

产品升级，耳蜗发力，进军单抗

增持首次评级

目标价格：12.4元

投资要点：

- 公司传统业务抗生素积极进行结构调整，产品升级，向上游产业链延伸。紫杉醇、肠胃康等产品销售收入、利润贡献稳定。
- 人工耳蜗2013年有望放量，单抗未来市场广阔，想象空间巨大。

报告摘要：

- 公司积极进行抗生素结构调整，产品升级，向上游产业链延伸。** 头孢西丁钠和头孢唑肟钠制剂等品种是目前的主推品种，具有较高的知名度和市场覆盖率；氨曲南和美罗培南有望成为公司未来新的业绩增长点。同时公司向上游整合头孢产业链，注重中间体-原料药-制剂产业链的延伸，使公司产品更具有成本竞争优势。
- 人工耳蜗2013年开始放量增长。** 人工耳蜗的存量市场空间高达300亿元，公司子公司上海力声特的人工耳蜗是国内第一个通过临床试验的品种，有望实现进口替代，分享人工耳蜗这一巨大市场。预计2012-2014年公司人工耳蜗产量180、1000、2000套。
- 收购中国抗体，想象空间巨大。** 公司收购中国抗体40%股权，进军单抗领域。单抗药物过去十年全球销售复合增速高达30%，单一品种销售高达50亿美元以上。国内单抗产品占整个生物技术药物市场份额仅2%左右，远低于全球平均水平。未来公司将加大在单抗领域的研发投入。
- 盈利预测与投资建议：** 预计2012-2014年公司营业收入8.9亿、11亿、13.5亿，净利润1.28亿、1.66亿和2.04亿，对应的EPS 0.26、0.34、0.41，目前PE 37X、28X、23X。由于公司人工耳蜗和单抗未来成长空间较大，给予公司“增持”评级，目标价12.4元，对应2014年PE 30X。

主要经营指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	613	722	899	1,103	1,356
YoY	19%	18%	25%	23%	23%
净利润	34	105	128	166	204
YoY	-49%	206%	21%	30%	23%
EPS	0.07	0.21	0.26	0.33	0.41
PE	138.4	45.2	37.3	28.7	23.3

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

电话：010-88013568

 Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

 Email: likunyang@hysec.com

研究助理：

史余森

电话：010-88013570

 Email: shiyusen@hysec.com
岳苗

电话：010-88013564

 Email: yuemiao@hysec.com
邓锐

电话：010-88085986

 Email: dengrui@hysec.com

行情数据

当前股价	9.6
总股本(千股)	495,190
总市值(百万)	5,551
流通市值(百万)	347
12个月最高价	12.46
12个月最低价	7.29

数据来源：Wind

相关研究

宏源证券-中小市值周报-悲观预期释放，期待新行情起点

20130414

目录

公司基本情况	4
公司简介	4
产品结构	4
股权结构	5
引入新的管理团队	5
抗生素系列产品：结构调整，产品升级，向上延伸产业链	6
紫杉醇：国内首仿，拥有品牌和价格优势	8
枫蓼肠胃康系列：特色海南中成药，稳定增长	9
人工耳蜗：2013 年开始放量增长	10
产品介绍：人工耳蜗适用于重度以上感音神经性耳聋	10
市场空间：耳聋患者群体庞大，人工耳蜗具有广阔的市场前景	11
政策支持：有望助力人工耳蜗市场跨域式发展	11
竞争优势：公司人工耳蜗性价比高，可以实现进口替代	12
单抗：想象空间巨大	13
收购中国抗体，进军单抗领域	13
单抗药物市场前景广阔	13
盈利预测与估值	14
财务报表及附录	16

插图

图 1: 海南海药主要子公司	4
图 2: 海南海药股权结构	5
图 3: 全身用抗感染药物市场份额	7
图 4: 公司抗生素销售额及毛利率	8
图 5: 公司紫杉醇销售及毛利率	9
图 6: 公司枫蓼肠胃康销售及毛利率	10
图 7: 人工耳蜗示意图	10

表格

表 1: 海南海药主要子公司净利润状况 (单位: 万元)	4
表 2: 公司主要产品收入、毛利率	5
表 3: 抗生素分级管理	6
表 4: 2010-2011 年医院终端全身抗感染药销售额 TOP10 品种份额	7
表 5: 2011 年医院终端抗肿瘤和免疫调节剂销售额 TOP10 品种份额	9
表 6: 人工耳蜗市场容量测算	11
表 7: 利妥昔、西妥昔省级医保状况	14
表 8: 海南海药分项预测	14
表 9: 公司 2012-2014 年财务报表预测	16
表 10: 公司 2012-2014 年财务指标预测	17

公司基本情况

公司简介

海南海药股份有限公司创立于 1965 年，前身为海口市制药厂，是海南最大的老字号制药企业，1992 年改制为股份公司，1994 年上市。公司下属子公司包括海口市制药厂、重庆天地药业、上海力声特医学科技有限公司等。

图 1：海南海药主要子公司



资料来源：公司公告，宏源证券研究所

表 1：海南海药主要子公司净利润状况（单位：万元）

	2008	2009	2010	2011	2012H
海口市制药厂有限公司	1,497	1,798	524	1,007	3,769
重庆天地药业有限责任公司该公司	759	2,249	1,774	2,853	2,050
上海力声特医学科技有限公司		-7	-	-90	390

资料来源：公司公告，宏源证券研究所

产品结构

海南海药目前的主要产品包括：以特素为主品牌的抗肿瘤药物紫杉醇系列、以枫蓼肠胃康颗粒为主品牌的中成药系列；头孢曲松、头孢西丁等头孢类抗生素系列及相关中间体和原料药。其他产品还有阿莫西林、注射用维生素 C、健阳片、红宝太和胶囊等普通药物和保健品。此外，上海力声特生产的人工耳蜗 2012 年开始贡献收入和利润。

