

海南海药 (000566)
买入/维持评级
股价: RMB19.9

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

增持彰显投资价值, 发债改善债务结构

海南海药公布公告, 拟发行不超过 5 亿元公司债降低融资成本, 同时拟收购大股东东南方同正持有的天地药业 7.35% 股权。

- **公司债改善债务结构:** 2011 年三季报中, 公司短期借款金额达到 3.87 亿元同比增加 1.15 亿元, 新增短期借款主要用于归还 1 年内到期的流动负债。同时由于基准利率上调, 公司财务费用大幅增长, 达到 2358 万元, 同比增长 57.5%。通过发行公司债, 一方面可以改善债务结构, 另一方面也可以提高公司的资金运用效率
- **大股东增持, 彰显投资价值:** 公司于 2011 年 12 月 23 日发布公告, 大股东东南方同正以平均 23.48 元/股的价格增持 128 万股上市公司股份, 同时拟在未来 6 个月内增持不超过 5% 的股份。在近两天的股价非理性下降后, 我们认为公司的投资价值凸显, 一方面人工耳蜗将公司发展蓝海; 另一方面公司完善抗生素产业链, 从抗生素行业变革中发展壮大。
- **完善抗生素产业链, 变革中发展壮大:** 受抗生素限制使用、价格下降等因素的影响, 国内绝大多数抗生素生产企业收入及利润出现较大幅度的下降。公司以头孢西丁为核心的抗生素业务逆势取得高增长, 主要源于前瞻性的品种布局。近期公司利用行业变革进行产业链布局, 收购台州一铭及盐城开元医药, 拓展上游, 降低成本, 增强公司的竞争力。
- **人工耳蜗待爆发:** 力声特人工耳蜗四季度已正式销售, 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。我们维持人工耳蜗 2011~2013 年 400、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:** 我们维持 2011~2013 年 7.72、11.6 和 14.4 亿元收入预测, 调整 EPS 至 0.75 元、0.76 元和 0.90 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:** 人工耳蜗推广低于预期; 抗生素业务受政策影响的不确定性。

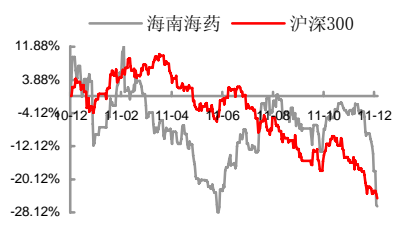
相关研究

- 《海潮澎湃 声声入耳》2011-01-17
- 《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
- 《完善产业链, 变革中发展壮大》2011-12-20

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)	4,927

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	187.0	223.0
(+/-%)	-48.9	451.8	1.1	19.3
EPS(元)	0.14	0.75	0.76	0.90
P/E(倍)	124.4	26.5	24.6	19.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

发行公司债，改善债务结构	4
大股东增持彰显信心	4
头孢西丁高增长	5
台州一铭加强公司培南类抗生素竞争力	6
盐城开元医药有望迅速完善头孢唑肟产业链	6
人工耳蜗待爆发	7
风险提示	8

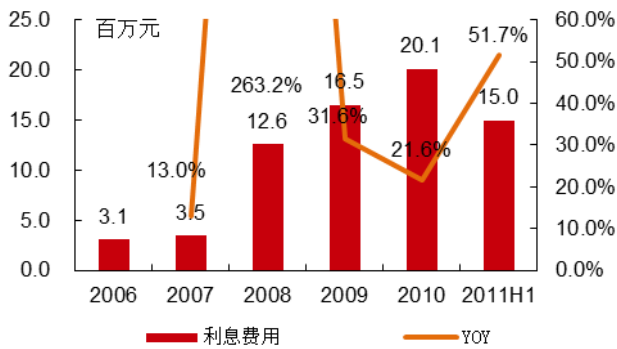
图表目录

图表 1 利息费用不断攀升	4
图表 2 短期借款不断增加	4
图表 3 公司盈利能力不断提高	4
图表 4 头孢西丁样本医院用药金额回复高增长	5
图表 5 头孢西丁市场格局稳定	5
图表 6 台州一铭收入及利润情况	6
图表 7 美罗培南样本医院用药金额高增长	6
图表 8 公司美罗培南市场份额已达 2.5%	6
图表 9 7-ANCA 价格保持稳定	7
表格 1 打通产业链大幅节约生产成本	7
表格 2 人工耳蜗市场测算	7
表格 3 力声特赢得时间优势	8
表格 4 人工耳蜗利润贡献大幅增加	8

