

向大股东和管理层定增点评

增持维持评级

目标价格：12.4元

事件：

公司公告非公开发售预案，向大股东和管理层发行股份数量 5440.7 万股，募集资金总额为 5 亿元，分别投向年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设、单克隆抗体中试中心建设和偿还银行贷款。

点评：

- **非公开增发表明大股东对公司长期发展的看好，对目前股价形成支撑。** 公司现有股本 6.04 亿股，实际控制人刘悉承通过第一大股东南方同正持有公司的股份比例为 21.68%，增发完成后公司的股权占比上升至 22.84%。
- **管理层通过汇海资产管理计划认购，有利于激励高管团队。** 增发完成后管理层持有公司股权比例 6.59%。这种融资安排可以不仅可以解决公司目前的资金需求问题，还能够有效的将高管与公司利益绑定，提高管理层将公司做大做强的动力。
- **新增项目将完善公司抗生素产业链，加磅单抗领域、培育新的增长点。** 本次投资头孢克洛粗品生产线项目是对公司已有 7-ACCA 产品的进一步加工，并逐步优化头孢克洛产品从中间体到制剂环节的过程，完善产业链条。加磅单抗领域，建设单克隆抗体中试中心，意在进一步增加在单抗领域的投资，培育新的盈利增长点。
- **盈利预测与投资建议：** 预计公司 2013-2015 年收入分别 12 亿、15.1 亿、18.7 亿，净利润分别 1.21 亿、1.56 亿、2.08 亿，2013-2015 年 EPS 分别 0.24、0.32、0.42 元，对应目前 PE 41X、32X、24X。维持公司“增持”评级，目标价 12.4 元。

主要经营指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	722	951	1,208	1,510	1,873
YoY	18%	32%	27%	25%	24%
净利润	105	77	121	156	208
YoY	206%	-26%	57%	29%	34%
EPS	0.21	0.16	0.24	0.32	0.42
PE	47.7	64.9	41.4	32.1	24.0

中小市值上市公司研究组

首席分析师：

王凤华 (S1180511010001)

新财富 2012 年最佳中小市值分析师

电话：010-88085761

Email: wangfenghua@hysec.com

资深分析师：

李坤阳(S1180511030001)

电话：010-88013558

Email: likunyang@hysec.com

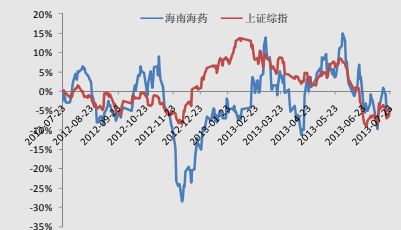
研究助理：

史余森

电话：010-88013570

Email: shiyusen@hysec.com

市场表现



数据来源：Wind

行情数据

当前股价	10.12
总股本(千股)	495,190
总市值(百万)	5,011
流通市值(百万)	314
12月最高价(前复权)	12.48
12月最低价(前复权)	7.29

数据来源：Wind

相关研究

海南海药：产品升级，耳蜗发力，进军单抗 20130418

事件

公司公告非公开发售预案：

发行对象：深圳市南方同正投资有限公司和汇添富-汇海资产管理计划（南方同正一致行动人）。

发行价格：本次发行股票价格为 9.19 元/股。不低于董事会决议公告日前二十个交易日公司股票交易均价 10.21 元/股的百分之九十。

发行数量：5440.7 万股，发行对象已经分别与公司签署了附条件生效的股份认购合同，其中南方同正认购数量为 1817.2 万股；汇海资产管理计划认购数量为 3623.5 万股。

募集资金：募集资金总额为 5 亿元，预计扣除发行费用后募集资金净额不超过 4.7 亿元，其中 1.65 亿用于投入年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目，5000 万用于投入单克隆抗体中试中心建设项目，其余募集资金不超过 2.6 亿用于偿还银行贷款。