表 2: 公司主要产品收入、毛利率

报告期	2008A		2009A		2010A		2011A	
	营业收入 (百万)	毛利率 (%)	营业收入 (百万)	毛利率 (%)	营业收入 (百万)	毛利率 (%)	营业收入 (百万)	毛利率 (%)
头孢制剂系列	96.9	22.9	172.8	22.3	194.8	30.9	247.3	31.9
其他	71.8	8.4	73.5	5.9	91.4	6.4	102.4	6.4
原料药及中间体	88.7	24.7	139.2	19.1	189.8	24.5	219.4	23.2
肠胃康	75.1	71.5	80.3	74.5	85.7	83.8	106.6	83.8
紫杉醇	53.0	71.6	50.6	72.1	50.5	79.2	45.8	79.3

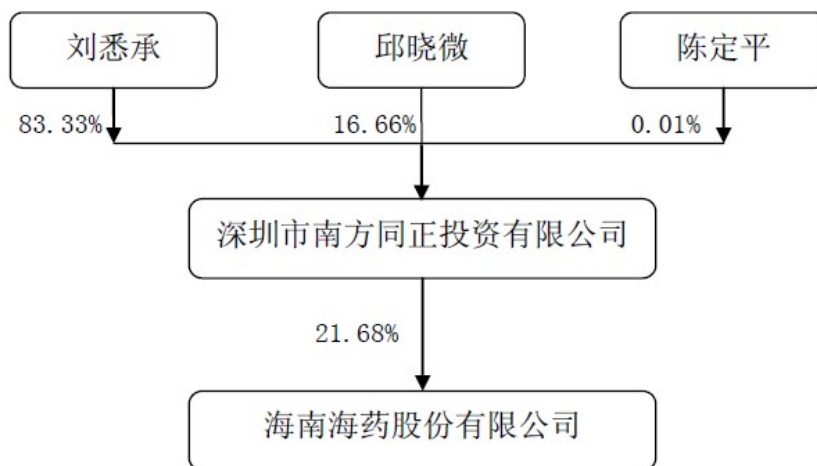
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

股权结构

公司总股本 4.95 亿股, 第一大股东深圳市南方同正投资有限公司持股总数 5300 万股, 占比 21.68%。南方同正投资有限公司成立于 2001 年 8 月 29 日, 除拥有海南海药股权外, 大股东还有部分金属采选、电池材料生产等业务。

公司实际控制人刘悉承, 1962 年生, 现任公司董事长。1984 年毕业于湖南医科大学; 1984-1986 年在第三军医大学助教; 1986-1989 年在第三军医大学读研究生; 1989-1995 年在第三军医大学任讲师, 副研究员。1995-2003 年任重庆赛诺制药有限公司总经理。

图 2: 海南海药股权结构



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

引入新的管理团队

2012 年海南海药引入新的管理团队, 为公司未来的发展注入新的动力。2012 年 7 月, 公司聘任任荣波为公司总经理, 任总历任华北制药股份有限公司销售分公司总经理; 复星医药产业发展有限公司总裁助理、市场营销总经理等职务。任总的加入有助于公司传统产品抗生素制剂及相关原料药、中间体的研发推广和渠道销售。

2012 年 8 月, 公司聘任丁清杰为公司新产品研发首席科学家。1996-2012 年丁博士担

任美国罗氏制药公司癌症系的高级首席科学家、项目总监，从事相关行业 16 年。

2012 年 10 月,海南海药与丁博士在美国新泽西州共同投资设立哈德森生物医药公司,建设与国际接轨的研发平台,其中公司股权占比 70%,丁博士股权占比 30%。预计后续该研发平台将给公司带来新的技术和产品。

抗生素系列产品：结构调整，产品升级，向上延伸产业链

公司在头孢类抗生素领域多年研发和积累，品种储备丰富，目前拥有 77 个抗生素制剂文号，6 个抗生素原料文号，涵盖一代、二代、三代、四代头孢产品，可满足各类市场的需求。

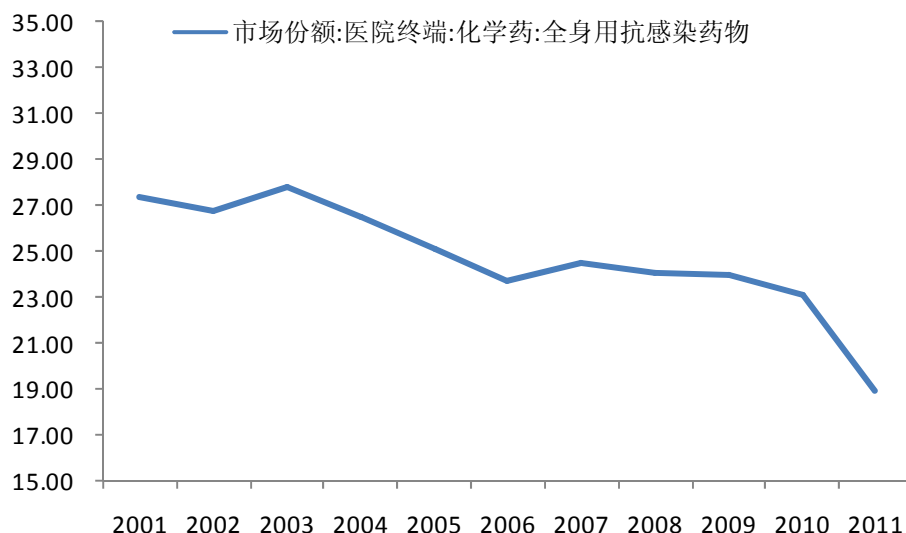
公司头孢产品中增长较快的是**头孢西丁钠**和**头孢唑肟钠**制剂等品种，这些品种具有较高的知名度和市场覆盖率。

