型染料产品延伸，目前，台州前进与台州振港年产 3.4 万吨活性染料产业升级及配套项目正加速建设，未来三年将陆续贡献利润。公司染料板块多品种的发展模式已具雏形，未来将加快现有项目建设实现内生式增长。

#### ➤ 医药产品结构优化，新建项目进展顺利，国际合作有序扩张

医药方面，公司主要从事特色中间体、原料药及相关制剂的生产与销售，产品涵盖抗感染、心血管类、精神疾病、代谢类和免疫类等多个领域。其中，培南系列已形成以 4-AA 为基础涵盖下游高级中间体、多品种培南原料药的格局，毛利率不断提高；克林霉素系列处于全球领先地位，市场需求稳中有升，目前正积极向下游延伸以提升产品附加值；氟苯尼考系列拥有规模、质量、技术上的绝对优势。近年来，公司医药板块收入稳步增长，产品结构持续优化，盈利能力逐步提升，原料药及中间体 CMO 中心扩建、年产 30 亿片 (粒) 固体制剂技改以及医药综合研发中心等项目建设进展也十分顺利。作为国内最早开展国际 CMO 业务的企业，公司与德国 BI、美国辉瑞等国际医药巨头保持着良好合作关系，一些新的国际合作也在有序对接、逐步落地。

### 二、投资建议

预计公司 2019-2021 年每股收益 0.69 元、0.85 元、1.02 元，对应 PE 分别为 13 倍、11 倍、9 倍。参考 SW 化学原料药板块当前平均 26.5 倍 PE 水平，考虑公司染料板块产品价格存在上涨预期以及新建项目产能的陆续释放，医药业务盈利稳步增长，首次覆盖，给予“推荐”评级。

### 三、风险提示：

染料产品价格下行风险；新建项目投产不及预期；安全和环保生产风险。

### 推荐

首次评级

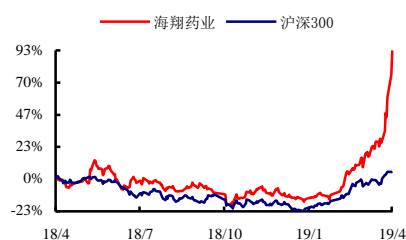
当前价格： 10.01 元

#### 交易数据

2019-4-9

近 12 个月最高/最低(元)	10.01/4.22
总股本 (百万股)	1,619
流通股本 (百万股)	1,610
流通股比例 (%)	99.45
总市值 (亿元)	162
流通市值 (亿元)	161

#### 该股与沪深 300 走势比较



资料来源：Wind，民生证券研究院

#### 分析师：陶贻功

执业证号： S0100513070009  
电话： 010-85127892  
邮箱： taoyigong@mszq.com

#### 分析师：孙建

执业证号： S0100519020002  
电话： 021-60876703  
邮箱： sunjian@mszq.com

#### 相关研究

1.海翔药业 (002099) 股东大会交流纪要与研究报告：增长动力充足，后续亮点不断

**盈利预测与财务指标**

项目/年度	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入 (百万元)	2,719	3,941	4,801	5,537
增长率 (%)	17.7%	45.0%	21.8%	15.3%
归属母公司股东净利润 (百万元)	605	1,123	1,369	1,653
增长率 (%)	76.8%	85.5%	21.9%	20.8%
每股收益 (元)	0.37	0.69	0.85	1.02
PE (现价)	12.1	13.1	10.8	8.9
PB	1.4	2.3	1.9	1.5

资料来源：公司公告、民生证券研究院

## 公司财务报表数据预测汇总

利润表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
营业总收入	2,719	3,941	4,801	5,537
营业成本	1,512	2,082	2,482	2,808
营业税金及附加	32	47	57	66
销售费用	44	49	72	83
管理费用	349	394	528	609
EBIT	670	1,271	1,518	1,805
财务费用	-52	6	-20	-50
资产减值损失	19	0	0	0
投资收益	-9	15	20	25
营业利润	711	1,290	1,573	1,900
营业外收支	-14	0	0	0
利润总额	697	1,290	1,573	1,900
所得税	92	168	205	247
净利润	605	1,123	1,369	1,653
归属于母公司净利润	605	1,123	1,369	1,653
EBITDA	863	1,271	1,518	1,805

