

化学制药

海南海药 (000566.SZ) / 25.70 元

主营业务大幅增长 爆发增长可期

事项

海南海药 1-9 月实现主营业务收入 5.14 亿元，同比增长 16.91%；实现净利润 1.42 亿元，同比增长 327%，扣非后净利润 6522 万元，同比增长 95%。稀释 EPS0.56 元。三季度单季度实现销售同比收入增长 32%，环比增长 10%，净利润同比增长 413%，环比增长 92%。

主要观点

一、 **主营业务大幅增长。**1-9 月实现主营业务收入 5.14 亿元，同比增长 16.91%；实现净利润 1.42 亿元，同比增长 327%，扣非后净利润 6522 万元，同比增长 95%。稀释 EPS0.56 元。三季度单季度实现销售同比收入增长 32%，环比增长 10%，净利润同比增长 413%，环比增长 92%。1-9 月主营业务毛利率提高 2 个百分点，三季度环比毛利率提高 3 个百分点。但 1-9 月销售费用和管理费用增幅分别为 2.6% 和 4.7%，远低于销售收入增长。我们认为公司主营业务大幅增长的主要原因在于公司年初对营销政策进行了重大调整所致。从销售机构来讲，公司将制剂销售分为 4 个事业部，即胃肠事业部、肿瘤事业部、招商事业部和普药事业部，我们认为这个调整长远有利于公司营销良性发展，经过 3 个季度的调整，目前已经显现效果。另外，部分产品开票价由高开改为低开是公司销售费用增长大幅低于销售收入增长的主要原因；枫蓼肠胃康结算价格提高不仅增强了该产品的盈利能力，同时，提高部分的结算价收益有利于加强该产品在医院的销售，有利于增强公司盈利能力。

图表 1 海南海药 2011 年中期分产品收入及毛利率变化情况

	1-6 月收入 (百万元)	1-3 月收入 (百万元)	二季度环比 增长%	1-6 月毛利率提升 (百分点)
肠胃康	4321	2168	-0.69	1.32
特素	2678	1316	3.50	0.75
头孢制剂系列	12912	4943	61.22	1.82
其他品种	4487	2698	-33.69	5.88
原料药	7864	3706	12.20	0.12

资料来源：公司公告；华创证券研究所

二、 **增发成为公司转折点。**公司近期成功增发，发行股本 34745982 股，发行价 23.5 元/股，募集资金净额 7.75 亿元，其中大股东南方同正参与增发股份数为 10423830 股，占增发股本的 30%。公司将利用募集资金进行力声特人工耳蜗生产线及销售体系建设、390 吨投保中间体头孢噻吩酸、7-ACCA、7-ANCA 生产线建设以及海药研发中心建设。海南海药将占有力声特 91.17% 股权，占有天地药业股权也由目前的 69.44% 上升至 91.79%。

证券分析师： 廖万国

执业编号： S0360210100002

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

投资评级

投资评级： 强推
 评级变动： 维持

公司基本数据

总股本(万股)	24759
流通 A 股/B 股(万股)	21037/0
资产负债率(%)	48.61
每股净资产(元)	2.56
市盈率(倍)	57.40
市净率(倍)	10.04
12 个月内最高/最低价	30.74/19.41

