

海南海药 (000566)

买入/维持评级

股价: RMB24.3

分析师

胡骥
SAC 执业证书编号:s1000511110003
0755-83201063
huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人

朱建华
(0755)8212 5071
zhujh@mail.htlhsc.com.cn

完善产业链, 变革中发展壮大

海南海药公布公告,全资子公司海口市制药厂拟以 1950 万元收购台州一铭医药化工有限公司 50%股权;控股子公司重庆天地药业与中山百灵生物技术有限公司达成协议,拟收购其子公司盐城开元医药化工有限公司 75%股权。

- 台州一铭加强公司培南类抗生素竞争力:** 台州一铭主要经营美罗培南、比阿培南等化学药物中间体的生产及销售, 2010 年实现收入 9663 万元, 净利润 428 万元, 净资产收益率为 21.72%。公司拟以 1950 万元收购其 50%股权, 相对于 2010 年 PE 为 9.1 倍。我们认为公司收购台州一铭后, 向上游拓展, 在增加约 1 亿元收入的同时, 也将完善美罗培南的产业链, 降低成本, 增强公司的竞争力。
- 盐城开元医药有望迅速完善头孢唑肟产业链:** 盐城开元医药主营 7-ANCA 及 3-羟基头孢, 并在国内具有较高的市场占有率。7-ANCA 是头孢唑肟等抗生素的关键中间体, 公司非公开发行募投项目包括 50 吨 7-ANCA 生产线建设。募投项目从建设到正式运行投产需要近 2 年时间, 且生产工艺仍需不断改进。如果公司能控股盐城开元, 将迅速解决公司头孢唑肟关键中间体的来源问题, 完善产业链, 实现公司在抗生素行业变革中的发展壮大。
- 人工耳蜗待爆发:** 患者使用进口耳蜗的总费用在 18 万元以上, 高昂的费用严重制约了患者的复听需求。而据海关统计, 前 8 个月我国共进口 6599 套人工耳蜗, 我国对人工耳蜗的需求强烈。力声特人工耳蜗已正式开始销售, 打破进口人工耳蜗垄断, 有望凭借价格及语言优势实现进口替代, 并释放国内被高费用压制的复听需求。力声特人工耳蜗不只是故事, 而将成为公司发展新的动力。我们调整人工耳蜗 2011 销量为 400 套, 维持 2012-2013 年 2000 和 4000 套的销量预测, EPS 贡献分别为 0.04 元、0.21 元和 0.36 元。
- 盈利预测:** 我们调整 2011~2013 年营业收入至 7.72、11.6 和 14.4 亿元, EPS 分别为 0.75 元、0.81 元和 1.00 元。看好人工耳蜗蓝海市场以及抗生素产业链的完善, 我们维持“买入”评级。
- 风险提示:** 收购整合具有不确定性; 人工耳蜗推广进度低于预期。

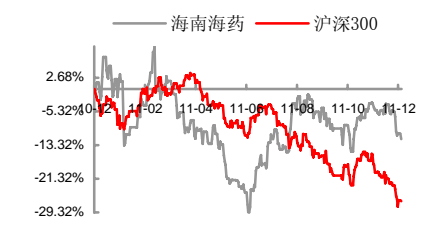
相关研究

- 《海潮澎湃 声声入耳》 2011-01-17
- 《业绩进入谷底 期待业绩反弹》 2011-02-28
- 《波浪来袭 稳如磐石》 2011-03-08
- 《畅享人工耳蜗蓝海市场》 2011-07-07
- 《收入低于预期, 人工耳蜗值得拥有》 2011-8-30

基础数据

总股本 (百万股)	248
流通 A 股 (百万股)	248
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	6,017

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	613.2	772.0	1160.0	1439.0
(+/-%)	18.6	25.9	50.3	24.1
归属母公司净利润(百万元)	33.5	185.0	200.0	249.0
(+/-%)	-48.9	451.8	8.1	24.5
EPS(元)	0.14	0.75	0.81	1.00
P/E(倍)	179.5	32.6	30.1	24.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

