

2019年10月29日

证券研究报告·公司研究报告

海翔药业 (002099) 医药生物

买入 (首次)

当前价: 6.96元

目标价: 9.90元 (6个月)



西南证券
SOUTHWEST SECURITIES

被低估的国内医药原料药龙头

投资要点

- **医药、染料是海翔药业的核心业务模块。**公司2006年上市,2014年重大资产重组实施完成后形成医药、染料双轮驱动的发展模式。目前,医药、染料业务在收入端大致相当,利润端染料比重略大。2019年前三季度,公司实现营业收入23.8亿,归母净利润6.9亿,同比分别增长15.1%、42.9%。2019年三季度末,公司固定资产12.7亿元,在建工程8.5亿元,未来2-3年之内,公司的在建工程将全面转固。另外,公司在川南还有445亩的储备用地,已经建成危险废物焚烧系统,未来公司内生增长将引领其发展。
- **公司医药业务稳健发展,优势品种不断增长。**公司医药产品的培南系列、克林霉素系列、氟苯尼考系列处于行业龙头地位。公司未来的看点在于:1)优势品种增长:培南产品上,公司2018年和国际大客户促成战略合作,2019年培南涨价,销量增加,另外公司将于19年底完成中间体和美罗培南的扩产;克林霉素产品上,2018年以来,公司出口和高端市场的收入快速增长。2)新品种扩展:公司在代谢类、心血管类和抗感染类产品上,未来存在放量的可能,2018年,公司完成琥珀酸美托洛尔FDA注册、中国注册、盐酸去氧肾上腺素中国注册等11项注册,2019年上半年,阿卡波糖片的一致性评价相关申报材料已获药监局受理。3)CMO业务持续推进:2018年公司CMO业务订单稳中有升,2019年上半年,公司与辉瑞、BI等公司的CDMO/CMO合作产品增多。
- **公司染料品种独特,产能扩张,利润可期。**公司染料产能1.2万吨,染料产品中活性艳蓝KN-R是公司主打产品,占据全球60%市场份额。目前,公司有台州前进15500吨活性染料产业升级配套项目和台州振港公司年产18500吨染料产业升级项目在建,预计将分别在2019年10月和2020年底投产。新产能是现在染料产能的2.8倍,未来三年产能释放将大力助推公司业绩增长。
- **盈利预测与评级。**我们选取和公司一样进行CMO业务的凯莱因、生产培南的富祥股份为医药业务可比公司,浙江龙盛、闰土股份为染料业务可比公司。预计2019-2021年EPS分别为0.55元、0.77元、1.15元,三年归母净利润复合增速46%,由于公司医药和染料业务齐头并进,根据可比公司估值水平,给予公司2019年18倍估值,对应目标价9.9元,首次覆盖,给予“买入”评级。
- **风险提示:**安全环保的风险,新项目建成及投产进度或不及预期的风险,原材料价格波动的风险,下游需求疲软的风险,汇率波动的风险。

指标/年度	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	2718.61	3261.00	4776.00	7021.50
增长率	17.74%	19.95%	46.46%	47.02%
归属母公司净利润(百万元)	605.00	889.68	1241.26	1864.26
增长率	76.79%	47.05%	39.52%	50.19%
每股收益EPS(元)	0.37	0.55	0.77	1.15
净资产收益率ROE	11.22%	14.44%	17.19%	21.09%
PE	19	13	9	6
PB	2.09	1.83	1.56	1.27

数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
 执业证号: S1250513110001
 电话: 021-58351962
 邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 杨林
 执业证号: S1250518100002
 电话: 010-57631191
 邮箱: ylin@swsc.com.cn

分析师: 黄景文
 执业证号: S1250517070002
 电话: 0755-23614278
 邮箱: hjw@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.19
流通A股(亿股)	16.04
52周内股价区间(元)	4.35-10.69
总市值(亿元)	112.66
总资产(亿元)	67.41
每股净资产(元)	3.49

相关研究

请务必阅读正文后的重要声明部分

目 录

1 公司概况：医药、染料双轮驱动	1
2 医药业务分析：行业持续增长，公司业务稳健提升	5
2.1 国内药品市场规模持续扩大	5
2.2 公司医药业务稳健发展，优势品种不断增长	5
3 化工业务分析：主业向好，新产品收入增长	9
3.1 染料行业下游需求好，环保约束带来行业高盈利能力	9
3.2 公司染料品种独特，产能扩张，利润可期	10
4 在建工程转固后，将再造一个海翔	12
5 盈利预测与估值	12
6 风险提示	13

图 目 录

图 1: 公司股权结构.....	1
图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年)	3
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年)	3
图 4: 公司原料药收入及毛利率.....	3
图 5: 公司染料收入及毛利率.....	3
图 6: 公司原料药中间体收入及毛利率.....	4
图 7: 公司染料中间体收入及毛利率.....	4
图 8: 公司营业收入变动.....	4
图 9: 公司归母净利润变动.....	4
图 10: 国内药品终端市场持续增长.....	5
图 11: 培南类和青霉素类在化学结构上的差异.....	6
图 12: 以 Sunagawa 开发的美罗培南侧链合成工艺路线为例, 培南合成中, 碳青霉烯环系对酸、碱敏感.....	6
图 13: 中国公立医疗机构终端林可霉素销售额情况.....	7
图 14: 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性.....	8
图 15: 染料行业市场份额.....	9
图 16: 印染行业产量及增速.....	9
图 17: 染料企业染料业务毛利率对比.....	10
图 18: 染料的分类和公司的产品定位.....	10