点评

1) 非公开增发表明大股东对公司长期发展的看好，对目前股价支撑

公司现有股本 6.04 亿股，实际控制人刘悉承通过第一大股东南方同正持有公司的股份比例为 21.68%，增发完成后公司的股权占比上升至 22.84%。

2) 管理层通过汇海资产管理计划认购，有利于激励高管团队

汇海资产管理由海南海药及其控股子公司的高级管理人员及核心人员、南方同正指定的其他人员自筹资金（享受浮动收益），并按 1:2 进行融资（享受固定收益）后交由汇添富设立和管理，该资产管理计划主要用于投资海南海药本次非公开发行的股票，存续期限为自资产管理合同生效之日起 5 年。

定增需要高管团队实际出资 1.1 亿元左右，其余 2.2 亿享受固定收益。增发完成后汇海资产管理计划持有公司股权比例 6.59%。这种融资安排不仅可以解决公司目前的资金需求问题，还能够有效的将高管与公司利益绑定，提高管理层将公司做大做强的动力。

3) 新增项目将完善公司抗生素产业链，加磅单抗领域、培育新的增长点

完善抗生素产业链

近年来，公司生产规模稳步增长，公司已具有生产及销售 7-ACCA 和头孢克洛制剂的能力，本次投资“年产 200 吨头孢克洛粗品生产线建设项目”是对公司已有 7-ACCA 产品的进一步加工，并逐步优化头孢克洛产品从中间体到制剂环节的过程，完善产业链条，增强公司市场竞争能力。

国内 7-ACCA 和头孢克洛的产业发展明显加快，一是受抗生素市场竞争越发激烈企业多方寻找新产品为突破口；二是受多次的抗生素降价后大品种的利润萎缩，使得医疗机构和厂商们纷纷挑选一些临床应用基础好，目前利润高于大品种的中小品种，作为重点销售和临床推广的选择方向；三是 7-ACCA 的技术越来越成熟，成本下降，同类新企业已有投产意向，加快了产业化步伐，以及制剂市场的推广和放大。

加磅单抗领域、培育新的增长点

2013 年 1 月，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。

此次投入 6244 万建设单克隆抗体中试中心意在进一步增加在单抗领域的投资，培育新的盈利增长点。

我国生物制药产业发展正处于快速上升期，而单克隆抗体药物无疑是其中表现最为活跃的组成。2011 年国内市场规模超过 10 亿元，并且每年以 50% 以上的速度递增，高于国际单抗市场的增长速度。未来几年中仍将不断有新品种上市，市场格局将进一步做深入调整，单抗产品在我国临床将会得到越来越广泛的应用。

盈利预测

暂不调整公司股本，预计公司 2013-2015 年收入分别 12 亿、15.1 亿、18.7 亿，净利润分别 1.21 亿、1.56 亿、2.08 亿，2013-2015 年 EPS 分别 0.24、0.32、0.42 元，对应目前 PE 41X、32X、24X。维持公司“增持”评级，目标价 12.4 元。