完善产业链 变革中发展壮大	4
台州一铭加强公司培南类抗生素竞争力	4
盐城开元医药有望迅速完善头孢唑肟产业链	5
人工耳蜗待爆发	5
风险提示	8

图表目录

图表 1 台州一铭收入及利润情况	4
图表 2 美罗培南样本医院用药金额高增长	4
图表 3 公司美罗培南市场份额已达 2.5%	4
图表 4 7-ANCA 价格保持稳定	5
图表 5 前 8 个月已进口 6599 套人工耳蜗	6
表格 1 打通产业链大幅节约生产成本	5
表格 2 人工耳蜗市场测算	6
表格 3 力声特赢得时间优势	6
表格 4 人工耳蜗利润贡献大幅增加	7
表格 5 人工耳蜗价值测算	7

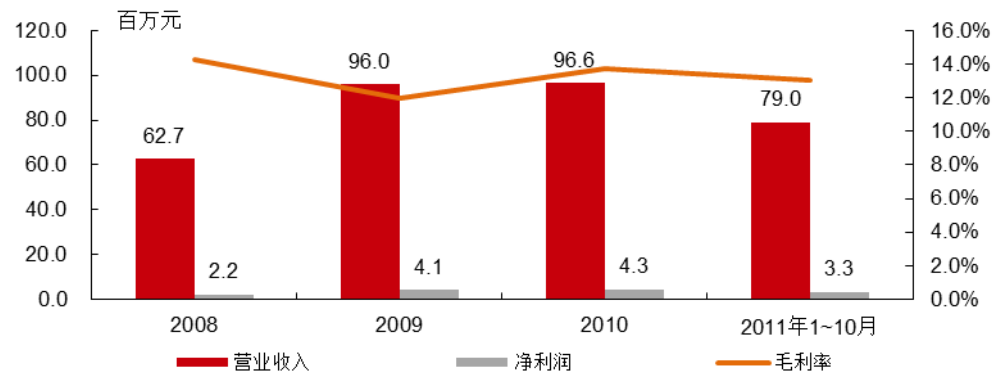
完善产业链 变革中发展壮大

海南海药公布公告，全资子公司海口市制药厂拟以 1950 万元收购台州一铭医药化工有限公司 50% 股权；控股子公司重庆天地药业与中山百灵生物技术有限公司达成协议，拟收购其子公司盐城开元医药化工有限公司 75% 股权。

台州一铭加强公司培南类抗生素竞争力

台州一铭主要经营美罗培南、比阿培南等化学药物中间体的生产及销售，2010 年实现收入 9663 万元，净利润 428 万元，净资产收益率为 21.72%。公司拟以 1950 万元收购其 50% 股权，相对于 2010 年 PE 为 9.1 倍。我们认为收购台州一铭后，将完善美罗培南的产业链，增强竞争力。

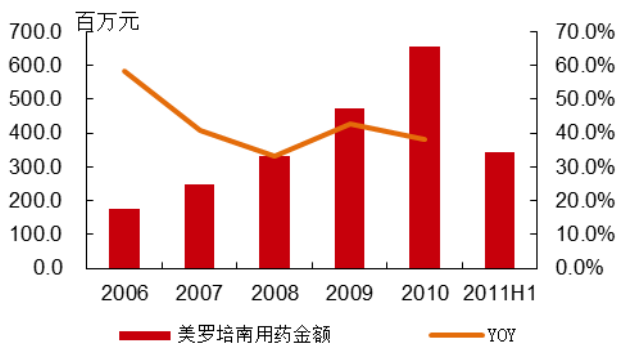
图表 1 台州一铭收入及利润情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

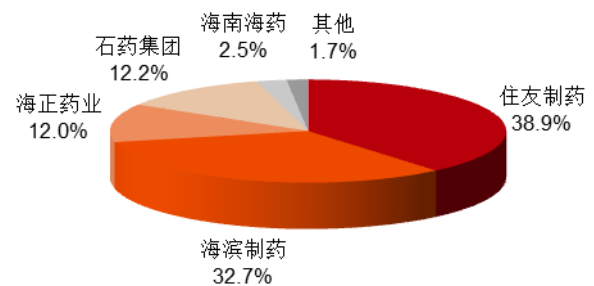
美罗培南及比阿培南属于新一代碳青霉烯类抗生素，具有抗菌谱广、活性强的特点，随着耐药菌的不断增加，其临床上使用也迅速增加。公司 2009 年获得美罗培南原料和制剂生产批件，2010 年开始销售。22 家样本医院统计数字显示，2011 年上半年公司美罗培南的市场份额已达到 2.5%。台州一铭未来将为公司贡献过亿收入的同时，将完善公司培南类抗生素产业链，降低生产成本，增强公司美罗培南的竞争力。