表 目 录

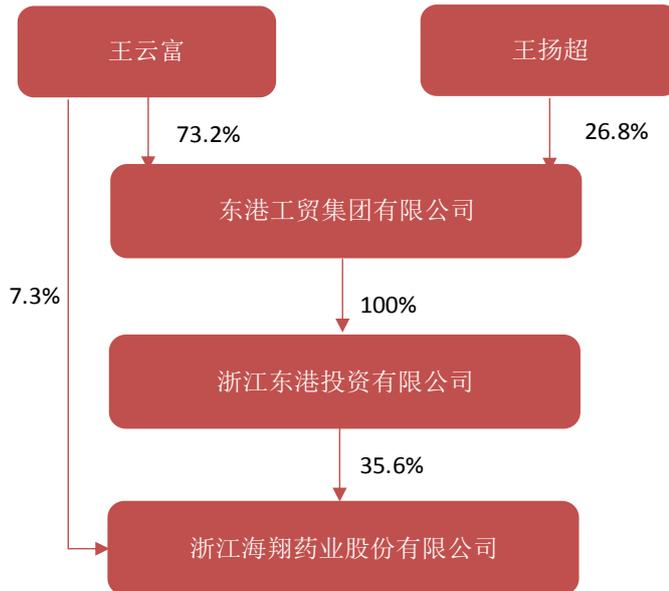
表 1: 公司主要医药产品的情况.....	2
表 2: 公司主要染料产品的情况.....	3
表 3: 重要在建工程项目变动情况 (单位: 亿元, 截至 2019 年上半年末)	12
表 4: 分业务收入及毛利率.....	12
表 5: 可比公司估值表.....	13
附表: 财务预测与估值.....	14

1 公司概况：医药、染料双轮驱动

公司 2006 年 12 月在深交所上市，2014 年重大资产重组实施完成后形成医药、染料双轮驱动的发展模式。

公司的控股股东是浙江东港投资有限公司，实际控制人为王云富。

图 1：公司股权结构



数据来源：wind，西南证券整理

公司的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。

公司的克林霉素盐酸盐在 2004 年就通过美国的 FDA 认证，克林霉素系列产量稳居全球龙头地位；公司为全国较早掌握培南类关键中间体 4-AA 核心技术，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；公司的氟苯尼考、甲砒霉素、联苯双酯等产品都曾做到国内产销量第一。

公司是国内最早开展特色中间体及原料药出口业务的企业之一，公司原料药生产场地多次通过美国 FDA、欧盟 EDQM、日本 PMDA、澳大利亚 TGA、中国等官方的 GMP 检查，2017 年 10 月川南厂区以零缺陷通过美国 FDA 的现场检查。公司在特色原料药的基础上向制剂延伸，建有口服固体制剂生产线并通过了欧盟和中国官方的 GMP 检查，2018 年 8 月再次通过了欧盟 GMP 检查，是国内少有具备制剂出口欧盟资质的企业。

表 1: 公司主要医药产品的情况

应用领域	产品名	适用症	类别
抗感染	美罗培南系列 (4-AA、MAP、美罗培南粗品)	用于重症感染以及以G-菌为主的混合性感染、多重耐药菌感染、产酶菌感染	原料药、中间体
	亚胺培南的关键中间体KETO	用于敏感菌所致的各种感染，特别适用于多种细菌联合感染和需氧菌及厌氧菌的混合感染	中间体
	西司他汀酸中间体	西司他汀酸与亚安培南共同使用	中间体
	盐酸克林霉素胶囊、盐酸克林霉素	用于由链球菌属、葡萄球菌属及厌氧菌等敏感菌株所致的下述感染：中耳炎、鼻窦炎、化脓性扁桃体炎、肺炎；皮肤软组织感染	制剂、原料药
	克林霉素磷酸酯	用于敏感细菌引起的各种感染、败血症、骨髓炎等	原料药
	盐酸克林霉素棕榈酸酯	用于革兰阳性菌引起的各种感染性疾病以及厌氧菌引起的各种感染性疾病	原料药
	盐酸阿莫罗芬	用于真菌引起的指（趾）甲感染	原料药
	联苯双酯	用于治疗病毒性肝炎和药物性肝损伤引起转氨酶升高	原料药
代谢类	伏格列波糖	改善糖尿病餐后高血糖	原料药
	瑞格列奈	用于饮食控制、降低体重与运动不能有效控制高血糖的2型糖尿病	原料药
	阿卡波糖片	用于胰岛素依赖型或非胰岛素依赖型的糖尿病	制剂
心血管类	达比加群酯的关键中间体OA、MD	新一代口服抗凝药物直接凝血酶抑制剂(DTIs)，用于预防非瓣膜性房颤患者的卒中和全身性栓塞	中间体 (CMO服务)
	琥珀酸美托洛尔	用于高血压、心绞痛的治疗	原料药
兽药	氟苯尼考	用于鸡大肠杆菌病及鸭浆膜炎及鱼的杀鲑产生单胞菌、鳃弧菌等，用于敏感细菌所致牛、猪、鸡肠道感染及支原体引起的慢性呼吸道病	原料药
	氟尼辛葡甲胺	用于缓解马的内脏绞痛、肌肉与骨骼紊乱引起的疼痛及抗炎；牛的各种疾病感染引起的急性炎症的控制；另外也可用于母猪乳房炎、子宫炎及无乳综合征的辅助治疗	原料药
	甲矾霉素	用于流感杆菌、大肠杆菌、沙门菌属所致的呼吸系统、肝胆系统、泌尿系统和消化系统的感染	原料药
精神类	富马酸喹硫平	用于治疗精神分裂症	原料药

数据来源：公司公告，西南证券整理

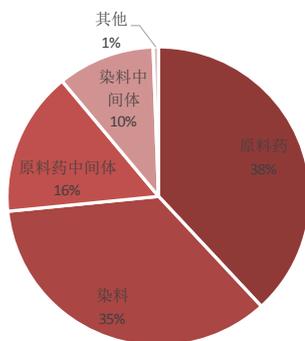
公司的染料板块主要从事环保型活性染料、染料中间体以及颜料中间体的生产和销售，产品以蒽醌类活性染料为主。公司的染料产品主要以活性蓝色系列，其中活性艳蓝 KN-R 是公司主打产品，占据全球 60% 市场，2018 年获得全国制造业单项冠军和国家隐形冠军产品称号。公司目前染料产能 1.2 万吨，配套溴氨酸、氨基油等关键中间体产能 1.4 万吨。

表 2: 公司主要染料产品的情况

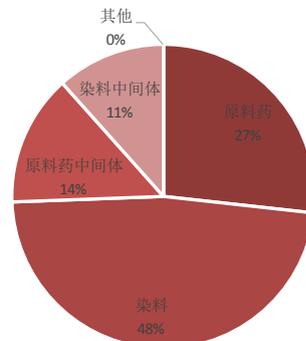
应用领域	产品名	适用症
染料		主要生产活性艳蓝 KN-R 型产品,包括 KN-R(HG)、KN-R(SR)、KN-R(SP)等以及 P-3R,KE-GN,活性艳兰 BB,主要用于棉、麻、丝等天然纤维织物的染色,具有较高的日晒牢度和优良的匀染性,适用于连续染色、冷轧堆等印染工艺
染料中间体	染料中间体	主要生产氨基油、溴氨酸、间位酯等染料中间体,用于合成乙烯基磺型染料、蒽醌型染料
	颜料中间体	主要生产 DCB 等颜料中间体,主要用于颜料黄 12, 13, 14, 17, 35, 55, 颜料橙 13, 颜料红 38 等中高档双芳胺类偶氮颜料