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

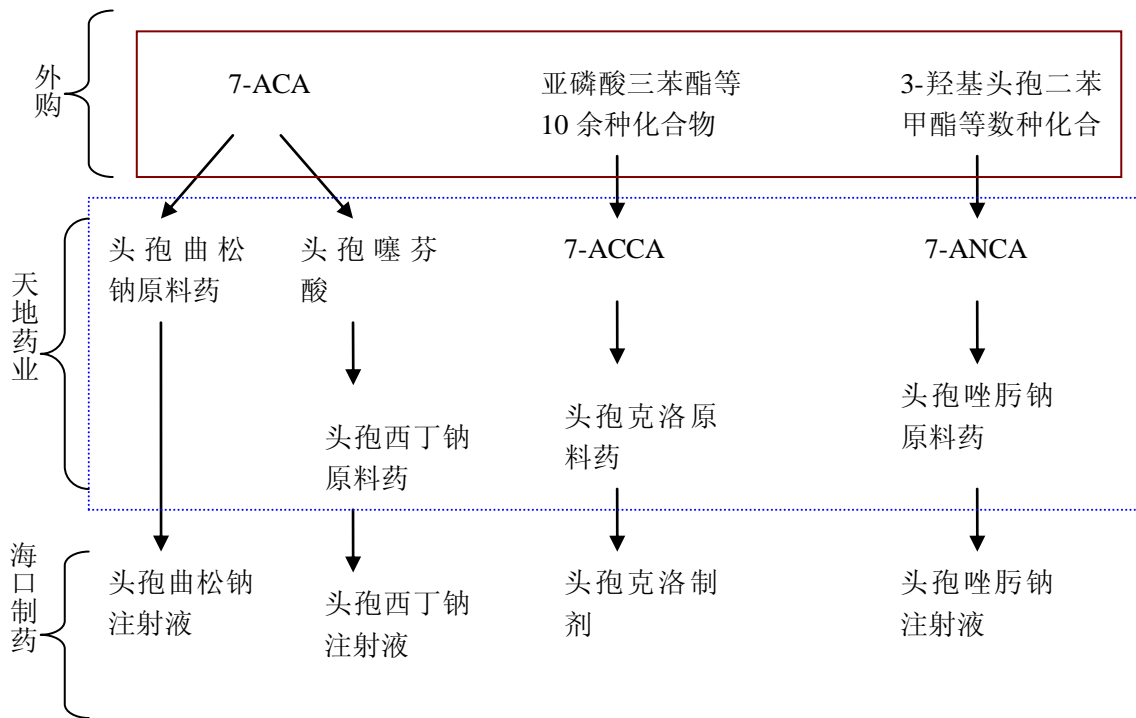
相关研究报告

《增发成为公司转折点 主营业务爆发增长可期》	2011-08-31
《成功增发 扬帆起航》	2011-08-23
《人工耳蜗获批 未来爆发增长值得期待》	2011-03-03
《盈利大幅下降 爆发增长可期》	2011-02-27
《主营业务有望大幅增长 人工耳蜗提升估值》	2011-01-23
《增发延后不改公司长期发展趋势》	2010-08-17

2.1 人工耳蜗市场潜力巨大。增发后公司将注入 1.67 亿元至上海力声特启动人工耳蜗生产线扩建，并占有其 91.17% 股权。上海力声特医学科技有限公司人工耳蜗目前已进入批量生产。我们预计人工耳蜗 2011 年销售量在 300 套左右，实现销售收入 1500 万元左右，按照 30% 的净利率计算可以产生 450 万净利润。预计 2012 年将会有 2000 套左右的销售量，形成 1 亿元左右的销售收入（税后）和 3000 万左右的净利润。我们认为人工耳蜗将在 2013 年进入爆发期，形成 5000 至 10000 套销售，并成为公司重要的利润来源。（具体人工耳蜗市场潜力测算请参照华创证券 2011 年 1 月 23 日海南海药深度报告《主营业绩有望大幅增长 人工耳蜗提升估值》）。

2.2 头孢中间体生产线建设将完善公司头孢制剂产业链有利于增强竞争力。增发后公司将注入 4.99 亿元至天地药业启动 390 吨头孢中间体生产线建设。我们认为头孢噻吩酸、7-ACCA 及 7-ANCA 属于头孢关键中间体，其生产线建成有利于公司打通头孢系列产业链。目前头孢噻吩钠和 7-ACCA 价格依然维持 1950 元/公斤和 2000 元/公斤，和一年前价格持平，侧面说明其需求的刚性。而 7-ANCA 价格目前为 6000 元/公斤，虽然较一年前 6500 元的价格有所下跌，但基本平稳。因此，我们认为上市三种头孢中间体生产线建成不仅会为公司打通头孢产业链，有利于其头孢产业链成本降低，而且 390 吨关键中间体的建成本身也会为公司带来 8 亿元左右的销售收入和超过 2 亿元的毛利。将会成为公司未来重要的利润增长点。

图表 2 海南海药头孢系列产业链形成



资料来源：公司公告，华创证券研究所

三、投资建议：强烈推荐（维持）。我们维持公司 2011 年、2012 年及 2013 年主营业务净利润为 1.3 亿元、2.49 亿元和 4.12 亿元的预测，按增发后股本摊薄 EPS 分别为 0.53 元、1.01 元及 1.66 元。2011 年由于房地产转让等非经常损益收益 7300 万元，贡献 EPS0.3 元，全年摊薄 EPS0.83 元。我们认为海南海药成功增发后占有有力声特 91.17% 和天地药业 91.79% 的股权，公司制药业务产业链将完全打通，制药业务将迎来快速增长。同时，力声特作为我国人工耳蜗的先行者，未来潜力不可估量。在目前的市场条件下，公司的估值应不低于 40 倍 PE，目前 25.7 元的股价未能反映公司未来价值，维持强烈推荐评级。给予 12 个月 40.4 元的目标价。

风险提示

抗生素管理新政对公司影响需要观察、人工耳蜗销售量的增长存在不确定性。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	580	1310	1601	2044
现金	104	897	1164	1602
应收账款	126	123	126	125
其它应收款	31	36	37	34
预付账款	26	38	32	32
存货	251	197	220	223
其他	42	20	22	28
非流动资产	499	484	483	478
长期投资	25	12	14	17
固定资产	269	252	235	218
无形资产	163	176	191	201
其他	42	44	42	42
资产总计	1078	1795	2084	2522
流动负债	575	376	418	498
短期借款	272	175	174	207
应付账款	70	68	69	69
其他	233	133	176	223
非流动负债	12	17	8	-51
长期借款	0	-5	-6	-66
其他	12	21	15	16
负债合计	586	392	426	448
少数股东权益	58	63	68	73
股本	213	248	248	248
资本公积金	178	920	920	920
留存收益	42	173	423	834
归属母公司股东权益	434	1340	1590	2002
负债和股东权益	1078	1795	2084	2522