其中头孢西丁钠是国内首家上市，属于二代头孢。在抗菌素分级管理中，头孢西丁归类为一级抗菌药物，受限抗政策影响较小，并以其二代头霉菌素的优势，受益于抗生素产品使用的结构调整。

表 3: 抗生素分级管理

分类	一级抗菌药物	二级抗菌药物	三级抗菌药物
青霉素类			美罗培南
头孢菌素类	头孢氨苄、头孢替安、头孢羟氨苄、 头孢西丁 、头孢唑肟、头孢拉定、头孢克洛、头孢呋辛、头孢匹胺、头孢硫脒	头孢丙烯、头孢曲松、头孢克肟、头孢米诺、头孢他啶、头孢地尼、头孢拉氧、头孢替唑、头孢美唑、头孢噻肟、头孢哌酮、头孢孟多	头孢匹罗、头孢吡肟、头孢唑南、 头孢唑肟钠
其他 B-内酰胺类酶抑制剂	阿莫西林克拉维酸钾、阿莫西林舒巴坦	头孢哌酮舒巴坦、派拉西林舒巴坦、头孢哌酮他唑巴坦、 氨曲南	亚胺培南西司他丁、帕尼培南倍他米隆
氨基糖苷类	丁胺卡那、庆大霉素、阿米卡星、链霉素	奈替米星、妥布霉素、依替米星、大观霉素、异帕米星	
酰胺类		氯霉素	
糖肽类			万古霉素、去甲万古霉素、替考拉宁
大环内酯类	红霉素、琥乙红霉素、吉他霉素、乙酰吉他霉素、罗红霉素、克拉霉素、阿奇霉素		
四环素	四环素、多西环素、土霉素	米诺环素	
磺胺类	磺胺甲恶唑、甲氧苄啶		
喹诺酮类	环丙沙星、氧氟沙星、诺氟沙星、左氧氟沙星	氟罗沙星、依诺沙星、洛美沙星、加替沙星、司帕沙星、莫西沙星	帕珠沙星
呋喃类	呋喃妥因、呋喃唑酮		
抗真菌药	制霉菌素、克霉唑、联苯苄唑、特比萘酚、酮康唑、氟胞嘧啶	氟康唑、咪康唑	伊曲康唑、两性霉素 B
硝咪唑类	甲硝唑、苯酰甲硝唑、替硝唑	奥硝唑	

资料来源：宏源证券研究所

图 3: 全身用抗感染药物市场份额


资料来源: 中国医药市场发展蓝皮书, 宏源证券研究所

氨曲南和美罗培南有望成为公司未来新的业绩增长点。这两大品种位于抗感染药物前十, 市场空间巨大。

美罗培南是一种有非常广泛抗菌性及可供注射的抗生素, 用于治疗多种不同的感染, 包括脑膜炎及肺炎。它是一种 β 内酰胺类抗生素, 属于碳青霉烯的分类下。在 2011 年医院终端全身抗感染药销售额 TOP10 品种份额统计中, 美罗培南的市场份额从 3.34% 上升到 3.78%, 位居第一。

氨曲南具有肾毒性、免疫原性弱以及青霉素类、头孢菌素类交叉过敏少等特点, 可用于替代氨基糖苷类药物, 治疗肾功能损害患者的需氧革兰阴性菌感染; 并可在密切观察情况下用于对青霉素、头孢菌素过敏的患者。在 2011 年医院终端全身抗感染药销售额 TOP10 品种份额统计中, 氨曲南销售份额比上年上升了 0.03%, 达到 2.70%, 维持了市场第 8 的排名。

表 4: 2010-2011 年医院终端全身抗感染药销售额 TOP10 品种份额

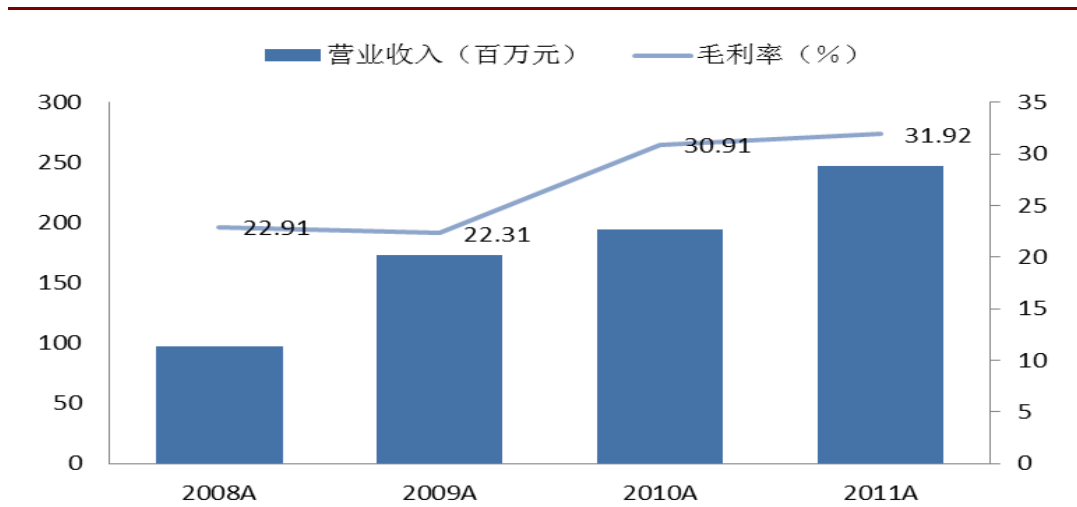
通用名	2011 年排名	2011 年市场份额	2010 年排名	2010 年市场份额
美罗培南	1	3.78%	2	3.34%
左氧氟沙星	2	3.55%	5	3.16%
头孢孟多	3	3.53%	3	3.30%
哌拉西林/三唑巴坦	4	3.21%	9	2.66%
头孢替安	5	3.02%	1	3.70%
莫西沙星	6	2.92%	11	2.42%
头孢哌酮钠/他唑巴坦钠	7	2.86%	7	2.83%
氨曲南	8	2.70%	8	2.67%
伏立康唑	9	2.61%	25	1.55%
头孢曲松	10	2.59%	23	1.64%