数据来源: 公司公告, 西南证券整理

公司主营业务结构: 从收入端来看, 医药和染料比重几乎相同, 从毛利结构看, 由于染料及其中间体毛利率更高, 毛利结构上, 染料业务比重更大, 约占六成。

图 2: 公司营业收入结构 (2019 年上半年)


数据来源: wind, 西南证券整理

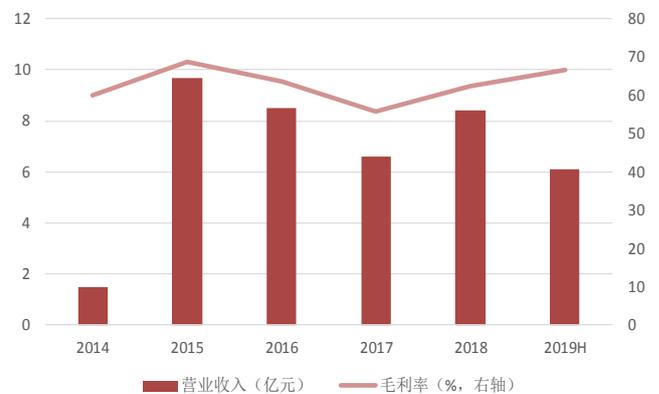
图 3: 公司毛利结构 (2019 年上半年)


数据来源: wind, 西南证券整理

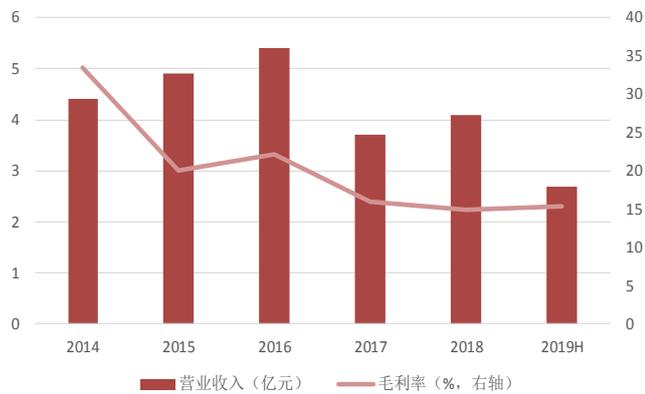
公司业绩情况: 2014 年第四季度, 公司完成重大资产重组, 染料业务当年实现并表。从历史数据看, 公司原料药收入近几年呈现持续增长的趋势, 其毛利率维持 25%-35%之间波动, 染料收入波动与染料价格相关, 其毛利率维持 50%以上的高水平。中间体产品的毛利率相对较低。

图 4: 公司原料药收入及毛利率

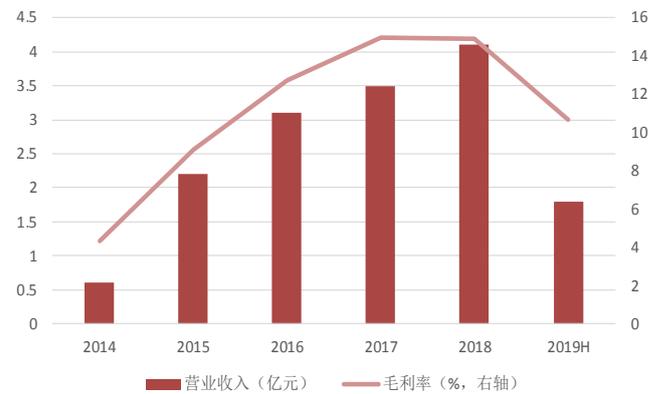

数据来源: wind, 西南证券整理

图 5: 公司染料收入及毛利率


数据来源: wind, 西南证券整理

图 6：公司原料药中间体收入及毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

图 7：公司染料中间体收入及毛利率


数据来源：wind，西南证券整理

公司的营业收入、归母净利润波动主要受到医药、染料业务影响。2019 年前三季度，公司实现营业收入 23.8 亿，归母净利润 6.9 亿，同比分别增长 15.1%、42.9%。

随着 2016 年以来环保趋严，公司 2016-2017 年染料毛利率下降，2018 年 2019 年上半年，随着行业内其他竞争对手停产和染料及染料中间体涨价，公司染料业务毛利率回升。2019 年第三季度，由于是染料行业的传统淡季，加上贸易战带来需求不振，公司染料业务受到一定影响，染料价格略有下滑。2016 年以来，公司的医药业务稳步发展，不断实现内生式增长。

图 8：公司营业收入变动


数据来源：wind，西南证券整理

图 9：公司归母净利润变动

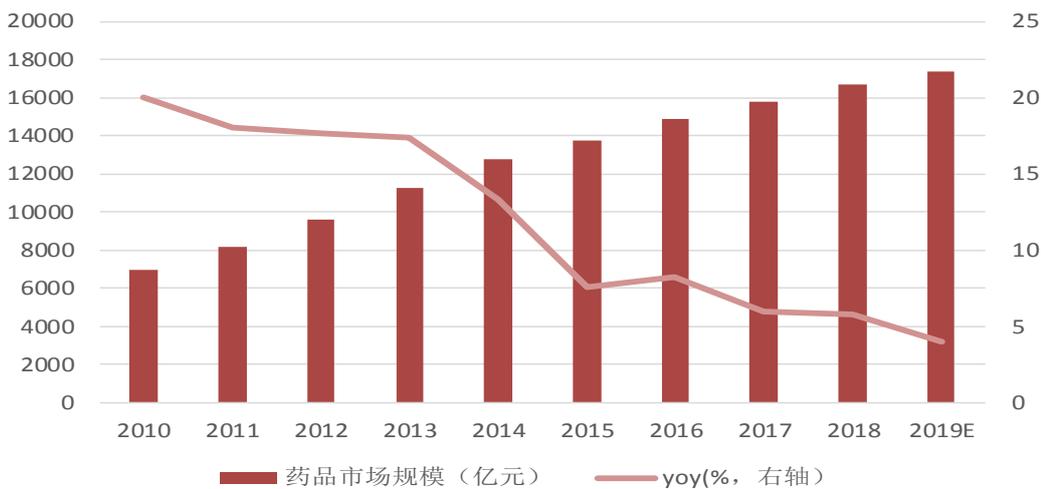

数据来源：wind，西南证券整理

2 医药业务分析：行业持续增长，公司业务稳健提升

2.1 国内药品市场规模持续扩大

根据中康 CMH 数据显示，2018 年，国内药品市场（不含药材、中药饮片和配方颗粒）总规模 1.7 万亿元，较 2017 年增长 5.8%，中康资讯预计 2019 年国内药品市场规模年增速为 4.0%。