发行公司债，改善债务结构

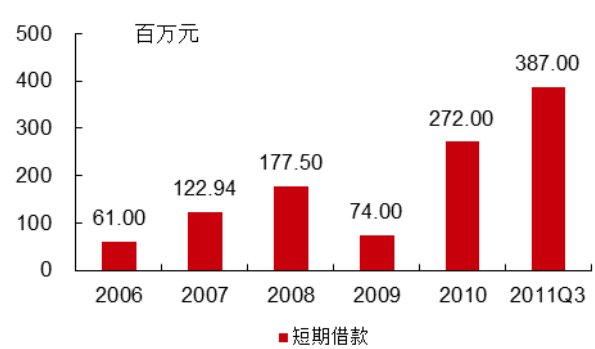
2011年三季报中，公司短期借款金额达到3.87亿元同比增加1.15亿元，新增短期借款主要用于归还1年内到期的流动负债。同时由于基准利率上调，公司财务费用大幅增长，达到2358万元，同比增长57.5%。

图表 1 利息费用不断攀升



数据来源：PDB，华泰联合证券研究所

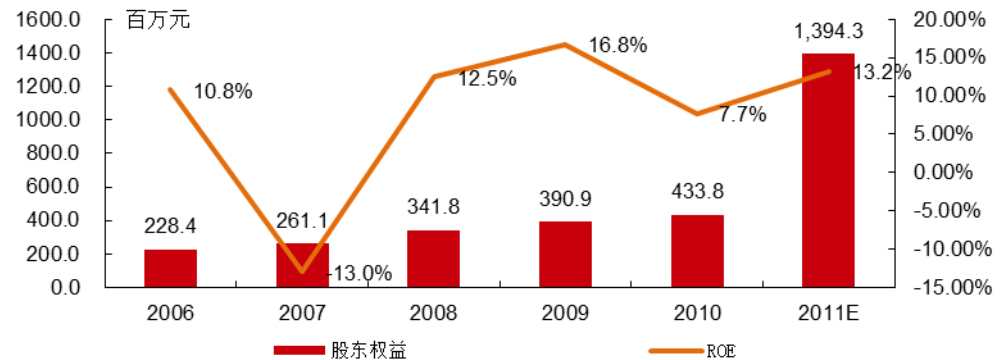
图表 2 短期借款不断增加



数据来源：PDB，华泰联合证券研究所

公司拟发行不超过5亿元公司债，固定利率，期限不低于3年。募集资金主要用于偿还银行借款及补充公司流动资金。随着公司制药业务的健康发展，2011年盈利能力显著好转。通过发行公司债券，一方面可以改善公司的债务结构，另一方面，公司在资金使用上更加灵活，资金使用效率将得到提高。

图表 3 公司盈利能力不断提高



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

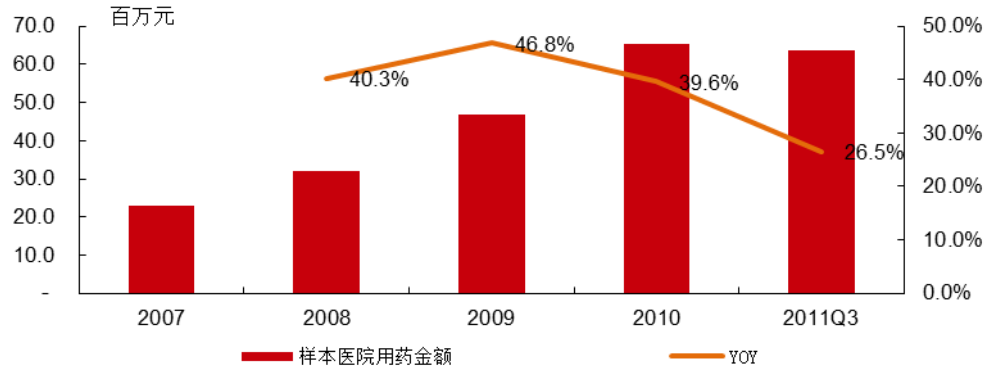
大股东增持彰显信心

公司于2011年12月23日发布公告，大股东南方同正以平均23.48元/股的价格增持128万股上市公司股份，同时拟在未来6个月内增持不超过5%的股份。公司于8月份完成非公开发行，发行价格为23.5元，募集资金总额为8.16亿元。大股东增持上市公司股份，彰显出其对上市公司未来发展的信心。我们认为，公司人工耳蜗有望成为公司发展的蓝海，而公司抗生素类药物也在抗生素行业变革中发展壮大。

