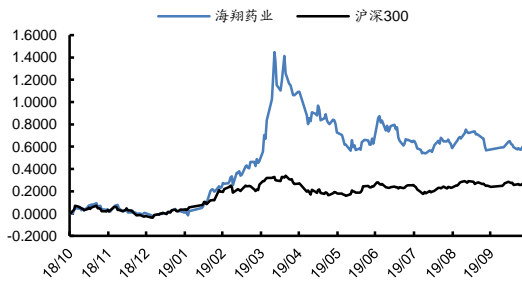


研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：卢昊 S0350118050025
021-60338172 luh@ghzq.com.cn

KN-R 价格进入底部区域，医药业务稳健成长 ——海翔药业（002099）2019年3季报点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
海翔药业	1.8	-3.9	60.0
沪深300	1.1	1.0	22.8

市场数据

	2019-10-25
当前价格（元）	6.97
52周价格区间（元）	4.15 - 11.76
总市值（百万）	11282.45
流通市值（百万）	11182.95
总股本（万股）	161871.53
流通股（万股）	160444.07
日均成交额（百万）	241.45
近一月换手（%）	13.53

相关报告

《海翔药业（002099）2019中报点评：原料药超预期，染料有望迎来需求反转，关注4季度新产能投放》——2019-08-21

《海翔药业（002099）一季报及上半年业绩预告点评：医药、染料双轮驱动，业绩符合预期》——2019-04-23

《海翔药业（002099）事件点评：活性染料KN-R有望提价，全产业链龙头业绩弹性大》——2019-04-03

《海翔药业（002099）2018年半年报点评：环保限产背景下活性染料价格维持高位，行业龙头盈利能力持续提升》——2018-08-30

事件：

2019年10月28日，海翔药业（002099）发布3季报，公司1-9月实现营业收入23.76亿元，同比+15.11%，实现归母净利润6.9亿元，同比+42.87%，扣非净利润6.74亿元，同比+40.99%。其中，3季度实现营业收入6.43亿元，同比-7.84%，实现归母净利润1.94亿元，同比-6.21%，实现扣非净利润1.91亿元，同比-7.42%。

1.染料业务方面，价格已经接近底部。

3季度染料价格走势下行，其中KNR的对外报价已经从6月的20万元/吨下跌到10月的16万元/吨，主因是贸易战等因素影响下需求不振，且东北、内蒙等染料新产能逐步投产，供需失衡下染料进入下行周期。

从染料各个子行业来看，我们最看好KNR为代表的蒽醌系列染料，生产环节多、工艺复杂，一体化生产壁垒更高，因此也享有更高的盈利水平。实际上，如果回顾2013-2016，即本轮供给侧改革之前，海翔、亚邦为代表的蒽醌染料的常态毛利率基本在50%以上，比染料整体的毛利率高15-20pct。如果以8万元/吨左右的KNR成本计算，14万/吨基本是KNR的极限低位，因此我们认为蒽醌会先于其他染料品种见底。

2.医药业务稳健成长。

公司以培南系列为代表的原料药持续高景气，培南核心中间体4-AA目前报价已经达到1800元/kg，公司依托台州优质医药园区承接更多国内外订单，在产品布局上也逐步从早期的抗感染类产品，逐步转向心血管类、代谢类、精神疾病领域和免疫类产品，长期增长可期。

投资要点：

- **医药和染料双主业发展，盈利能力强。**公司主营业务分为医药和染料两大板块。医药板块主要从事特色中间体、原料药及相关制剂的生产与销售，同时提供国际制药CDMO/CMO专业服务。产品涵盖抗感染、心血管类、精神疾病领域、代谢类和免疫类等多个领域。染料板块主要从事环保型活性染料、染料中间体以及颜料中间体的生产和销售，产品以活性艳蓝KN-R型染料为主。2018年公司实现营业收入

《海翔药业（002099）2018年半年业绩快报点评：KN-R 活性艳染料价格上涨，行业龙头中报业绩稳步上升》——2018-07-31

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

入 27.19 亿元(yoy+17.74%)，实现归属母公司净利润 6.05 亿元(yoy+76.79%)。其中，医药板块实现营业收入 14.69 亿元(yoy+13.24%)，实现净利润 1.99 亿元(yoy+55.13%)；染料板块实现销售收入 12.50 亿元(+23.51%)，实现净利润 4.06 亿元(yoy+89.82%)。

- **医药产品结构优化，扩大国际定制合作业务。**海翔药业医药业务主要是从事特色原料药、制剂的生产和销售以及为国际制药企业提供定制生产、配套研发的服务。公司与国际知名药企都保持良好合作关系，与辉瑞合作十余年，是德国 BII 在中国唯一的战略合作伙伴。公司培南系列、克林霉素系列、氟苯尼考系列在市场上拥有规模、质量、技术的绝对优势，处于行业龙头地位。2018 年公司通过加强内部管理，降本增效，继续巩固克林霉素系列、培南系列等主导产品的市场份额，医药板块盈利能力稳定。
- **染料产品种类及产量加大拓展，未来成长空间大。**海翔药业活性艳蓝 KN-R 在高端活性染料领域处于龙头地位，对其价格拥有绝对话语权，且下游客户稳定。目前，台州前进一期和二期活性艳蓝 KR-N 均已投产总产能达到 1.5 万吨。2018 年环保趋严，公司染料产品提价业绩弹性扩大。未来公司将顺应染料产业升级的大趋势，由单一蒽醌系列活性蓝色染料产品向甲臞型活性蓝、含氟活性蓝等 10 多种活性蓝色染料以及其他色系活性染料和酸性染料产品延伸，有助于提升应对市场风险的能力，同时有利于扩大公司在高端染料细分领域的竞争优势，提升市场份额。
- **盈利预测与投资评级：给予“买入”评级。**公司医药板块发展迅猛，染料板块新产能即将投产有望带来新的盈利增长点，考虑到染料价格处于下行周期，小幅度下调盈利预期，预计 2019-2020 年 EPS 为 0.58、0.74 和 0.89 元，对应 PE12.10、9.38 和 7.81 倍。长远看公司医药和染料业务壁垒较高且成长空间较大，**维持“买入”评级。**
- **风险提示：**医药行业竞争加剧；染料行业竞争对手复产；下游需求不及预期，染料价格下行风险；安全和环保生产风险；人民币汇率波动对于公司业绩影响。