图 10：国内药品终端市场持续增长



数据来源：中康资讯，西南证券整理

经济增长、人口老龄化以及保健意识增强等因素将促使药品市场销售规模将进一步扩大，但医改政策、医保控费、药品招标价格、集中议价、公立医院药品零差率、药占比限制等改革措施仍将带来持续影响，从而制约着药品销售规模的高增长。

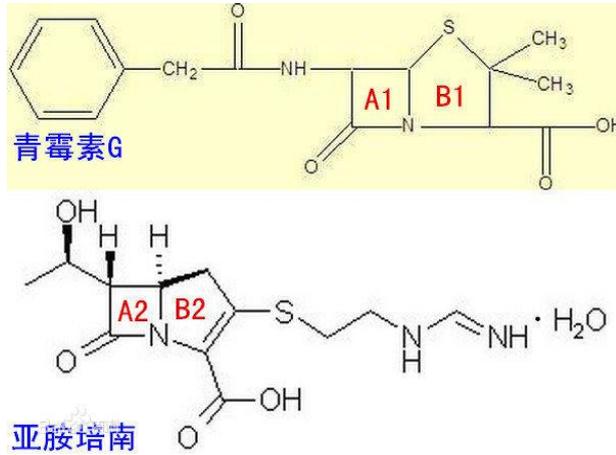
2018 年药品终端整体市场由销量和新产品上市驱动增长，随着近年来创新药的接连上市，预计 2019 年，新品将成为主要的增长驱动因素。根据中康 CMH 数据显示，2019 年第一季度，安罗替尼、伊布替尼、瑞戈非尼等在典型样本医院的销售额环比增长均超过 200%，同时，新特药上市，需通过 DTP 药房迅速落地销售，将进一步拉升零售药店药品销售额。

另一方面，未来仿制药企业将会进一步挤掉价格泡沫。在美国，仿制药占据总量的 86%，但只占据市场总额的 13%，在我国，目前仿制药占据市场总量的 79%，总额的 71%，存在大量高价仿制药。随着“4+7”、一致性评价的推进，仿制药市场的洗牌正在进行，在此过程中，具有成本优势的原料制剂一体化企业将占据先机。

2.2 公司医药业务稳健发展，优势品种不断增长

公司医药产品涵盖抗感染、心血管类、精神疾病领域、代谢类和免疫类等多个领域，其中培南系列、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。

图 11: 培南类和青霉素类在化学结构上的差异

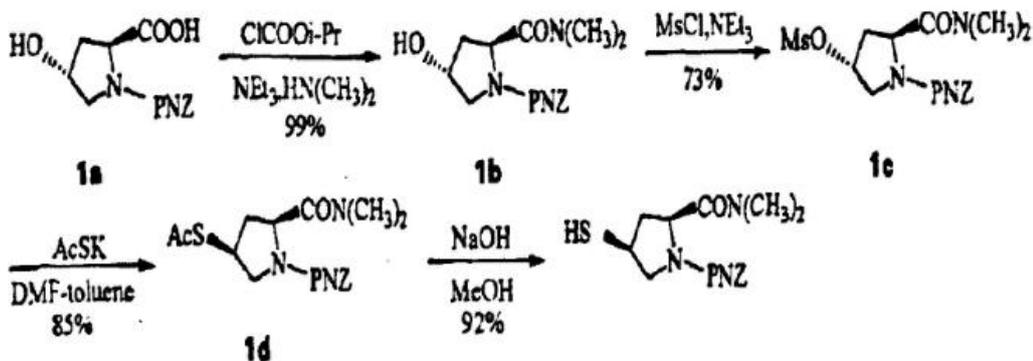


数据来源: 百度百科, 西南证券整理

培南系列是公司医药产品中最大的一部分。培南系列产品是一类非典型β-内酰胺类抗生素, 目前全球已上市的培南类药物共有 7 个, 其中, 单方药物有 5 个品种, 分别是美罗培南、比阿培南、厄他培南、多尼培南和替比培南, 复方制剂有两个品种, 分别是亚胺培南/西司他丁、帕尼培南/倍他米隆。据米内网数据, 2016 年国内公立医疗机构碳青霉烯类抗菌素药物市场已突破 100 亿元规模, 呈现出原研药与国产仿制药两军对垒的局面。品种表现各异, 美罗培南、亚胺培南/西司他丁和比阿培南发展平稳, 厄他培南和法罗培南增长明显, 帕尼培南/倍他米隆下降明显。

公司的培南产业链相对完善, 且具有成本优势。根据公司定期报告的信息披露, 2017 年, 公司美罗培南原料药销售保持快速增长, 自身产能受限仍未能完全满足市场需求, 公司开始推进培南扩产项目, 2018 年, 公司培南系列产品促成了国际大客户的战略合作, 2019 年, 公司培南系列产品涨价, 销售增加, 另外, 公司将完成现有中间体和美罗培南的扩产, 未来培南系列产品收入将会进一步增加。