资料来源: 2012 年中国医药市场发展蓝皮书, 宏源证券研究所

由于公司在抗生素方面进行结构调整, 针对性的发展适应市场的品类, 公司头孢制剂产品销售额持续增长。从 2008 年的 9690 万元增长至 2011 年的 24734 万元, **复合增速 37%**,

远高于同期抗生素行业增速。

图 4: 公司抗生素销售额及毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

此外, 公司近年来积极向上游整合头孢产业链, 注重中间体-原料药-制剂产业链的延伸, 使公司产品更具有成本竞争优势, 提高公司在抗生素领域的综合竞争力。公司抗生素类产品的毛利率逐年提高, 从 2008 年的 22% 提高到 2011 年的 31%, 2012 年中期毛利率高达 38%。

公司原料药子公司天地药业自 2007 年以来通过技术改造, 在原来仅生产头孢曲松钠、紫杉醇粗品的基础上增加了头孢西丁钠、头孢噻吩钠、头孢唑肟酸等原料药和中间体, 并且取得了氨曲南和美罗培南原料药生产批文, 未来公司可以通过向上游延伸保持抗生素较高的毛利率水平。

目前公司在产的抗生素基本完成了上游布局, 具备产业链竞争优势, 能够较好应对未来抗生素使用严格管理下行业集中度提升的过程。

紫杉醇: 国内首仿, 拥有品牌和价格优势

紫杉醇是红豆杉科植物红豆杉的根、枝叶以及树皮的提取物, 主要适用于卵巢癌和乳腺癌, 对肺癌、大肠癌、黑色素瘤、头颈部癌、淋巴瘤、脑瘤也都有有一定疗效。目前紫杉醇是治疗卵巢癌、乳腺癌、肺癌、鼻咽癌等实体肿瘤的一线用药。紫杉醇属于新型抗微管药物, 通过促进微管蛋白聚合抑制解聚, 保持微管蛋白稳定, 抑制细胞有丝分裂。体外实验证明紫杉醇具有显著的放射增敏作用, 可能使细胞中止于对放疗敏感的 G2 和 M 期。紫杉醇主要用于卵巢癌和乳腺癌及 NSCLC 的一线 and 二线治疗, 对于头颈癌、食管癌, 精原细胞瘤, 复发非何金氏淋巴瘤等也有一定的疗效。

2012 年紫杉醇又被发现可以用于预防心脑血管疾病的预防, 因此其适用范围更加广泛。

紫杉醇目前属于抗肿瘤用药的大类品种, 2011 年医院终端抗肿瘤和免疫调节剂销售额 TOP10 品种份额中位居同类药品的第二位。

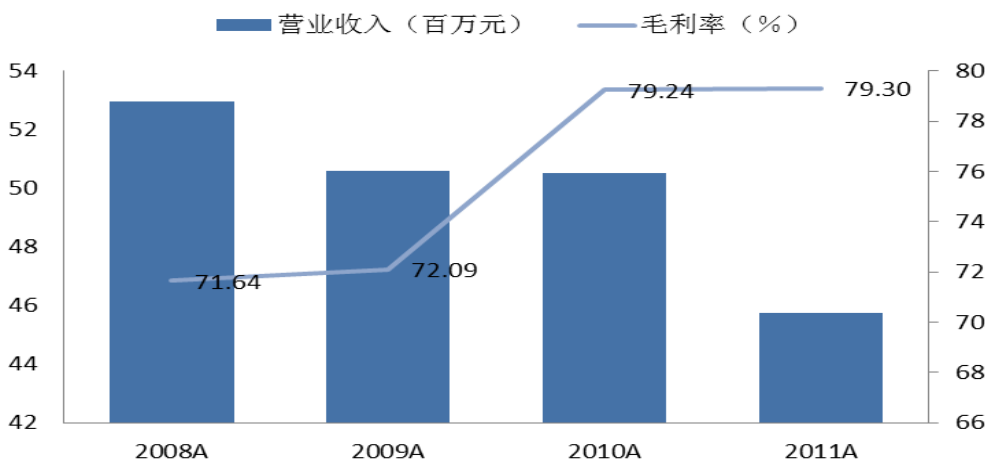
表 5: 2011 年医院终端抗肿瘤和免疫调节剂销售额 TOP10 品种份额

通用名	2011 年排名	2011 年市场份额	2010 年排名	2010 年市场份额
多西他赛	1	5.36%	1	5.97%
紫杉醇	2	5.33%	2	5.40%
胸腺五肽	3	4.76%	4	4.51%
胸腺肽 α 1	4	4.03%	3	4.86%
奥沙利铂	5	3.43%	5	3.77%
重组人粒细胞集落刺激因子	6	3.39%	6	3.67%
吗替麦考酚酯	7	2.64%	7	2.99%
他克莫司	8	2.63%	9	2.64%
卡培他滨	9	2.60%	8	2.85%
培美曲塞	10	2.58%	16	1.72%

资料来源: 2012 年中国医药市场发展蓝皮书, 宏源证券研究所

公司生产的紫杉醇注射液(产品名: 特素)是国内首家上市产品, 拥有品牌和价格优势。2008-2011 年公司紫杉醇销售维持在 4500-5300 万左右, 相对稳定。近三年紫杉醇毛利率上升到 79% 主要得益于原料价格持续下降, 而同期产品销售价格基本保持稳定, 2012 年中期紫杉醇的毛利率 74%。