预测指标	2018	2019E	2020E	2021E
主营收入（百万元）	2719	3543	4605	6032
增长率(%)	17.7%	30.3%	30.0%	31.0%
归母净利润（百万元）	605	932	1202	1444
增长率(%)	77%	54%	29%	20%
摊薄每股收益（元）	0.37	0.58	0.74	0.89
ROE(%)	11.22%	15.67%	18.02%	19.16%

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

附表：海翔药业盈利预测表

证券代码：	2099		股票价格： 6.97		投资评级：	买入		日期： 2019/10/25	
财务指标	2018	2019E	2020E	2021E	每股指标与估值	2018	2019E	2020E	2021E
盈利能力					每股指标				
ROE	11%	16%	18%	19%	EPS	0.37	0.58	0.74	0.89
毛利率	44%	48%	46%	45%	BVPS	3.33	3.68	4.12	4.66
期间费率	14%	14%	14%	15%	估值				
销售净利率	22%	26%	26%	24%	P/E	18.65	12.10	9.38	7.81
成长能力					P/B	2.09	1.90	1.69	1.50
收入增长率	18%	30%	30%	31%	P/S	4.15	3.18	2.45	1.87
利润增长率	77%	54%	29%	20%					
营运能力					利润表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
总资产周转率	0.39	0.50	0.58	0.66	营业收入	2719	3543	4605	6032
应收账款周转率	4.55	5.20	5.20	5.20	营业成本	1512	1835	2466	3328
存货周转率	1.67	2.04	2.04	2.04	营业税金及附加	32	35	46	60
偿债能力					销售费用	44	78	115	151
资产负债率	23%	16%	17%	17%	管理费用	349	390	507	694
流动比	2.36	3.17	3.31	3.47	财务费用	(52)	(21)	(25)	(29)
速动比	1.79	2.35	2.35	2.39	其他费用/(-收入)	(23)	0	0	0
资产负债表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E	营业利润	711	1084	1398	1679
现金及现金等价物	1956	1580	1649	1904	营业外净收支	(14)	0	0	0
应收款项	598	682	886	1161	利润总额	697	1084	1398	1679
存货净额	905	915	1229	1658	所得税费用	92	152	196	235
其他流动资产	274	358	465	609	净利润	605	932	1202	1444
流动资产合计	3734	3535	4229	5332	少数股东损益	0	0	0	0
固定资产	1215	1414	1596	1763	归属于母公司净利润	605	932	1202	1444
在建工程	653	753	853	753	现金流量表 (百万元)	2018	2019E	2020E	2021E
无形资产及其他	540	550	506	461	经营活动现金流	791	698	1012	1138
长期股权投资	66	66	66	66	净利润	605	932	1202	1444
资产总计	7035	7117	8000	9125	少数股东权益	0	0	0	0
短期借款	599	349	249	149	折旧摊销	192	155	173	184
应付款项	792	672	903	1218	公允价值变动	5	0	0	0
预收帐款	19	25	33	43	营运资金变动	(11)	(390)	(364)	(489)
其他流动负债	169	70	94	127	投资活动现金流	(1097)	(426)	(405)	(251)
流动负债合计	1579	1116	1278	1536	资本支出	(403)	(454)	(455)	(251)
长期借款及应付债券	0	0	0	0	长期投资	(7)	0	0	0
其他长期负债	66	51	51	51	其他	(688)	28	50	0
长期负债合计	66	51	51	51	筹资活动现金流	(906)	(623)	(581)	(678)
负债合计	1645	1167	1329	1587	债务融资	(744)	(250)	(100)	(100)
股本	1619	1619	1619	1619	权益融资	0	0	0	0
股东权益	5391	5950	6671	7538	其它	(162)	(373)	(481)	(578)
负债和股东权益总计	7035	7117	8000	9125	现金净增加额	(1212)	(351)	26	210

资料来源：Wind 资讯、国海证券研究所

【化工组介绍】

代鹏举，上海交通大学硕士，8年证券行业从业经历，目前负责化工行业和中小市值研究。

卢昊，上海交通大学工商管理硕士，4年大型化工企业技术和管理工作经验，2年化工行业研究经验

【分析师承诺】

代鹏举，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深300指数；

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深300指数；

回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深300指数。

股票投资评级

买入：相对沪深300指数涨幅20%以上；

增持：相对沪深300指数涨幅介于10%~20%之间；

中性：相对沪深300指数涨幅介于-10%~10%之间；

卖出：相对沪深300指数跌幅10%以上。

【免责声明】

本报告的风险等级定级为R3，仅供符合国海证券股份有限公司（简称“本公司”）投资者适当性管理要求的客户（简称“客户”）使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户及/或投资者应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。