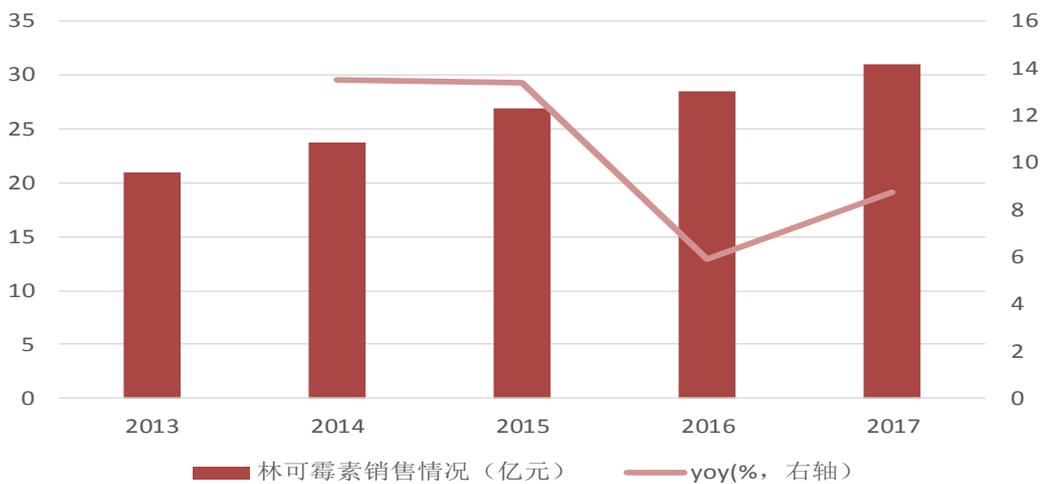
图 12: 以 Sunagawa 开发的美罗培南侧链合成工艺路线为例, 培南合成中, 碳青霉烯环系对酸、碱敏感



数据来源: 中国知网, 西南证券整理

克林霉素是公司医药产品中的第二大品种，其属于林可霉素类抗生素，是以氯离子取代林可霉素分子中第 7 位的羟基而得的半合成衍生物，其抗菌作用较林可霉素强 4 倍~8 倍，在临床上已逐步取代了林可霉素的位置。但是，在 20 世纪末头孢类药物崛起后，克林霉素远没有头孢类药物市场风光。克林霉素具有抗菌谱较广，副作用较小的特点，克林霉素主要针对的是厌氧菌感染、革兰氏阳性菌，而青霉素主要针对的是革兰氏阳性细菌感染。因此，对于合并厌氧菌感染的患者以克林霉素为首选。尤其对于呼吸系统、口腔感染感染疗效显著，而且对于皮肤和软组织感染、男性及妇科泌尿系统感染也有较好作用。据米内网数据，2017 年中国公立医疗机构终端克林霉素销售额为 31.06 亿元，同比上一年增长了 8.73%。从剂型格局分析，注射剂占 70.0%，片剂占 24.7%，颗粒 1.8%、胶囊 0.8%、溶液 0.4%；外用占 2.4%，其中凝胶 1.3%、软膏 0.7%、外用液体 0.3%、栓剂 0.1%。克林霉素剂型多，客观上带动市场增长。

图 13：中国公立医疗机构终端林可霉素销售额情况



数据来源：米内网，西南证券整理

海翔的克林霉素系列林可霉素（克林霉素上游）、下游的盐酸克林霉素、克林霉素磷酸酯、克林霉素棕榈酸酯。2018 年以来，克林霉素的出口和高端市场收入快速增长。

海翔药业是国内最早开展 CMO 业务的企业之一，2008 年成为 BII 在中国唯一的战略合作伙伴，双方合作十年，具有丰富的合作经验。据 Business Insights 统计，2017 年，全球 CMO 市场规模为 628 亿美元，预计将以 13% 的增速发展，2021 年达到 1025 亿美元规模，大约占据制药企业年营业额的 11%。公司具有 CMO 的完整产业链，其更偏好于后端商业化 CMO 的业务开展，目前公司在川南厂区还预留有土地储备，未来仍有一定的项目承接能力。

图 14: 全球 CMO/CDMO 行业规模及成长性


数据来源: 药明康德招股说明书, 西南证券整理

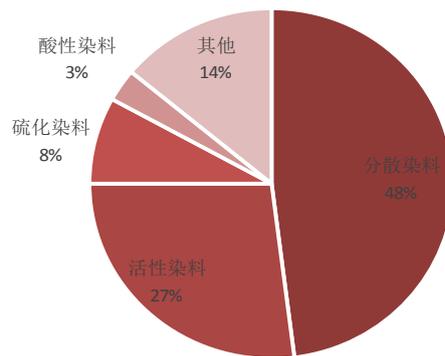
公司未来的看点在于: 1) 优势品种不断增长: 培南产品上, 公司 2018 年和国际大客户促成战略合作, 2019 年培南涨价, 销量增加, 另外公司将于 19 年底完成中间体和美罗培南的扩产; 克林霉素产品上, 2018 年以来, 公司出口和高端市场的收入快速增长。2) 新品种扩展: 公司在代谢类、心血管类和抗感染类产品上, 未来存在放量的可能, 2018 年, 公司完成琥珀酸美托洛尔 FDA 注册、中国注册、盐酸去氧肾上腺素中国注册等 11 项注册, 2019 年上半年, 阿卡波糖片的一致性评价相关申报材料已获药监局受理。3) CMO 业务持续推进: 2018 年公司 CMO 业务订单稳中有升, 2019 年上半年, 公司与辉瑞、BI 等公司的 CDMO/CMO 合作产品增多。