图 5: 公司紫杉醇销售及毛利率



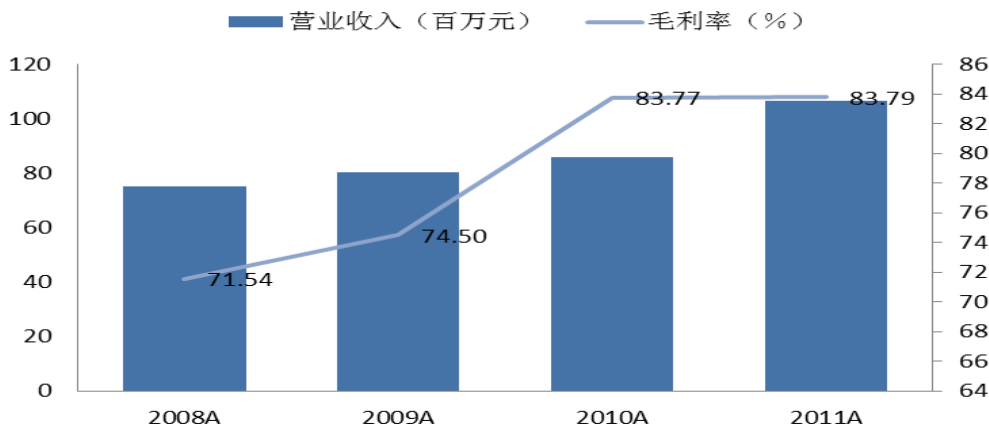
资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

枫蓼肠胃康系列: 特色海南中成药, 稳定增长

枫蓼肠胃康系列主要产品包括颗粒剂和片剂, 系公司自主研发的经典南药产品, 目前是目前国内独家生产的中成药品种, 也是国家中药保护品种和优质优价品种。产品对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症 (IBS) 有良好的疗效。产品上市时间为 2003 年, 拥有悠久的品牌知名度。枫蓼肠胃康采用先进的国际通行的植物药质量检测技术——指纹图谱法进行生产的质量控制, 确保产品质量和疗效。

2008-2011 年枫蓼肠胃康产品稳健增长, 2011 年销售额突破 1 亿, 并且毛利率稳中有升, 2012 年中期毛利率高达 85%。

图 6: 公司枫蓼肠胃康销售及毛利率



资料来源: 公司公告, 宏源证券研究所

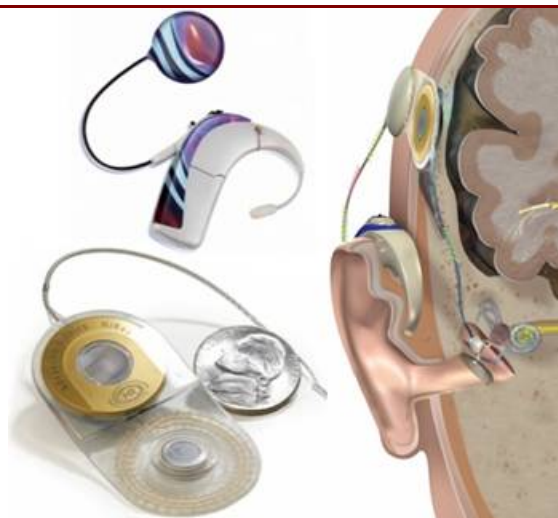
人工耳蜗: 2013 年开始放量增长

产品介绍: 人工耳蜗适用于重度以上感音神经性耳聋

人类耳聋疾病主要分为三种: 传导性聋、感音神经性聋和混合性聋。人工耳蜗是一种替代人类听觉功能的电子装置, 被誉为重度损伤听力的唯一解决方案。人工耳蜗的主要适用对象是患有重度、极重度耳聋的感音神经性耳聋。尤其是当耳蜗毛细胞严重损坏时, 传统的助听器基本失效, 只能通过人工耳蜗的方式治疗。

在正常的听觉传导构成中, 耳蜗将所获得的听觉信息转换成电脉冲传递给大脑。一旦耳蜗发生损坏, 转换过程就会受到阻隔。人工耳蜗的作用就是直接用电脉冲来刺激脑神经, 人为的替代传统的听觉转换过程, 帮助患者感知到外界信息。

图 7: 人工耳蜗示意图



资料来源: 宏源证券研究所

人工耳蜗的部件包括体内和体外两个部分。体外部件包括：麦克风、言语处理器和发射线圈。体内构件包括：接收线圈和电极序列。麦克风获取声信号，将其传入言语处理器，体外的言语处理器指令以射频信号的方式传入体内感应器，这种信号经听神经中枢端传入脑干的耳蜗核，并进一步产生听觉。由于体内与体外部件并不直接接触，而是通过射频信号的方式传导，可以有效避免设备直接接触人体引发感染的可能。

市场空间：耳聋患者群体庞大，人工耳蜗具有广阔的市场前景

全球目前有 3.6 亿人患有耳聋或者听力障碍，占全球总人口数的 5%。全球每三名 65 岁以上老人就有一名存在耳聋或者听力障碍问题。

我国是全球听力障碍人数最多也是增长最快的国家，2006 年第二次全国残疾人抽样调查显示，我国有听力残疾人 2780 万，其中重度耳聋患者人数高达 739 万，绝大多数适于植入人工耳蜗。

据临床统计，重度耳聋患者中绝大多数为感音性耳聋，其中 60%-70% 为 18 周岁以下语前聋患者，30%-40% 为 18 周岁以上成人语后聋患者，此外全国每年还新增 3 万听障聋人。

目前国产人工耳蜗价格为 5-7 万元，按照 6 万元均价测算，按照 7% 的渗透率测算，739 万重度耳聋患者所带来人工耳蜗市场容量为 **310 亿元**。

截止 2011 年，国内植入进口人工耳蜗的案例累计有 2 万例，2011 年当年约有 4000 名患者接受了进口耳蜗的植入手术。目前人工耳蜗实际应用远远没有满足潜在需求，未来市场潜力巨大。

