

2019年10月27日

染料板块景气回落，医药板块仍在高速增长 买入（维持）

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

盈利预测与估值	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	1,009	1,466	1,881
同比（%）	76.8%	66.8%	45.2%	28.3%
每股收益（元/股）	0.37	0.62	0.91	1.16
P/E（倍）	18.65	11.18	7.70	6.00

事件：

海翔药业发布三季报，报告期内实现营业收入 23.76 亿元，同比增长 15.11%，实现归属母公司净利润 6.90 亿元，同比增长 42.87%。经营现金流 4.5 亿元，基本持平。

投资要点

■ **染料板块景气回落，三季报环比下滑。**三季度营收环比下滑 29%，归母净利润环比下滑 34%。主要原因有两个，首先，染料板块有一定的季节性，三季度历来需求最淡；其次中美贸易摩擦不决，纺织服装下游需求低迷。展望四季度，虽然亚邦复产较为确定，但亚邦全面复产难度较大，更大可能是选择性生产部分高毛利核心品种。同时，公司的 1-氨基蒽醌和 DCB 已经投产，溴氨酸逐步投产，振港 1.8 万吨染料项目也在稳步推进，染料板块最低点应该已经过去。

■ **医药板块仍在高速增长。**产品方面，目前医药板块的增量主要是培南类中间体，比如 MAP、培南侧链等，带量采购以及区位优势使得公司这块的成本管控力强、一体化优势凸显的原料药供应商优势凸显。远期，公司在产品布局上也逐步从早期的抗感染类产品，逐步向心血管类、代谢类、精神疾病领域和免疫类产品延伸，公司在达比加群酯、阿卡波糖等方向的布局较为值得关注。土地储备方面，公司在川南基地有丰富的土地储备。

■ **盈利预测与投资评级：**预计公司 2019~2021 年营业收入分别为 37.55 亿元、46.86 亿元、59.62 亿元，归母净利润分别为 10.09 亿元、14.66 亿元、18.81 亿元，EPS 分别为 0.62 元、0.91 元、1.16 元，当前股价对应 PE 分别为 11X、8X、6X，维持“买入”评级。

■ **风险提示：**在建染料项目投产不及预期，染料行业环保政策的不确定性

股价走势



市场数据

收盘价(元)	6.97
一年最低/最高价	4.15/11.76
市净率(倍)	2.00
流通 A 股市值(百万元)	11182.95

基础数据

每股净资产(元)	3.49
资产负债率(%)	16.26
总股本(百万股)	1618.72
流通 A 股(百万股)	1604.44

相关研究

1、《海翔药业 (002099)：医药板块表现靓丽，染料一体化未来可期》2019-08-21

2、《海翔药业 (002099)：一体化优势隐现，成长潜力足》

2019-04-09

海翔药业三大财务预测表

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	3,734	4,112	4,443	6,241	营业收入	2,719	3,755	4,686	5,962
现金	1,956	1,496	1,961	2,375	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	562	733	919
非流动资产	3,302	3,986	4,418	5,000	财务费用	-52	47	21	32
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	1,178	1,705	2,185
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	8,098	8,861	11,241	利润总额	697	1,169	1,695	2,175
流动负债	1,579	2,107	1,778	2,683	减:所得税费用	92	159	229	294
短期借款	599	845	599	831	少数股东损益	0	0	0	0
应付账款	302	366	384	567	归属母公司净利润	605	1,009	1,466	1,881
其他流动负债	678	896	795	1,285	EBIT	675	1,161	1,687	2,154
非流动负债	66	77	81	87	EBITDA	867	1,367	1,973	2,525
长期借款	0	11	15	21					
其他非流动负债	66	66	66	66	重要财务与估值指标	2018A	2019E	2020E	2021E
负债合计	1,645	2,183	1,858	2,770	每股收益(元)	0.37	0.62	0.91	1.16
少数股东权益	0	0	0	0	每股净资产(元)	3.33	3.65	4.33	5.23
					发行在外股份(百万股)	1619	1619	1619	1619
归属母公司股东权益	5,391	5,914	7,003	8,470	ROIC(%)	9.6%	14.7%	19.0%	19.9%
负债和股东权益	7,035	8,098	8,861	11,241	ROE(%)	11.2%	17.1%	20.9%	22.2%
					毛利率(%)	44.4%	50.2%	55.2%	55.3%
现金流量表 (百万元)	2018A	2019E	2020E	2021E	销售净利率(%)	22.3%	26.9%	31.3%	31.5%
经营活动现金流	791	739	1,818	1,567	资产负债率(%)	23.4%	27.0%	21.0%	24.6%
投资活动现金流	-1,097	-883	-714	-948	收入增长率(%)	17.7%	38.1%	24.8%	27.2%
筹资活动现金流	-906	-316	-639	-204	净利润增长率(%)	76.8%	66.8%	45.2%	28.3%
现金净增加额	-1,177	-460	465	415	P/E	18.65	11.18	7.70	6.00
折旧和摊销	193	206	286	371	P/B	2.09	1.91	1.61	1.33
资本开支	256	682	430	581	EV/EBITDA	11.55	7.82	5.06	3.89
营运资本变动	-18	-515	49	-712					

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,并注明出处为东吴证券研究所,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>