3 化工业务分析：主业向好，新产品收入增长

3.1 染料行业下游需求好，环保约束带来行业高盈利能力

染料通用的分类为分散染料、活性染料、硫化染料、酸性染料等，按照化学结构分类，主要有偶氮染料、蒽醌染料、三芳甲烷染料、靛类染料等。

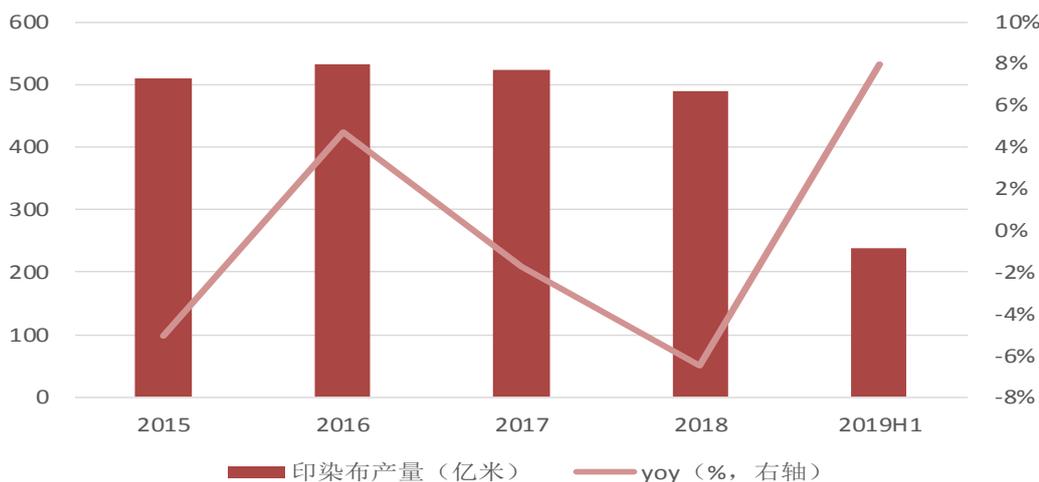
图 15：染料行业市场份额



数据来源：中国产业信息网，西南证券整理

染料行业下游需求良好。根据统计数据，2019 年 1-6 月，规模以上印染企业印染布产量 238.7 亿米，同比增长 8.0%，规模以上印染企业实现主营业务收入 1361.1 亿元，同比增长 1.1%，实现利润总额 59.6 亿元，同比增长 10.9%。

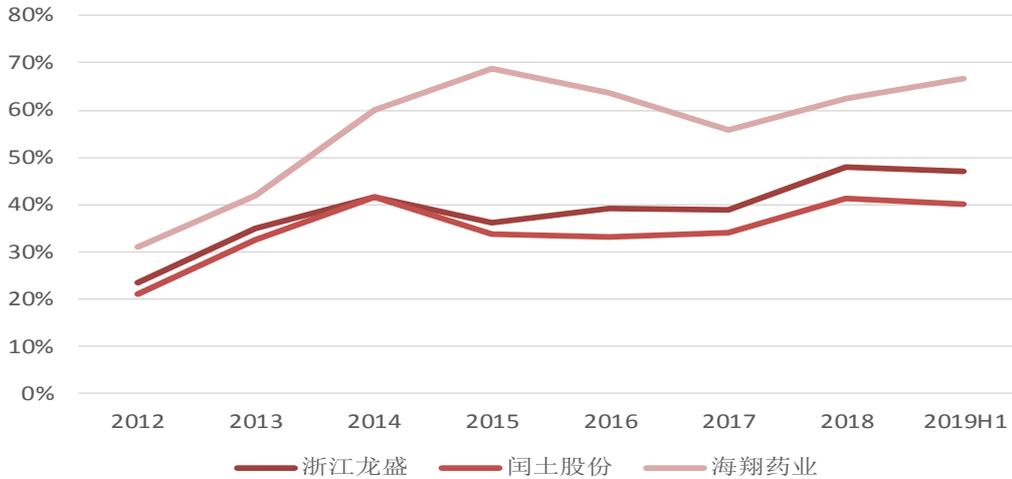
图 16：印染行业产量及增速



数据来源：wind，西南证券整理

近几年，受益于环保趋严和下游需求良好，染料行业整体盈利能力达到良好水平。从行业数据来看，龙头浙江龙盛、闰土股份和海翔药业在染料业务上这几年的盈利能力均好于历史水平。未来，预计染料行业仍将受益于良好的供需格局。

图 17: 染料企业染料业务毛利率对比



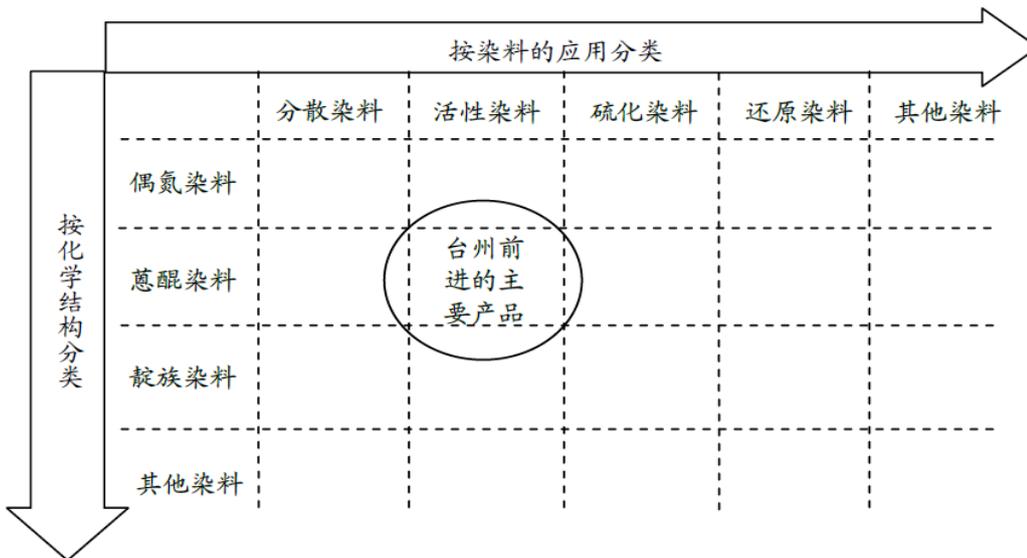
数据来源: wind, 西南证券整理

3.2 公司染料品种独特，产能扩张，利润可期

公司 2014 年收购了台州前进 100% 股权，当年台州前进染料产能 1.2 万吨，配套中间体产能 1.4 万吨、颜料中间体产能 4000 吨。公司的染料产品主要以活性蓝色系列，其中活性艳蓝 KN-R 是公司主打产品，占据全球 60% 市场，2018 年获得全国制造业单项冠军和国家隐形冠军产品称号。

根据染料的应用方式，可以分为分散染料、活性染料、硫化染料、还原染料等种类；而根据染料的化学结构，可以分为偶氮染料、蒽醌染料、靛族染料等。

图 18: 染料的分类和公司的产品定位



数据来源: 公司公告, 西南证券整理

活性染料分子中具有能与纤维分子的羟基、氨基发生化学结合的反应基团，在染色时与纤维生成共价键，结合成“染料—纤维”整体。主要应用在纤维素类织物的染色上，如棉、麻、粘胶纤维等。活性染料结构以偶氮型最为常见，约占活性染料总数的 70% 左右。

蒽醌染料是除了偶氮染料以外用量最大的染料。按应用分类蒽醌结构的染料所涉及的主要有酸性、活性、分散、还原染料。它们主要具有两大优点：一是耐晒牢度优良，二是能产生鲜艳的颜色，在红、紫、蓝、绿的深色染料中，蒽醌染料占有无可取代的重要地位。目前，深色染料还是以蒽醌结构的染料为主导，尤其是高档耐晒染料，蒽醌染料仍是首选对象。

