



买入

65%↑

目标价格: 人民币 21.63

000566.CH

价格: 人民币 13.15

目标价格基础: 35倍 2015年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 业绩开始高速增长。
- 人工耳蜗即将规模化销售。

我们的观点有何不同?

- 业绩将持续高速增长; 人工耳蜗市场培育成熟。

主要催化剂/事件

- 业绩增长超预期。
- 新品和在研品种进展超预期。

股价表现



(%)	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对	33.77	2.62	9.51	91.82
相对新华富时A50指数	30.98	(6.59)	1.12	86.97

发行股数(百万)	495.19
流通股(%)	95.59
流通股市值(人民币 百万)	62.25
3个月日均交易额(人民币 百万)	38
净负债比率(%) (2014E)	净现金
主要股东(%)	
南方同正投资有限公司	21.90

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究
以2014年7月31日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

海南海药

处在高速增长和高端研发节节开花的起点

公司处在现有产品高速增长及研发项目节节开花的起点。公司拥有一系列竞争优势突出的中成药、化学药制剂及原料药; 人工耳蜗即将进入规模化销售阶段, 未来生机无限; 参与的美国市场人工仿生眼的研发将进入FDA临床阶段; 多个治疗淋巴瘤、乙肝、类风湿性关节炎及全身性红斑狼疮的单抗创新药已进入临床试验阶段, 并分别列入国家科技重大新药创制专项、科技部中小企业创新基金等项目。现有产品放量增长是未来3年业绩增长的主要动力, 在研项目的顺利推进将拓展公司的发展潜力, 提升公司的行业地位, 改变公司的发展格局。我们预计公司2014-2016年每股收益分别为0.42元、0.62元、0.80元, 给予买入的首次评级, 目标价格21.63元。

支撑评级的要点

- 公司产品具备竞争优势, 在内外合力的推动下开始步入高速增长。枫蓼肠胃康颗粒是中药独家剂型, 受益于基药市场和公司销售体系变革, 未来年增长将达35%; 首仿药紫杉醇注射液凭借突出的市场声誉和销售激励措施将迎来快速放量阶段; 特色头孢产业链在管理提效、产能释放及行业回暖的合力下开始高速增长。
- 人工耳蜗市场培育成熟即将规模化销售, 仿生眼高起点研发, 进一步推进电子和生物相结合的技术在医疗领域的应用。高速的人工耳蜗经过3年市场尝试, 目前产品及产能均达到规模化销售条件, 即将开始推广, 在国家鼓励国产医疗器械创新和发展的环境下, 公司的人工耳蜗有望携价格优势开始进口替代进程。公司参股的美国仿生眼公司研发的人工眼已准备进入FDA临床试验阶段。
- 多个重磅在研产品同时推进, 未来任何一个产品研发成功都将为公司赢得广阔的发展空间。治疗器官纤维化的氟非尼酮已经进入临床阶段; 新一代抗癌仿制药盐酸苯达莫司汀的研究公司在有序推进; 子公司中国抗体的十多个创新类单抗药物处在临床不同阶段。

评级面临的主要风险

- 招标进展、人工耳蜗市场推广、新药研发等不达预期。

估值

- 我们预计公司2014-2016年净利润增速分别为120%、49%、30%。公司的主要产品具备竞争优势, 人工耳蜗市场前景广阔, 在研品种潜力巨大。公司近年来持续外延式扩张, 并积极寻求通过合作研发提升创新力的机会。我们给予公司**买入**评级, 目标价为21.63元, 对应2015年35倍的市盈率。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币 百万)	951	1,052	1,419	1,940	2,411
变动(%)	32	11	35	37	24
净利润(人民币 百万)	77	94	206	306	397
全面摊薄每股收益(人民币)	0.156	0.190	0.416	0.618	0.802
变动(%)	(26)	21	120	49	30
全面摊薄市盈率(倍)	82.7	68.1	31.0	20.9	16.1
每股现金流量(人民币)	0.005	0.367	0.424	0.612	0.793
价格/每股现金流量(倍)	2,697.7	35.1	30.4	21.1	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.4	31.6	16.2	11.9	9.1
每股股息(人民币)	0.450	0.110	0.125	0.186	0.240
股息率(%)	3.5	0.9	1.0	1.4	1.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

目录

投资摘要	3
盈利预测和假设	5
估值	6
公司概况	7
传统医药：形成成长性产品梯队，持续扩大产业链优势	13
医疗器械：抓住国家鼓励医疗器械创新的契机.....	19
研发布局高远，谋划长远发展.....	24
构建完善营销体系，走专业化营销推广路线	27
财务状况	28
风险因素	31
研究报告中所提及的有关上市公司.....	33

投资摘要

公司的主要产品覆盖抗肿瘤、抗感染和肠胃用药领域。肠胃康、紫杉醇、头孢制剂系列、原料及中间体等传统业务是当前公司的主要盈利来源。

枫蓼肠胃康：竞争优势明显，有望持续快速增长。枫蓼肠胃康颗粒是国家中药保护品种、国家医保乙类品种和公司的独家剂型，已经进入多省、市基药增补目录，包括北京、湖北、广东、贵州、吉林、海南等，属于公司产品梯队的重要品种。其中广东和北京为去年年底进入基药目录，具有放量增长潜力。我们预测枫蓼肠胃康 2014 年至 2016 年收入增速分别为 35%、35%和 30%。