头孢西丁高增长

头孢西丁是公司抗生素业务的核心品种，近年保持高速增长。据样本医院临床用药统计结果显示，第三季度头孢西丁在样本医院用药金额同比增长 43.2%，在整个抗生素行业中表现突出。

图表 4 头孢西丁样本医院用药金额回复高增长



资料来源: PDB, 华泰联合证券研究所

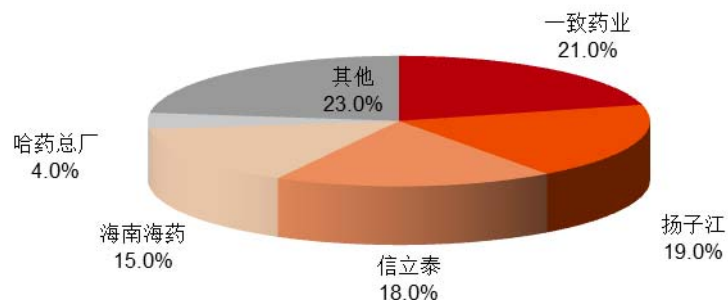
新政策下，抗生素品种至关重要。公司是头孢西丁的首仿企业和头孢唑肟的仿制企业的，这两个品种分别为第二代和第三代头孢，在新政策下用药金额有望迅速增长，公司也将从中受益。

首先，均属于医保乙类，易为患者接受；

其次，头孢西丁为二代头孢，属于政策内相对鼓励使用品种，易为医师接受；

最后，市场格局稳定，价格体系相对稳定，不会出现劣药驱良药现象，用药安全也可以得到保障。如头孢西丁 5 家企业市场集中度达到 82.2%。

图表 5 头孢西丁市场格局稳定



资料来源: IMS Health, 华泰联合证券研究所

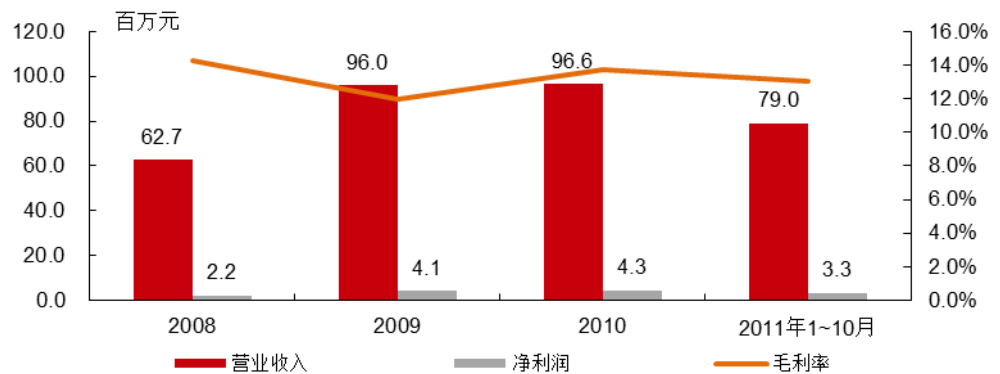
公司计划收控股股东东南方正持有的天地药业 7.35% 股权，收购后持股比例将增至 99.14%。天地药业是公司中间体及原料药生产基地，同时是增发募投项目抗生素