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	52	230	268	437
净利润	38	135	255	417
折旧摊销	19	22	22	22
财务费用	20	10	-10	-22
投资损失	-0	0	0	0
营运资金变动	-46	69	-1	20
其它	20	-6	2	1
投资活动现金流	-158	-3	-22	-18
资本支出	127	0	0	0
长期投资	-31	-12	2	3
其他	-61	-15	-21	-15
筹资活动现金流	157	565	22	18
短期借款	198	-98	-1	33
长期借款	-175	-5	-2	-60
普通股增加	2	35	0	0
资本公积增加	7	741	0	0
其他	125	-108	24	46
现金净增加额	51	793	267	438

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	613	830	1431	2024
营业成本	389	462	781	1043
营业税金及附加	3	4	7	11
营业费用	89	124	216	306
管理费用	49	66	117	166
财务费用	20	10	-10	-22
资产减值损失	9	0	0	0
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	52	164	319	521
营业外收入	9	0	0	0
营业外支出	15	0	0	0
利润总额	46	164	319	521
所得税	8	29	64	104
净利润	38	135	255	417
少数股东损益	4	5	5	5
归属母公司净利润	34	130	250	412
EBITDA	92	196	331	521
EPS (元)	0.16	0.53	1.01	1.66

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	18.6%	35.4%	72.4%	41.4%
营业利润	-2.3%	213.6%	94.5%	63.3%
归属母公司净利润	-48.9%	288.2%	92.1%	64.7%
获利能力				
毛利率	36.6%	44.3%	45.4%	48.5%
净利率	5.5%	15.7%	17.5%	20.3%
ROE	7.7%	9.7%	15.7%	20.6%
ROIC	7.5%	19.9%	34.4%	57.8%
偿债能力				
资产负债率	54.4%	21.8%	20.5%	17.8%
净负债比率	72.74%	57.64%	55.73%	52.23%
流动比率	1.01	3.49	3.83	4.10
速动比率	0.57	2.96	3.30	3.65
营运能力				
总资产周转率	0.64	0.58	0.74	0.88
应收帐款周转率	5	7	12	16
应付帐款周转率	5.63	6.72	11.48	15.20
每股指标(元)				
每股收益	0.14	0.53	1.01	1.66
每股经营现金	0.21	0.93	1.08	1.77
每股净资产	1.75	5.41	6.42	8.08
估值比率				
P/E	172.57	51.71	26.92	16.34
P/B	13.34	5.02	4.23	3.36
EV/EBITDA	77	36	21	14

医药组分析师廖万国介绍

解放军军事医学科学院医学硕士和上海中欧国际工商管理学院工商管理硕士/从业 4 年。1990 年起先后从事基础医学研究和药品营销管理，任产品经理、销售经理和营销总监。2008 年进入平安证券综合研究所任医药行业研究员，2009 年底进入华创证券研究所任高级医药行业研究员和首席医药行业研究员、医药组组长。

华创证券机构销售通讯录

地区	职务	姓名	电话	邮箱
北京	销售总监	杨晓昊	010-66500808	yangxiaohao@hcqz.com
	销售总监助理	申林英	010-66500810	shenlinyong@hcqz.com
	销售经理	刘小玄	010-66500807	liuxuan@hcqz.com
	销售经理	石翌飞	010-66500811	shizhaofei@hcqz.com
	销售经理	胡晓琼	010-66500806	huxq@hcqz.com
	销售助理	赵翌帆	010-66500809	zhaoyifan@hcqz.com
广深	销售总监	李涛	0755-82027736	litao@hcqz.com
	销售经理	张娟	0755-82828570	zhangjuan@hcqz.com
	销售经理	孔令瑶	0755-83715429	konglingyao@hcqz.com
	销售助理	汪丽燕	0755-88283119	wangliyan@hcqz.com
	销售助理	杨茜	0755-82027566	yangxi@hcqz.com
上海	销售总监	魏媛红	021-50589152	weiyuanhong@hcqz.com
	销售经理	王维昌	021-50111907	wangweichang@hcqz.com
	销售经理	李茵茵	021-50589862	liyinyin@hcqz.com
	销售助理	吴丽平	021-50581878	wuliping@hcqz.com

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(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。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

华创证券研究所

北京总部

地址:北京市西城区锦什坊街 26 号
恒奥中心 C 座 3A
邮编:100033
传真:010-66500801

深圳分部

地址:深圳市福田区深南大道 7060 号
财富广场 B 座二楼
邮编:518040
传真:0755-82027731

上海分部

地址:上海浦东新区福山路 450 号
新天国际大厦 22 楼 A 座
邮编:200122
传真:021-50583558