利润表	2012	2013E	2014E	2015E	财务指标	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	951	1,208	1,510	1,873	成长性				
减: 营业成本	553	725	891	1,105	营业收入增长率	31.8%	27.0%	25.0%	24.0%
营业税费	8.1	7.8	9.7	12.1	营业利润增长率	-30.6%	70.3%	35.0%	34.5%
销售费用	193.3	247.7	302.1	365.2	净利润增长率	-26.5%	56.6%	29.0%	33.5%
管理费用	87.0	94.2	113.3	131.1	EBITDA 增长率	-26.0%	66.7%	35.4%	28.6%
财务费用	14.0	12.0	26.1	32.3	EBIT 增长率	-32.7%	57.5%	41.8%	33.1%
资产减值损失	18.0	-0.8	1.5	1.0	NOPLAT 增长率	-33.5%	49.0%	41.8%	33.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	投资资本增长率	20.8%	15.8%	14.1%	14.2%
投资和汇兑收益	-0.2	10.0	12.0	14.0	净资产增长率	11.8%	6.5%	7.9%	9.7%
营业利润	78	132	179	240	利润率				
加: 营业外净收支	11	10	5	5	毛利率	41.9%	40.0%	41.0%	41.0%
利润总额	88	142	184	245	营业利润率	8.2%	10.9%	11.8%	12.8%
减: 所得税	9	21	28	37	净利润率	8.1%	10.0%	10.3%	11.1%
净利润	77	121	156	208	EBITDA/营业收入	12.1%	15.9%	17.2%	17.9%
资产负债表	2012	2013E	2014E	2015E	EBIT/营业收入	9.6%	11.9%	13.6%	14.5%
货币资金	692	121	151	187	运营效率				
应收帐款	413	508	635	787	固定资产周转天数	119	121	117	102
应收票据	164	199	248	308	流动营业资本周转天数	268	246	249	245
预付帐款	41	49	58	69	流动资产周转天数	592	456	369	367
存货	333	472	580	721	应收帐款周转天数	69	58	58	58
其他流动资产	32	35	38	41	存货周转天数	122	122	127	126
固定资产	345	467	515	544	总资产周转天数	905	781	636	592
在建工程	123	41	24	21	投资资本周转天数	528	491	451	415
无形资产	220	222	224	227	投资回报率				
其他非流动资产	252	247	259	273	ROE	5.3%	7.6%	9.1%	11.1%
资产总额	2,762	2,483	2,857	3,302	ROA	2.9%	4.9%	5.5%	6.3%
短期债务	346	462	590	714	ROIC	6.5%	8.0%	9.8%	11.5%
应付帐款	220	268	330	409	费用率				
应付票据	24	36	44	54	销售费用率	20.3%	20.5%	20.0%	19.5%
其他流动负债	63	99	145	202	管理费用率	9.1%	7.8%	7.5%	7.0%
长期借款	-	-	-	-	财务费用率	1.5%	1.0%	1.7%	1.7%
其他非流动负债	504	11	14	18	三费/营业收入	30.9%	29.3%	29.2%	28.2%
负债总额	1,272	897	1,146	1,424	偿债能力				
少数股东权益	94	94	94	94	资产负债率	46%	36%	40%	43%
股本	495	495	495	495	业绩和估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
留存收益	900	997	1,122	1,289	EPS(元)	0.16	0.24	0.32	0.42
股东权益	1,490	1,586	1,711	1,878	BVPS(元)	3.01	3.20	3.46	3.79
现金流量表	2012	2013E	2014E	2015E	PE(X)	64.87	41.43	32.11	24.05
经营活动产生现金流量	2	-14	44	70	PB(X)	3.36	3.16	2.93	2.67
投资活动产生现金流量	-713	-98	-85	-84	P/S	5.27	4.15	3.32	2.68
融资活动产生现金流量	452	-512	71	50	EV/EBITDA	44.62	27.52	20.80	16.53

分析师简介:

王风华: 宏源证券研究所首席分析师, 分管中小市值、医药、机械、旅游、农业等行业研究组,《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。16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, 10年加盟宏源证券研究所。主要研究: 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: 海南海药、海越股份、中恒集团、众生药业、金宇集团、华星化工、久立特材、佳都新太、中弘股份、德力股份、双塔食品、利亚德、中文传媒、同洲电子、壹桥苗业、中银绒业、长信科技、煌上煌等。

机构销售团队

		机构销售团队			
公募	北京片区	李倩	010-88083561	13631508075	liqian@hysec.com
		牟晓凤	010-88085111	18600910607	muxiaofeng@hysec.com
		罗云	010-88085760	13811638199	luoyun@hysec.com
	上海片区	奚曦	021-51782067	13621861503	xixi@hysec.com
		孙利群	010-88085756	13910390950	sunliqun@hysec.com
		吴蓓		18621102931	wubei@hysec.com
		蒋晓彦		18602191021	jiangxiaoyan@hysec.com
	广深片区	夏苏云	0755-33352298	13631505872	xiasuyun@hysec.com
		赵越	0755-33352301	18682185141	zhaoyue@hysec.com
		孙婉莹	0755-33352196	13424300435	sunwanying@hysec.com
周迪		0755-33352262	15013826580	zhouidi@hysec.com	
机构	上海保险/私募	赵佳	010-88085291	18611796242	zhaojia@hysec.com
		李岚	021-51782236	13917179275	lilan@hysec.com
	北京保险/私募	王燕妮	010-88085993	13911562271	wangyanni@hysec.com
		张瑶	010-88013560	13581537296	zhangyao@hysec.com
	银行/信托	朱隼	010-88013612	18600239108	zhusun@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围包括证券投资咨询业务。