表 6：人工耳蜗市场容量测算

品牌	比例	人数(万)	单价(万/套)	渗透率	市场容量(亿元)
18 周岁以下语前聋患者	65%	480	6	7%	202
18 周岁以上成人语后聋患者	35%	259	6	7%	109
重度耳聋患者总数	100%	739			310

资料来源：宏源证券研究所

政策支持：有望助力人工耳蜗市场跨域式发展

国家对于人工耳蜗救助项目出台了多项政策扶植。

截至 2012 年底，“国家贫困聋儿人工耳蜗/助听器抢救性康复项目”已有 1500 名重度以上听力障碍儿童免费植入该项目提供的人工耳蜗，9000 名听障儿童免费配戴该项目提供的助听器。

2009 年主题“帮助贫困聋儿走出无声世界”的活动为 1200 名重度听力残疾儿童植入人工耳蜗，为 1200 名轻度听力残疾儿童配备助听器，并资助西部聋儿康复机构基础设施建设和师资培养。

2009 至 2011 年中央财政安排专项资金实施了“中国残联贫困聋儿人工耳蜗抢救性康复项目”，确定北京协和医院等 27 家医院作为项目定点手术医院，为 1500 名贫困聋儿免

费植入人工耳蜗并提供术后康复训练经费。

2012 至 2015 年新一轮项目即将启动，中央财政将进一步加大力度，对 16000 名重度、极重度听障儿童免费植入人工耳蜗，受益人群进一步扩大。目前已有多个省份对人工耳蜗植入手术进行补贴，包括北京、上海、江西、湖南、浙江、山东、重庆、河南等地均出台政策，对听障人士植入人工耳蜗进行不同程度的补助，公司的人工耳蜗产品有望实现跨越式发展。

竞争优势：公司人工耳蜗性价比高，可以实现进口替代

人工耳蜗技术壁垒极高，涉及微电子、精密机械、耳科医学、仿生学、心理学、语言学和生理科学等 10 多个学科，涵盖信号处理、集成电路、微电子芯片、产品模块设计、密封、材料生物相容等多种技术与工艺。

全球人工耳蜗市场基本被国外品牌占据。人工耳蜗技术和市场均被澳洲的 Cochlear Corporation（科利耳公司），美国的 Advanced Bionics（高级仿生学公司）和奥地利的 MED-EL 公司所垄断。海南海药子公司上海力声特的人工耳蜗是国内第一个通过临床试验的品种，并已于 2011 年 3 月获得 SFDA 批文，获准进入市场。

目前国内研发企业获得药监局批准生产人工耳蜗的仅力声特和诺尔康两家企业。诺尔康的人工耳蜗 2011 年 8 月上市，至今一共做了 300 例植入手术，营业收入 2000 万元左右。力声特人工耳蜗产品 2011 年四季度开始销售，从 2012 年半年报中可以看到人工耳蜗的营业收入 706 万元，净利润为 389 万元，估计植入手术约 100 例左右，两者旗鼓相当。目前人工耳蜗市场还处于做大蛋糕的过程，人工耳蜗植入手术基数较低，未来国产品牌的市场空间巨大。

公司产品在语言本土化、产品定价、软件设计方面具备优势：

- **汉语优势：**相比于国际同类产品，力声特的人工耳蜗以汉语为基础，产品更贴近本国用户的习惯与需求，将在中国政府采购和未来可能的医保使用中占有更大优势。
- **价格优势：**国内的人工耳蜗市场长期被外国市场垄断，市场缺乏竞争致使产品价格昂贵，均在 15 万元/套左右，许多国内患者由于支付不起高昂的设备费用而得不到治疗。目前上海力声特将上市的人工耳蜗定价为 5-7 万元不等，比安装进口人工耳蜗总费用要低一半以上。
- **软件优势：**力声特自主研发的配合人工耳蜗使用的软件具有国家专利权，软件相对于国外产品来说使用方便，易于升级。

2012 年中期，公司人工耳蜗收入 700 万元，估计实际销量 100 套左右，未来增长空间巨大。上海力声特人工耳蜗扩建项目达产后预计每年可产 1 万套人工耳蜗，我们预计 2012-2014 年公司人工耳蜗产量 180、1000、2000 套，2013 年开始有望放量增长。

单抗：想象空间巨大

收购中国抗体，进军单抗领域

2013年1月，公司董事会同意公司以自有资金收购中国抗体制药有限公司250564股普通股和871382股A轮优先股，收购金额为990万美元。收购完成之后公司将持有中国抗体制药有限公司**40%股权**，成为其第一大股东。

中国抗体主要从事开发治疗恶性肿瘤和消耗性疾病的靶向特异性抗体药物，前期已开发了全球创新性的单克隆抗体产品，在中国取得了治疗非何杰金氏淋巴瘤、系统性红斑狼疮和类风湿性关节炎的临床研究批文，并且关于淋巴瘤的研究已进入二期临床试验阶段，其抗体生产能力也具有突出优势。通过本次交易，将使海南海药迅速进入市场空间巨大的单抗生物医药市场。

海南海药目前已在上海、海口建立了研发中心，未来将在北京、香港、美国组建新药研发机构，开展单克隆抗体及其它靶向性生物药物的研发，重点聚焦**抗感染、抗肿瘤**等发展潜力大的产品领域。

单抗药物市场前景广阔

动物脾脏有上百万种不同的B淋巴细胞系，具有不同基因不同的B淋巴细胞合成不同的抗体。当机体受抗原刺激时，抗原分子上的许多决定簇分别激活各个具有不同基因的B细胞。被激活的B细胞分裂增殖形成效应B细胞（浆细胞）和记忆B细胞，大量的浆细胞克隆合成和分泌大量的抗体分子分布到血液、体液中。如果能选出一个制造一种专一抗体的浆细胞进行培养，就可得到由单细胞经分裂增殖而形成细胞群，即单克隆。单克隆细胞将合成针对一种抗原决定簇的抗体，称为单克隆抗体。