中间体项目实施基地，通过此次收购，有利于公司打造抗生素产业链，提高公司竞争力。

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。

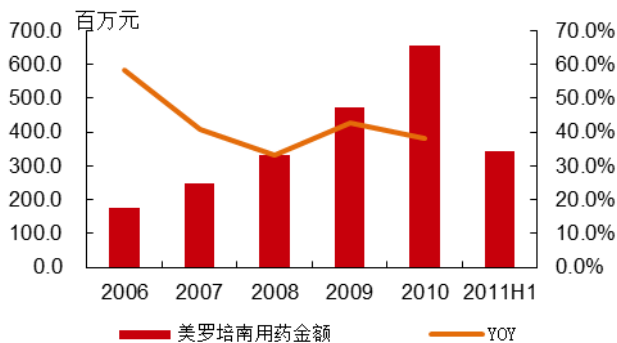
图表 6 台州一铭收入及利润情况



资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

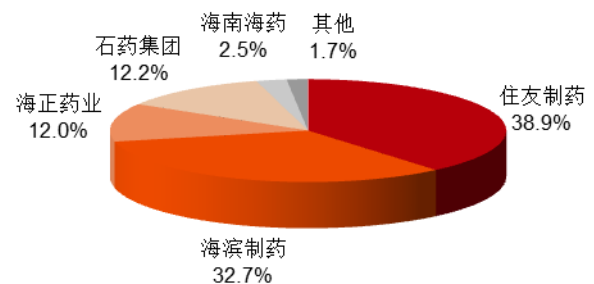
美罗培南及比阿培南属于新一代碳青霉烯类抗生素，具有抗菌谱广、活性强的特点，随着耐药菌的不断增多，其临床上使用也迅速增加。公司 2009 年获得美罗培南原料和制剂生产批件，2010 年开始销售。22 家样本医院统计数字显示，2011 年上半年公司美罗培南的市场份额已达到 2.5%。台州一铭未来将为公司贡献过亿收入的同时，将完善公司培南类抗生素产业链，降低生产成本，增强公司美罗培南的竞争力。

图表 7 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 8 公司美罗培南市场份额已达 2.5%



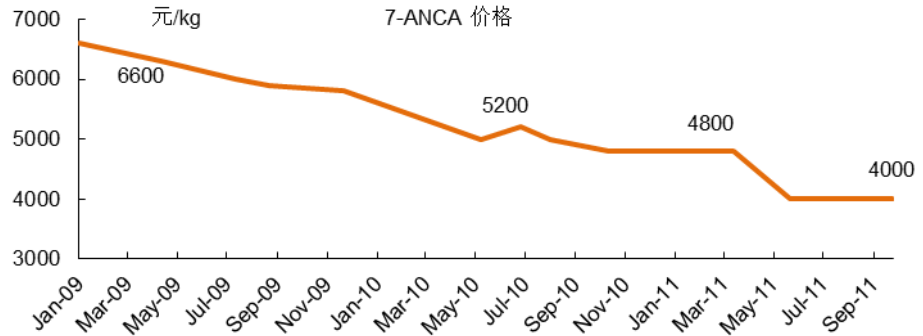
数据来源：PDB，华泰联合证券研究所

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 9 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

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

由于人工耳蜗的广阔的市场空间, 我们预计声特人工耳蜗 2011~2013 年销量为 400、2000 及 4000 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

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	1839	2128	营业收入	613	772	1160	1439
现金	104	639	979	1057	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	28	40
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	234	283
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	2390	2665	利润总额	46	220	234	283
流动负债	575	322	217	253	所得税	8	22	35	42
短期借款	272	136	0	0	净利润	38	198	199	240
应付账款	70	81	124	150	少数股东损益	4	13	12	17
其他流动负债	233	105	94	103	归属母公司净利	34	185	187	223
非流动负债	12	14	508	507	EBITDA	92	0	289	351
长期借款	0	0	500	500	EPS (元)	0.16	0.75	0.76	0.90
其他非流动负	12	14	8	7					
负债合计	586	336	725	760	主要财务比率				
少数股东权益	58	71	83	100	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	415	638	营业利润	-2.3%	302.7	11.3%	20.7%
归属母公司股	434	1394	1582	1805	归属母公司净利	-48.9%	450.9	1.5%	19.2%
负债和股东权	1078	1802	2390	2665	获利能力				
					毛利率(%)	36.6%	39.7%	40.6%	41.4%
					净利率(%)	5.5%	23.9%	16.2%	15.5%
					ROE(%)	7.7%	13.2%	11.8%	12.4%
					ROIC(%)	7.5%	21.5%	19.2%	20.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.4%	18.7%	30.3%	28.5%
					净负债比率(%)	72.74	50.85	68.95	65.76
					流动比率	1.01	3.83	8.46	8.40
					速动比率	0.57	2.94	6.48	6.32
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.54	0.55	0.57
					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	0.76	0.90
					每股经营现金流	0.21	0.23	0.19	0.54
					每股净资产(最	1.75	5.63	6.39	7.29
					估值比率				
					P/E	189.81	34.45	33.95	28.48
					P/B	14.67	4.56	4.02	3.53
					EV/EBITDA	73	26	23	19

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。