图表 2 美罗培南样本医院用药金额高增长



数据来源：PDB，华泰联合证券研究所

图表 3 公司美罗培南市场份额已达 2.5%

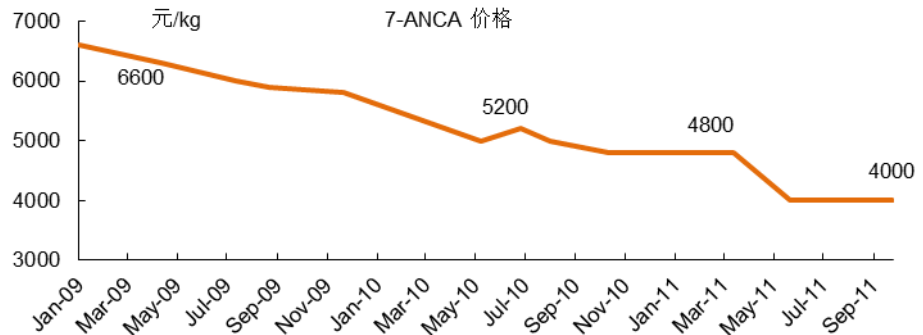


数据来源：PDB，华泰联合证券研究所

盐城开元医药有望迅速完善头孢唑肟产业链

盐城开元医药主营 7-ANCA 及 3-羟基头孢, 并在国内具有较高的市场占有率。7-ANCA 是头孢唑肟等抗生素的关键中间体, 公司非公开发行募投项目包括进行 50 吨 7-ANCA 生产线建设。募投项目从建设到正式运行投产需要近 2 年时间, 且生产工艺仍需不断改进。如果公司能控股盐城开元, 将迅速解决公司头孢唑肟关键中间体的来源问题, 完善产业链, 实现公司在抗生素行业变革中的发展壮大。

图表 4 7-ANCA 价格保持稳定



资料来源: 健康网, 华泰联合证券研究所

我们以 7-ANCA 为例对全产业链生产成本进行简单测算, 每千克 7-ANCA 起的生产流程, 节约生产成本达到 1840 元。因此我们认为 7-ANCA 等中间体的投产使得公司凭借完善的产业链占据成本优势, 在变革中脱颖而出。

表格 1 打通产业链大幅节约生产成本

	生产成本 (元)
7-ANCA 生产成本	3200
7-ANCA 销售价格	4000
头孢唑肟生产成本	5040
头孢唑肟原料销售价格 (1.4kg)	6300
节约成本	=5040-3200=1840

