

医疗器械与药品两翼齐飞, 单抗业务前景看好

投资要点

- **事件:** 近期, 我们调研了海南海药, 就公司战略发展及业务情况进行了交流
- **人工耳蜗将进入快速销售期。1) 市场培育成熟, 步入快速销售时期。**该产品在2011年获批时, 从实验室到产业化仍存在一定程度安全风险(当时临床只做了48例), 如质量稳定性与工艺状况, 公司不敢大规模推广销售。但经过3年市场培育, 公司已经销售800多套, 发现效果非常不错, 现开始大规模推广。12年芯片供应商贝岭失火影响其快速上量, 现在芯片是从海外采购(公司设计)。这个月置入, 很快就能大规模销售。估计14年能够销售1000-1200套。**2) 产能问题即将解决, 扩展后产量增长5-10倍。**上海力声特在上海普陀区的生产车间设计产能为1000套(如果实行加班制后产能可以达到2000-3000套)。募投项目的设计产能为10000套, 目前基建已经完成, 预计14年底或15年初投入使用;**3) 与医院合作进行耳蜗推广。**在耳蜗在推广的过程中, 需要培训相关医生。如公司与复旦耳鼻喉医院培训全国各地医生, 建立医生网络。刚开始残联对国产的耳蜗效果存在怀疑的, 现在对国内耳蜗的效果逐渐认可。目前公司跟美国华盛顿大学、浙江大学及研究院合作开发第二代耳蜗, 这还是需要做临床。
- **制剂产品及原料药收入增长或超预期。**1) **枫蓼肠胃康颗粒**在13年销售约1.5亿, 截至目前该产品已进入北京、湖北、海南、广东、贵州、吉林等基药增补目录, 因此在基层医疗机构将会大幅放量, 该产品的口碑非常不错。估计产品在14年增速约30%以上, 预计突破2亿; 2) **在头孢制剂领域中,**目前在做头孢西丁、唑肟、培南、氨曲南等高毛利率产品。新产品头孢替唑、头孢美唑在报生产, 今年很可能获批; 苯达莫丝丁在2期临床, 多尼培南目前在申报临床。头孢制剂销售收入增速约15%, 紫杉醇销售金额恢复到12年水平, 其收入超过4000万; 3) **原料药及中间体业务**也出现快速增长。在收购开元医药和台州一铭后, 14年决定把这两家企业整合起来, 最初收购他们也是为了拓展产业链为制剂做准备。这两家公司增速估计的40-50%增长。综合考虑, 我们认为14年原料药与中间体增速30%以上。

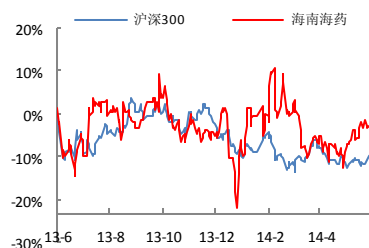
指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1018.48	1364.91	1643.50	1950.13
增长率	7.22%	34.01%	20.41%	18.66%
归属母公司净利润(百万元)	93.84	115.92	151.21	187.59
增长率	21.48%	23.53%	30.44%	24.06%
每股收益EPS(元)	0.190	0.234	0.305	0.379
净资产收益率ROE	6.32%	7.35%	8.90%	10.14%
PE	57.20	46.31	35.50	28.61
PB	3.62	3.40	3.16	2.90

数据来源: 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 023-63812537
邮箱: zhugg@swsc.com.cn
研究助理: 何治力
电话: 023-67898264
邮箱: hzl@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 西南证券

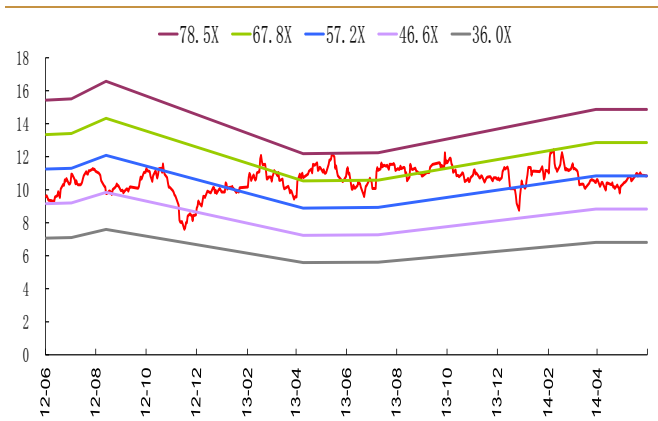
基础数据

总股本(亿股)	4.95
流通A股(亿股)	4.73
52周内股价区间(元)	8.35-12.74
总市值(亿元)	52.89
总资产(亿元)	40.89
每股净资产(元)	3.09