活性艳蓝 KN-R 是代表性的节能减排染料。其产品特点体现在以下两点：

1) 出色的染色性能。该染料染棉织物色牢度优良，尤其是耐日晒牢度较好，其具有艳亮的宝蓝色光，用其他染料很难拼色，因此其中温型蓝色活性染料中占有独特的地位。

2) 适用于节能环保的印染工艺。该染料属于中温型活性染料，适用于冷轧堆、湿短蒸等节能节水印染工艺，印染时的耗能耗水有大幅度的减少，且上染率高，属环保型染料，符合《中国染料工业“十二五”发展规划纲要》对新型活性染料的发展要求。

染料行业，一体化生产已经成为行业内的主流，国内龙头企业都具有自备关键中间体产能的能力。在全行业环保压力增大、监管趋严的背景下，很多生产染料中间体的小型企业出现停产、退出市场，而具备一体化能力的企业，在环保处理达标的情况下，充分享受了一体化带来的涨价效应，图 18 也显示，在 2013 年国家加强环保整治之后，有代表性的具有一体化能力的染料龙头企业毛利率都得到提升。

从 2016 年开始，公司逐步将中间体的产能转移至台州基地，预计 2019 年全部中间体产能将完成转移，台州的溴氨酸产能将会完全满足公司自用。

公司还在持续丰富高端染料产品线，从单一蒽醌系列活性蓝色染料向其他活性蓝色染料产品延伸，以一体化为核心向甲贖型活性蓝、含氟活性蓝生产拓展，逐步扩大高端染料产品的产销规模。目前，公司有台州前进 15500 吨活性染料产业升级配套项目和台州振港公司年产 18500 吨染料产业升级项目在建，项目达产后公司将新增 3.4 万吨产能。台州前进扩产的项目将增加活性艳蓝 KE-GN、活性蓝 P-3R、活性蓝 KN-BB、活性艳蓝 ME-BR、活性蓝 FN-G、酸性蒽醌蓝、活性翠兰 KN-G 及其副产品。台州振港扩产的项目将增加分散艳蓝 E-4R、分散红 3B、分散翠兰 S-GL 三个产品及其副产品。根据公司测算，预计两个项目投产后，染料板块每年营业收入将增加 21.8 亿元，净利润增加 5.2 亿元。

4 在建工程转固后，将再造一个海翔

根据公司 2019 年中报披露的数据，公司 2019 年上半年末，固定资产 11.7 亿元，在建工程 8.5 亿元，未来 2-3 年之内，公司在建工程将全面转固。另外，公司在川南还有 445 亩的储备用地，已经建成危险固废焚烧系统，未来公司在川南厂区仍有进一步发展的广阔空间。

表 3：重要在建工程项目变动情况（单位：亿元，截至 2019 年上半年末）

项目	预算数	工程累积投入占预算比例
川南药业公司原料药及中间体 CMO 中心扩建项目	4.6	59.5%
环保设施改造项目	1.6	64.7%
台州前进 15500 吨活性染料产业升级及配套项目	4.0	56.5%
台州振港 2500 吨关键中间体一体化项目	0.8	115.5%
台州振港年产 700 吨 M-562 关键中间体一体化项目	1	103.1%
台州振港 18500 吨染料产业升级项目	8	4.84%
医药中试车间	0.9	40.5%
医药综合研发中心	1.5	2.9%

数据来源：公司公告，西南证券整理

5 盈利预测与估值

关键假设：

假设 1：2019-2021 年公司染料产品的销量为 1.3 万吨、2 万吨、3.5 万吨，毛利率为 66%、62%、60%；

假设 2：2019-2021 年公司医药产品的销量为 1600 吨、2300 吨、2950 吨，毛利率为 37.5%、37%、37%；

假设 3：期间费用率维持现有水平。

基于以上假设，我们预测公司 2019-2021 年分业务收入成本如下表：

表 4：分业务收入及毛利率

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
合计	收入	2718.6	3261.0	4776.0	7021.5
	增速	17.7%	20.0%	46.5%	47.0%
	成本	1511.9	1605.6	2438.4	3542.6
	毛利率	44.4%	50.8%	48.9%	49.5%
医药	收入	1441.6	1712.0	2461.0	3156.5
	增速	12.4%	18.8%	43.8%	28.3%
	成本	970.8	1070.0	1550.4	1988.6
	毛利率	32.7%	37.5%	37.0%	37.0%
染料	收入	1249.9	1534.0	2300.0	3850.0
	增速	23.9%	22.7%	49.9%	67.4%

单位：百万元		2018A	2019E	2020E	2021E
	成本	521.3	521.6	874.0	1540.0
	毛利率	58.3%	66.0%	62.0%	60.0%
其他	收入	27.1	15.0	15.0	15.0
	增速	57.1%	-44.6%	0.0%	0.0%
	成本	19.9	14.0	14.0	14.0
	毛利率	26.7%	6.7%	6.7%	6.7%

数据来源：公司公告，西南证券

我们选取和公司一样进行 CMO 业务的凯莱因、生产培南的富祥股份为医药业务可比公司，浙江龙盛、闰土股份为染料业务可比公司。预计 2019-2021 年 EPS 分别为 0.55 元、0.77 元、1.15 元，三年归母净利润复合增速 46%，由于公司医药和染料业务齐头并进，根据可比公司估值水平，给予公司 2019 年 18 倍估值，对应目标价 9.9 元，首次覆盖，给予“买入”评级。

表 5：可比公司估值表

代码	简称	股价 (元)	每股收益 (元)				市盈率			
			18A	19E	20E	21E	18A	19E	20E	21E
002821.SZ	凯莱因	114.80	1.86	2.46	3.23	4.19	61.72	46.65	35.59	27.40
300497.SZ	富祥股份	17.11	0.87	1.15	1.45	1.73	19.67	14.88	11.8	9.89
600352.SH	浙江龙盛	14.79	1.26	1.69	1.86	2.02	11.73	8.74	7.94	7.33
002440.SZ	闰土股份	12.00	1.14	1.48	1.55	1.63	10.52	8.11	7.74	7.36
可比公司均值							25.91	19.60	16.83	13.00