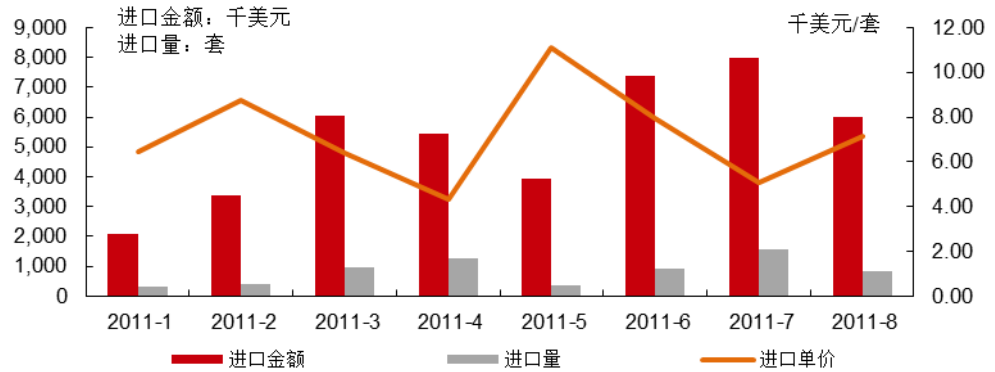
资料来源: 健康网, 华泰联合证券研究所测算

注: 各环节按照 20% 的毛利率测算成本

人工耳蜗待爆发

国内患者对人工耳蜗的需求, 受到进口产品高昂价格的抑制, 即便如此, 我国前 8 个月共进口 6599 套人工耳蜗。我们认为, 拥有价格优势的力声特人工耳蜗上市后, 将释放广大患者的复听需求, 高增长可期。

图表 5 前 8 个月已进口 6599 套人工耳蜗



资料来源: CEIC, 华泰联合证券研究所

力声特是首家国产人工耳蜗获 SFDA 批准的企业, 现已上市销售, 打破进口产品的垄断, 将释放被进口产品高价格所压制的复听需求。我们测算, 力声特获批的成人语后聋患者人数约为 50.2 万人, 市场容量约为 251~312.2 亿元。相对于力声特达产后 1 万台的产能, 力声特的人工耳蜗在拥有充足的发展空间。

表格 2 人工耳蜗市场测算

年龄范围	20-60 岁
需植入人工耳蜗人数(万人)	97.5
语前聋患者人数(万人)	1600*1/1000*74%*40=47.3
力声特获批人工耳蜗市场规模(万人)	50.2
人工耳蜗销售单价预测(万元)	5~6
市场容量(亿元)	251~312.2

资料来源: 中国残疾人联合会, 华泰联合证券研究所

注: 对于语后聋患者比例测算是基于新生儿中语前聋发病率估计, 参考资料是《中国人语前非综合性耳聋患者 GJB2 基因的突变分析》

杭州诺尔康人工耳蜗已于 2011 年 8 月份获得 SFDA 批准, 时间上落后于力声特。同时, 我们认为人工耳蜗市场广阔, 两家企业可以共同推进人工耳蜗的进口替代及政策的支持, 进而实现双赢的局面。

表格 3 力声特赢得时间优势

	力声特	诺尔康	大连红鼎康
植入体	REZ-1	CS-10A	单通道
电极长度	17.6mm	20.4mm	NA
电极通道数	22	24	NA
进度	3 月获批	8 月获批	单通道耳蜗被否决

资料来源: 诺尔康网站, 华泰联合证券研究所

由于人工耳蜗获得批准及公司增发时间的推迟, 我们调整力声特人工耳蜗 2011 销量预测至 400 套, 维持 2012~2013 年 2000 套及 3000 套的销量预测, EPS 贡献分别为 0.04 元、0.21 元和 0.36 元。

表格 4 人工耳蜗利润贡献大幅增加

	2011 年	2012 年	2013 年
销量 (套)	400	2000	4000
价格 (万元)	6	6	5.5
收入	2400	12000	22000
利润率	43.8%	46.7%	44.6%
净利润 (万元)	1635	5604	9812
海南海药份额 (万元)	1491	5109	8946
EPS	0.04	0.21	0.36

数据来源：华泰联合证券研究所测算

我们考虑公司产能和销售情况，在销售价格小幅下降的假设下进行现金流折现估值，在全部顺利达产的情况下，假设永续增长率为 2%，得出人工耳蜗业务贡献每股价值为 10.53 元。

关键假设：

1. 公司 2014 年达产 10000 套，2015 年销售量达到 10000 套；
2. 2015 年之后公司结束高增长阶段，年增长率为 20%；
3. 经营成本中不包括折旧和摊销；
4. 折现率 $r=10\%$ ；
5. 2020 年之后公司进入永续增长阶段，永续增长率为 2%。

表格 5 人工耳蜗价值测算

人工耳蜗	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	永续阶段
现金流 销售数量											
入 (套)	400	2000	4000	7000	10000	12000	14400	17280	20736	24883	
单价(万元)	6.00	6.00	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	5.50	
销售额(万元)	2400	12000	22000	38500	55000	66000	79200	95040	114048	136858	
现金流出 固定资产投资	4000	4000	4000	3954							
无形资产更新改造资金											
流动资金	780.00										
经营成本	600	3000	6600	11550	16500	19800	23760	28512	34214	41057	
销售税金及附加	120	600	1100	1925	2750	3300	3960	4752	5702	6843	
所得税	252	1260	2145	3754	5363	6435	7722	9266	11120	13344	
净现金流量	-3352	3140	8155	17317	30387	36465	43758	52509	63011	75614	408862