相关研究

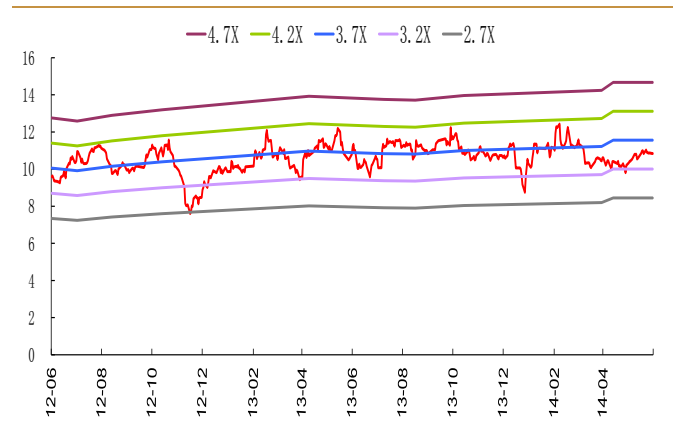
- **控股中国抗体制药公司，单抗值得期待。**公司控股 40%的中国抗体制药公司技术和单抗研发进度在国内处于领先地位目前 3 个全球创新性的单抗处于临床，其中治疗非何杰金氏淋巴瘤已经通过了 2 期临床、治疗系统性红斑狼疮和类风湿性关节炎正在开始做 2 期临床。由于二期临床试验患者不需要住院观察，只需要定期到医院抽血就行，因此二期试验做起来比较快。目前公司合作单位是中日友好、协和等高端医院。治疗系统性红斑狼疮和类风湿性关节炎两个适应症单抗可能先上市，主要是因为国外的这两个适应症已经上市销售，估计在 17 年能拿到批文。
- **估值分析与投资策略。**我们认为人工耳蜗及肠胃康颗粒这两大产品的快速增长是 14 年业绩的有力保障，其余如原料药及中间体业务的恢复也是看点之一。除此之外，三大单抗目前进入临床 II 期，就技术和临床进展均走在全国单抗研究前沿，如能顺利获批将给公司发展前景更大的预期。同时其拥有 11 个亿的货币资金，为外延式扩张提供了雄厚资本。我们预计 14-16 年 EPS 分别为 0.23 元、0.30 元、0.38 元，对应的市盈率为 46 倍、36 倍、29 倍，首次给予买入评级。
- **风险提示：** 1) 产品推广进展或慢于预期； 2) 新产品研发进展或慢于预期。

图 1: 公司 PE-Band 分布



数据来源: Wind,西南证券

图 2: 公司 PB-Band 分布



数据来源: Wind,西南证券

附录：财务预测表 (单位：百万元)

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	888.05	918.81	916.81	1029.02	营业收入	357.78	524.58	786.86	1063.04
应收和预付款项	99.50	167.91	230.33	304.14	减:营业成本	241.33	320.42	459.44	594.54
存货	157.60	98.72	268.80	206.78	营业税金及附加	1.12	1.65	2.47	3.34
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	营业费用	21.86	32.05	48.07	64.95
长期股权投资	1.03	1.03	1.03	1.03	管理费用	73.96	108.44	162.66	219.74
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	-26.51	-20.33	-20.65	-21.89
固定资产和在建工程	525.02	502.08	479.13	456.19	资产减值损失	2.81	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	135.93	132.45	128.98	125.50	加:投资收益	0.08	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	31.79	29.49	27.18	27.18	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	1838.92	1850.49	2052.27	2149.85	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	营业利润	43.28	82.35	134.87	202.37
应付和预收款项	100.02	52.08	156.40	107.74	加:其他非经营损益	0.94	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	利润总额	44.22	82.35	134.87	202.37
其他负债	13.99	13.99	13.99	13.99	减:所得税	5.62	12.35	20.23	30.35
负债合计	114.01	66.07	170.39	121.73	净利润	38.60	70.00	114.64	172.01
股本	173.42	173.42	173.42	173.42	减:少数股东损益	0.23	0.41	0.68	1.01
资本公积	1225.52	1225.52	1225.52	1225.52	归属母公司股东净利润	38.37	69.58	113.97	171.00
留存收益	305.26	364.36	461.15	606.37	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1704.21	1763.30	1860.09	2005.32	经营性现金净流量	63.10	20.92	-5.47	116.09
少数股东权益	20.70	21.12	21.79	22.81	投资性现金净流量	-262.2	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1724.91	1784.42	1881.88	2028.12	筹资性现金净流量	-40.90	9.84	3.47	-3.88
负债和股东权益合计	1838.92	1850.49	2052.27	2149.85	现金流量净额	-240.0	30.76	-2.00	112.21

数据来源: 西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：(023) 63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：(010) 57631234
邮箱：research@swsc.com.cn