单克隆抗体技术在生命科学史上具有划时代的意义，曾获诺贝尔医学奖。与多克隆抗体相比，具有高特异性、均一性及易于大量生产等优点。单抗不仅为基础医学研究提供极有价值的载体，而且在临床医学上也得到广泛的实际应用，为肿瘤、自身免疫等许多临床疾病的诊断、治疗和预防提供了新的手段。随着对抗体基因结构和功能的深入研究及重组DNA技术的不断成熟，通过基因工程抗体技术，人们设计出嵌合性抗体、人源性抗体等单抗，克服了鼠源性抗体的异源性问题。治疗性单抗广泛应用于肿瘤、类风湿等自身免疫疾病、器官移植后排斥反应、心血管等疾病的治疗。单抗药物的研究与开发，成为近年来国外生物医药研究的热点。

单抗是生物医药行业增长最快的领域之一，1997年全球抗体的市场规模仅3.1亿美元，2004年上升到105亿美元，2010年飙升至480亿美元，年均复合增长超过40%，成为近年来年增长最快的生物技术药物。2000-2009年，抗体药物在全球生物制药中所占份额从10.50%扩张到56.41%。2010年全球销售排行榜前十名中有4个是单抗类药物，销售总额达到292亿美元，并产生10个销售金额超过50亿美元的超级重磅炸弹药物。

美国和欧洲市场仍将构成单抗药物的主要市场，未来单抗药物市场将会继续攀升，增长空间仍然巨大。国内单抗药物的市场份额却很低，单抗产品占整个生物技术药物市场份额仅2%左右，远低于全球平均水平。但是从国内外单抗药物发展历史看，我国即将迎来

单抗黄金时代。

目前部分单抗药物已纳入省级医保目录,以上市时间较早比较成熟的利妥昔和曲妥珠单抗为例,利妥昔单抗(美罗华)2009年进入了8个省的医保目录、西妥昔(爱必妥)进入1个省的医保目录。未来个别单抗药物有望进入国家医保,单抗将迎来大发展。

表 7: 利妥昔、西妥昔省级医保状况

类别	药品名称	剂型	目录区域	调整说明	备注
乙类	利妥昔单抗	注射剂	黑龙江	增加	
乙类	利妥昔单抗	注射剂	山东省	增加	
乙类	利妥昔单抗	注射剂	贵州省	增加	
乙类	利妥昔单抗	注射剂	青海省	增加	限恶性肿瘤的辅助治疗和工伤保险
乙类	利妥昔单抗	注射剂	江西省	增加	限复发和化疗耐药的惰性B淋巴细胞瘤
乙类	利妥昔单抗	注射剂	广西	增加	
乙类	利妥昔单抗	注射剂	西藏	增加	
乙类	利妥昔单抗	注射剂	甘肃	增加	
乙类	西妥昔单抗	注射剂	西藏	增加	

资料来源: 宏源证券研究所

盈利预测与估值

预计 2012-2014 年公司营业收入 8.9 亿、11 亿、13.5 亿,净利润 1.28 亿、1.66 亿和 2.04 亿,对应的 EPS 0.26、0.34、0.41,目前 PE 37X、28X、23X。由于公司人工耳蜗和单抗未来成长空间较大,给予公司“增持”评级,目标价 12.4 元,对应 2014 年 PE 30X。

表 8: 海南海药分项预测

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万)						
头孢制剂系列	195	247	322	402	502	628
原料药及中间体	190	219	274	329	395	474
肠胃康	86	107	128	147	169	195
紫杉醇	51	46	48	50	53	56
人工耳蜗			14	50	100	200
其他	91	102	113	124	136	150
合计	612	722	898	1,103	1,356	1,702
YoY (%)						
头孢制剂系列		27	30	25	25	25
原料药及中间体		16	25	20	20	20
肠胃康		24	20	15	15	15
紫杉醇		-9	5	5	5	5
人工耳蜗				257	100	100
其他		12	10	10	10	10
合计		18	25	23	23	26
毛利率 (%)						

	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	2015E
头孢制剂系列	30.9	31.9	32.0	32.0	32.0	32.0
原料药及中间体	24.4	23.2	25.0	25.0	25.0	25.0
肠胃康	83.8	83.8	83.0	83.0	83.0	83.0
紫杉醇	79.2	79.3	75.0	75.0	75.0	75.0
人工耳蜗			70.0	70.0	70.0	70.0
其他	6.4	6.4	5.0	5.0	5.0	5.0
合计	36.6	36.3	36.6	37.4	38.1	39.4