数据来源：wind，西南证券整理

6 风险提示

安全环保的风险，新项目建成及投产进度或不及预期的风险，原材料价格波动的风险，下游需求疲软的风险，汇率波动的风险。

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	2718.61	3261.00	4776.00	7021.50	净利润	605.00	889.68	1241.26	1864.26
营业成本	1511.94	1605.56	2438.43	3542.60	折旧与摊销	192.53	216.70	262.49	283.49
营业税金及附加	32.18	38.48	56.36	82.85	财务费用	-51.51	20.08	17.96	26.65
销售费用	43.78	65.22	95.52	140.43	资产减值损失	18.87	8.00	8.00	8.00
管理费用	349.28	489.15	716.40	1053.23	经营营运资本变动	-122.25	-220.40	-416.83	-741.32
财务费用	-51.51	20.08	17.96	26.65	其他	148.80	-4.31	-38.92	6.84
资产减值损失	18.87	8.00	8.00	8.00	经营活动现金流净额	791.45	909.75	1073.97	1447.92
投资收益	-9.36	0.00	0.00	0.00	资本支出	-536.44	-300.00	-300.00	-300.00
公允价值变动损益	5.01	0.00	0.00	0.00	其他	-560.98	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-1097.42	-300.00	-300.00	-300.00
营业利润	710.85	1034.51	1443.33	2167.74	短期借款	-744.30	-598.70	0.00	0.00
其他非经营损益	-13.56	0.00	0.00	0.00	长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	697.30	1034.51	1443.33	2167.74	股权融资	30.74	0.00	0.00	0.00
所得税	92.29	144.83	202.07	303.48	支付股利	-161.74	-121.00	-177.94	-248.25
净利润	605.00	889.68	1241.26	1864.26	其他	-30.98	-64.39	-17.96	-26.65
少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	筹资活动现金流净额	-906.28	-784.09	-195.90	-274.90
归属母公司股东净利润	605.00	889.68	1241.26	1864.26	现金流量净额	-1176.57	-174.34	578.07	873.01
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
货币资金	1956.09	1781.75	2359.82	3232.83	成长能力				
应收和预付款项	644.20	819.56	1188.52	1739.20	销售收入增长率	17.74%	19.95%	46.46%	47.02%
存货	905.42	912.53	1402.84	2048.65	营业利润增长率	77.86%	45.53%	39.52%	50.19%
其他流动资产	227.88	273.35	400.34	588.57	净利润增长率	76.72%	47.05%	39.52%	50.19%
长期股权投资	66.09	66.09	66.09	66.09	EBITDA 增长率	17.86%	49.23%	35.59%	43.75%
投资性房地产	12.34	12.34	12.34	12.34	获利能力				
固定资产和在建工程	1868.27	1965.47	2016.87	2046.35	毛利率	44.39%	50.76%	48.94%	49.55%
无形资产和开发支出	1297.25	1284.28	1271.31	1258.35	三费率	12.56%	17.62%	17.38%	17.38%
其他非流动资产	57.83	56.90	55.98	55.98	净利率	22.25%	27.28%	25.99%	26.55%
资产总计	7035.37	7172.27	8774.11	11048.36	ROE	11.22%	14.44%	17.19%	21.09%
短期借款	598.70	0.00	0.00	0.00	ROA	8.60%	12.40%	14.15%	16.87%
应付和预收款项	911.24	920.93	1445.83	2086.01	ROIC	14.70%	20.65%	25.70%	33.16%
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	EBITDA/销售收入	31.34%	38.98%	36.09%	35.29%
其他负债	134.89	92.05	105.67	123.73	营运能力				
负债合计	1644.82	1012.98	1551.50	2209.74	总资产周转率	0.37	0.46	0.60	0.71
股本	1618.82	1618.72	1618.72	1618.72	固定资产周转率	2.24	2.05	2.40	3.46
资本公积	2663.37	2663.47	2663.47	2663.47	应收账款周转率	5.67	5.99	6.36	6.40
留存收益	1434.29	2202.98	3266.30	4882.31	存货周转率	1.70	1.71	2.08	2.04
归属母公司股东权益	5390.55	6159.28	7222.61	8838.62	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	73.13%	—	—	—
少数股东权益	0.00	0.00	0.00	0.00	资本结构				
股东权益合计	5390.55	6159.28	7222.61	8838.62	资产负债率	23.38%	14.12%	17.68%	20.00%
负债和股东权益合计	7035.37	7172.27	8774.11	11048.36	带息债务/总负债	36.40%	0.00%	0.00%	0.00%
					流动比率	2.36	4.00	3.60	3.55
					速动比率	1.79	3.03	2.66	2.59
					股利支付率	26.73%	13.60%	14.34%	13.32%
					每股指标				
					每股收益	0.37	0.55	0.77	1.15
					每股净资产	3.33	3.81	4.46	5.46
					每股经营现金	0.49	0.56	0.66	0.89
					每股股利	0.10	0.07	0.11	0.15
业绩和估值指标									
EBITDA	851.88	1271.29	1723.78	2477.88					
PE	18.62	12.66	9.08	6.04					
PB	2.09	1.83	1.56	1.27					
PS	4.14	3.45	2.36	1.60					
EV/EBITDA	11.58	7.39	5.11	3.20					
股息率	1.44%	1.07%	1.58%	2.20%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或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或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。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，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告及附录版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告及附录进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告及附录的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区南礼士路 66 号建威大厦 1501-1502

邮编：100045

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	地区销售副总监	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	张方毅	高级销售经理	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	王慧芳	高级销售经理	021-68415861	17321300873	whf@swsc.com.cn
	涂诗佳	销售经理	021-68415296	18221919508	tsj@swsc.com.cn
	杨博睿	销售经理	021-68415861	13166156063	ybz@swsc.com.cn
	吴菲阳	销售经理	021-68415020	16621045018	wfy@swsc.com.cn
	金悦	销售经理	021-68415380	15213310661	jyue@swsc.com.cn
北京	张岚	高级销售经理	18601241803	18601241803	zhanglan@swsc.com.cn
	王梓乔	销售经理	13488656012	13488656012	wzqiao@swsc.com.cn
广深	王湘杰	销售经理	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	余燕伶	销售经理	0755-26820395	13510223581	yyi@swsc.com.cn
	陈霄 (广州)	销售经理	15521010968	15521010968	chenxiao@swsc.com.cn