资产负债表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
货币资金	1956	2297	2977	4139
应收账款及票据	587	702	855	986
预付款项	46	58	62	65
存货	905	1050	1321	1485
其他流动资产	239	349	464	588
流动资产合计	3734	4456	5680	7263
长期股权投资	66	76	81	84
固定资产	1215	1315	1465	1515
无形资产	540	540	540	540
非流动资产合计	3302	3617	3877	3985
资产合计	7035	8073	9556	11248
短期借款	599	398	235	103
应付账款及票据	792	863	1106	1250
其他流动负债	188	228	263	290
流动负债合计	1579	1489	1604	1642
长期借款	0	0	0	0
其他长期负债	66	66	66	66
非流动负债合计	66	66	66	66
负债合计	1645	1555	1669	1708
股本	1619	1619	1619	1619
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益合计	5391	6518	7887	9540
负债和股东权益合计	7035	8073	9556	11248

资料来源：公司公告、民生证券研究院

主要财务指标	2018	2019	2020	2021
<b>成长能力</b>				
营业收入增长率	17.7%	45.0%	21.8%	15.3%
EBIT 增长率	33.7%	89.6%	19.4%	18.9%
净利润增长率	76.8%	85.5%	21.9%	20.8%
<b>盈利能力</b>				
毛利率	44.4%	47.2%	48.3%	49.3%
净利率	22.3%	28.5%	28.5%	29.9%
总资产收益率 ROA	8.6%	13.9%	14.3%	14.7%
净资产收益率 ROE	11.2%	17.2%	17.4%	17.3%
<b>偿债能力</b>				
流动比率	2.36	2.99	3.54	4.42
速动比率	1.76	2.25	2.68	3.48
现金比率	1.24	1.54	1.86	2.52
资产负债率	23.4%	19.3%	17.5%	15.2%
<b>经营效率</b>				
应收账款周转天数	80.11	65.00	65.00	65.00
存货周转天数	206.98	184.08	194.31	193.01
总资产周转率	0.37	0.52	0.54	0.53
<b>每股指标 (元)</b>				
每股收益	0.37	0.69	0.85	1.02
每股净资产	3.33	4.03	4.87	5.89
每股经营现金流	0.49	0.55	0.69	0.86
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>估值分析</b>				
PE	12.09	13.12	10.76	8.91
PB	1.36	2.26	1.87	1.54
EV/EBITDA	6.96	10.13	7.93	5.95
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%

现金流量表 (百万元)	2018	2019	2020	2021
净利润	605	1,123	1,369	1,653
折旧和摊销	193	0	0	0
营运资金变动	-18	-271	-266	-251
经营活动现金流	791	886	1,114	1,394
资本开支	-251	-300	-250	-100
投资	0	-15	-10	-8
投资活动现金流	-1,097	-300	-240	-83
股权募资	0	0	0	0
债务募资	-744	-201	-163	-132
筹资活动现金流	-906	-246	-195	-149
现金净流量	-1,212	341	680	1,162

## 分析师简介

**陶贻功**，毕业于中国矿业大学（北京），本科专业化学工程与工艺，研究生专业矿物加工工程（煤化工）。2011年7月加入民生证券至今。一直从事煤炭、电力、燃气、环保等大能源方向的行业研究。2012年“新财富最佳分析师”入围、2012年“第六届水晶球奖”（非公募类）第二名、2012年“金牛分析师”入围奖核心成员。2015年“天眼”采掘行业最佳选股分析师第二名；2016年“慧眼”环保行业第二名。

**孙建**，博士，医药行业首席分析师，北京大学医学部生药学博士，2019年1月加入民生证券。

## 分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，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。

## 评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来股价涨幅 15% 以上
	谨慎推荐	分析师预测未来股价涨幅 5%~15% 之间
	中性	分析师预测未来股价涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来股价跌幅 5% 以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅为基准。	推荐	分析师预测未来行业指数涨幅 5% 以上
	中性	分析师预测未来行业指数涨幅-5%~5% 之间
	回避	分析师预测未来行业指数跌幅 5% 以上

## 民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1239号世纪大都会1201A-C单元； 200122

深圳：广东省深圳市深南东路 5016 号京基一百大厦 A 座 6701-01 单元； 518001

## 免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及预测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，且预测方法及结果存在一定程度局限性。在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、预测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。