折现系数											
(r=10%)	1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.42
净现金流量											
现值	-3352	2854	6740	13011	20756	22642	24700	26946	29395	32068	173398
人工耳蜗价值（亿元）	34.92										
海南海药价值增厚（元）	12.86										

资料来源：华泰联合证券研究所测算

风险提示

人工耳蜗推广进度低于预期；

抗生素新政影响不确定性，公司抗生素业务受政策影响可能低于预期。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	580	1233	1353	1669	营业收入	613	772	1160	1439
现金	104	639	493	598	营业成本	389	466	688	843
应收账款	126	169	237	301	营业税金及附加	3	2	6	7
其他应收款	31	44	62	79	营业费用	89	100	151	202
预付账款	26	48	61	75	管理费用	49	42	52	65
存货	251	284	427	524	财务费用	20	22	12	8
其他流动资产	42	49	73	91	资产减值损失	9	2	0	0
非流动资产	499	569	551	538	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	25	34	34	34	投资净收益	0	73	0	0
固定资产	269	301	308	298	营业利润	52	210	250	315
无形资产	163	158	161	162	营业外收入	9	10	0	0
其他非流动资产	42	75	48	44	营业外支出	15	1	0	0
资产总计	1078	1802	1903	2206	利润总额	46	220	250	315
流动负债	575	322	217	253	所得税	8	22	38	47
短期借款	272	136	0	0	净利润	38	198	213	268
应付账款	70	81	124	150	少数股东损益	4	13	13	19
其他流动负债	233	105	94	103	归属母公司净利	34	185	200	249
非流动负债	12	14	8	7	EBITDA	92	256	289	351
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.75	0.81	1.00
其他非流动负	12	14	8	7					
负债合计	586	336	225	260	主要财务比率				
少数股东权益	58	71	84	103	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	213	248	248	248	成长能力				
资本公积	178	920	920	920	营业收入	18.6%	25.9%	50.3%	24.1%
留存收益	42	227	427	676	营业利润	-2.3%	302.7	18.9%	25.8%
归属母公司股	434	1394	1595	1843	归属母公司净利	-48.9%	450.9	8.4%	24.2%
负债和股东权	1078	1802	1903	2206	获利能力				
					毛利率(%)	36.6%	39.7%	40.6%	41.4%
					净利率(%)	5.5%	23.9%	17.3%	17.3%
					ROE(%)	7.7%	13.2%	12.6%	13.5%
					ROIC(%)	7.5%	21.5%	19.2%	20.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.4%	18.7%	11.8%	11.8%
					净负债比率(%)	72.74	50.85	0.00%	0.00%
					流动比率	1.01	3.83	6.22	6.59
					速动比率	0.57	2.94	4.25	4.51
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.54	0.63	0.70
					应收账款周转率	4	5	5	4
					应付账款周转率	5.63	6.15	6.71	6.15
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.16	0.75	0.81	1.00
					每股经营现金流	0.21	0.23	0.18	0.52
					每股净资产(最	1.75	5.63	6.44	7.44
					估值比率				
					P/E	179.47	32.58	30.05	24.18
					P/B	13.87	4.32	3.77	3.26
					EV/EBITDA	69	25	22	18

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起6个月内
基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

股票评级

买入 股价超越基准20%以上
增持 股价超越基准10%-20%
中性 股价相对基准波动在±10%之间
减持 股价弱于基准10%-20%
卖出 股价弱于基准20%以上

行业评级

增持 行业股票指数超越基准
中性 行业股票指数基本与基准持平
减持 行业股票指数明显弱于基准

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层
邮政编码: 518048
电话: 86 755 8249 3932
传真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层
邮政编码: 200120
电话: 86 21 5010 6028
传真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,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出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。