资料来源：宏源证券研究所

财务报表及附录

表 9: 公司 2012-2014 年财务报表预测

利润表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	613.2	721.8	898.8	1,103.0	1,356.4
减:营业成本	388.9	459.7	569.6	690.8	839.7
营业税费	3.4	3.9	4.7	5.8	7.1
销售费用	89.4	109.3	125.8	154.4	189.9
管理费用	48.4	49.2	61.1	71.7	85.5
财务费用	20.3	24.2	11.5	15.3	15.4
资产减值损失	9.0	8.6	5.9	1.9	2.3
加:公允价值变动收益	-1.0	-	-	-	-
投资和汇兑收益	0.2	44.9	10.0	12.0	14.0
营业利润	53.1	112.0	130.1	175.1	230.5
加:营业外净收支	-6.6	9.4	20.0	20.0	10.0
利润总额	46.4	121.4	150.1	195.1	240.5
减:所得税	8.0	12.3	22.5	29.3	36.1
净利润	34.3	105.1	127.6	165.8	204.4
资产负债表	2010	2011	2012E	2013E	2014E
应收帐款	156.3	309.4	375.4	460.7	566.6
应收票据	38.7	82.5	98.5	120.9	148.6
预付帐款	26.0	30.6	36.3	43.2	51.6
存货	251.0	302.1	370.8	449.7	546.6
其他流动资产	-	0.0	1.8	3.8	6.3
可供出售金融资产	-	-	164.0	164.0	164.0
持有至到期投资	-	-	214.0	214.0	214.0
长期股权投资	24.8	34.8	127.4	140.1	154.2
固定资产	269.4	282.5	336.8	382.1	420.5
在建工程	36.8	54.0	20.8	20.2	20.0
无形资产	162.8	164.3	162.7	163.1	163.4
其他非流动资产	3.6	6.6	9.0	11.7	15.1
资产总额	1,078.2	2,019.8	2,350.0	2,536.9	2,779.9
短期债务	272.0	311.5	308.2	275.0	246.0
应付帐款	86.9	156.2	184.1	223.3	271.5
应付票据	17.6	30.3	37.5	45.4	55.2
其他流动负债	39.6	75.4	104.2	140.4	185.9
长期借款	-	99.0	99.0	99.0	99.0
其他非流动负债	11.7	11.1	12.9	14.9	17.5
负债总额	586.4	687.5	751.6	805.9	885.4
少数股东权益	58.0	17.8	17.8	17.8	17.8
股本	212.8	247.6	495.2	495.2	495.2
留存收益	220.9	1,066.8	1,085.3	1,218.0	1,381.5
股东权益	491.8	1,332.2	1,598.3	1,731.0	1,894.5

表 10: 公司 2012-2014 年财务指标预测

财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
成长性					
营业收入增长率	18.6%	17.7%	24.5%	22.7%	23.0%
营业利润增长率	-3.5%	110.9%	16.2%	34.6%	31.6%
净利润增长率	-48.9%	206.0%	21.4%	30.0%	23.3%
EBITDA 增长率	4.4%	77.9%	13.2%	31.3%	26.7%
EBIT 增长率	6.1%	85.5%	4.0%	34.4%	29.2%
NOPLAT 增长率	15.6%	89.5%	-2.8%	34.4%	29.2%
投资资本增长率	-36.4%	150.5%	3.5%	14.3%	14.2%
净资产增长率	10.4%	170.9%	20.0%	8.3%	9.4%
利润率					
毛利率	36.6%	36.3%	36.6%	37.4%	38.1%
营业利润率	8.7%	15.5%	14.5%	15.9%	17.0%
净利润率	5.6%	14.6%	14.2%	15.0%	15.1%
EBITDA/营业收入	14.3%	21.6%	19.6%	21.0%	21.6%
EBIT/营业收入	12.0%	18.9%	15.8%	17.3%	18.1%
运营效率					
固定资产周转天数	138	138	124	117	107
流动营业资本周转天数	131	180	270	231	226
流动资产周转天数	308	506	549	442	401
应收帐款周转天数	75	79	86	86	86
存货周转天数	136	139	136	135	134
总资产周转天数	565	773	875	797	706
投资资本周转天数	381	441	515	457	425
投资回报率					
ROE	7.8%	8.2%	8.0%	9.6%	10.8%
ROA	3.6%	5.4%	5.4%	6.5%	7.4%
ROIC	8.2%	24.5%	9.5%	12.4%	14.0%
费用率					
销售费用率	14.6%	15.1%	14.0%	14.0%	14.0%
管理费用率	7.9%	6.8%	6.8%	6.5%	6.3%
财务费用率	3.3%	3.3%	1.3%	1.4%	1.1%
三费/营业收入	25.8%	25.3%	22.1%	21.9%	21.4%
偿债能力					
资产负债率	54.4%	34.0%	32.0%	31.8%	31.8%
业绩和估值指标					
EPS(元)	0.07	0.21	0.26	0.33	0.41
BVPS(元)	0.99	2.69	3.23	3.50	3.83
PE(X)	138.4	45.2	37.3	28.7	23.3
PB(X)	9.7	3.6	3.0	2.7	2.5
P/FCF	9.5	-7.1	59.2	-87.5	-130.5
P/S	7.8	6.6	5.3	4.3	3.5
EV/EBITDA	24.2	14.9	25.4	19.6	15.6

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 中小市值上市公司研究组组长, 《新财富》2012 年度最佳中小市值研究机构第四名。中国人民大学硕士研究生, 本科毕业于江西财经大学。15 年从业经历, 曾在多家券商任职, 任行业研究员、行业研究主管、所长助理等职, 2010 年加盟宏源证券研究所。主要研究覆盖: 宏观策略研究、区域经济主题、能源行业、煤炭电力行业、新兴产业、主题投资研究、中小市值上市公司研究等。

主要研究覆盖公司: 金宇集团、浙江震元、中弘股份、中福实业、双塔食品、利亚德、蒙草抗旱、黄海机械、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、德力股份、长信科技、金陵药业、煌上煌、积成电子、开尔新材、凯恩股份、光线传媒、超华科技、鑫龙电器、探路者、滨江集团、海宁皮城、永新股份、皖维高新、围海股份、航民股份、报喜鸟等。

机构销售团队

区域	姓名	电话	手机	邮箱
华北区域	牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
	张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
华东区域	张珺	010-88085978	13801356800	zhangjun3@hysec.com
	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
	孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
	李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
华南区域	夏苏云		13631505872	xiasuyun@hysec.com
	贾浩森	010-88085279	13661001683	jiahaosen@hysec.com
	罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	赵越		13424300435	zhaoyue@hysec.com
	孙婉莹	0755-82934785	18682185141	sunwanying@hysec.com
QFII	胡玉峰	010-88085843	15810334409	huyufeng@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。本报告版权仅为本公司所有, 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、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可, 宏源证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。