头孢：延展中间体—原料药—制剂的全产业链体系。公司的抗生素制剂主要是高毛利的头孢唑肟、头孢西丁、美罗培南和氨曲南，其中头孢西丁钠和头孢唑肟钠作为公司的主推品种，一直以来具有较高的知名度和市场覆盖率，氨曲南和美罗培南作为公司的后起品种，这两年成为公司新的业绩增长点。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。公司的头孢西丁属于国内首家上市，市场份额一直排于首位。在 2013 年样本医院数据中，海南海药的头孢西丁金额占比 24.84%、销量占比 27.15%，均高居第一位。我们预计 2014 年至 2016 年公司的抗生素制剂收入增速分别为 25%、23%和 15%。

积极整合抗生素产业链。原料药产业链的打造是公司立足市场、长远发展的基础，其使公司产品更具有成本竞争优势。近年来，公司积极搭建从抗生素中间体—原料药—制剂的产业链，提高公司在抗生素领域的综合竞争力，积极应对抗生素使用严格管理下行业集中度提升的趋势。为整合产业链，近年来公司实行了一系列并购。公司 2013 年将重点放在了被并购公司的内部管理整合和挖潜增效，今年 4 月已经初现成效，中间体和原料药的产能和效益快速释放。我们预计 2014 年至 2016 年公司的中间体和原料药收入增速分别为 70%、45%和 25%。

紫杉醇：2014 年恢复销售，有望快速放量。2013 年，公司为了争取紫杉醇的单独定价而对紫杉醇销售策略进行调整，停止了供货渠道，2014 年紫杉醇恢复销售。公司的紫杉醇是国内首仿，具有较高的市场知名度，收入有望快速回升。我们预计 2014 年至 2016 年公司的紫杉醇收入增速分别为 100%、70%和 30%。

人工耳蜗：市场培育成熟，规模化销售起步。公司旗下的上海力声特公司经过 3 年的市场培育，目前累计销售人工耳蜗 800 多套，将于 2014 年第四季度进入销售阶段。力声特原在上海普陀区的生产车间设计产能为 1,000 套，加班后产能可达 2,000-3,000 套，而新募投项目的总设计产能为 10,000 套，目前基建已经完成，预计年底竣工，将于 14 年底或 15 年初投入使用。扩建后产量增长将达到 4 到 10 倍。我们预计 2014 年至 2016 年公司的人工耳蜗收入分别为 500 万元、3,000 万元和 6,000 万元。

研发布局高远，谋划长远发展。公司非常注重产品的研发，制定了一系列的产品研发计划，不断积累在研品种和专利，加大研发投入，提升公司持续竞争力。公司通过加强与国内外知名院校及科研院所的广泛合作，进一步推进新药研发的速度。在研发方向以及研发产品上，目前公司持续专注神经系统产品、抗肿瘤、心血脉类产品、消化系统产品、抗生素（头孢、培南类）等方向的研究。氟非尼酮、苯达莫司汀、抗肿瘤药物、单克隆抗体药物是当前主要的研发产品，未来任何一款在研产品成功的市场投放都会为公司赢得广阔的发展空间。

结论：我们预计公司 2014-2016 年净利润增速分别为 120%、49%、30%。公司的主要产品具备竞争优势，人工耳蜗市场前景广阔，在研品种潜力巨大。公司近年来持续外延式扩张，并积极寻求通过合作研发提升创新力的机会。我们给予公司**买入**评级，目标价为 21.63 元，对应 2015 年 35 倍的市盈率。

盈利预测和假设

盈利预测关键假设:

- 1) 公司的主要产品价格没有明显变化;
- 2) 限抗政策不会进一步严厉;
- 3) 主要原材料供给充足。

营业收入预测

图表 1. 营业收入预测

	2013 年	2014 年	2015E	2016E
枫蓼肠胃康颗粒	149.3	201.5	272.1	353.7
增速(%)	38.0	35.0	35.0	30.0
毛利率(%)	79.29	85.00	85.00	85.00
头孢制剂	344.9	431.1	530.3	609.8
增速(%)	/	25.0	23.0	15.0
毛利率(%)	45.1	45.0	45.0	45.0
原料药及中间体	240.7	409.2	593.3	741.7
增速(%)	/	70.0	45.0	25.0
毛利率(%)	11.4	25.0	25.0	25.0
紫杉醇	17.3	34.5	58.7	76.3
增速(%)	/	100.0	70.0	30.0
毛利率(%)	43.8	44.0	44.0	44.0
人工耳蜗	0.0	5.0	30.0	60.0
增速(%)			500.0	100.0
毛利率(%)	88.0	90.0	90.0	90.0
其它	259.5	337.3	455.3	569.2
增速(%)	/	30.0	35.0	25.0
毛利率(%)	43.9	45.0	45.0	45.0
总计				
营业收入(百万元)	1,052.3	1,418.7	1,939.7	2,410.7
增速%	17.8	34.8	36.7	24.3
毛利率(%)	40.2	45.0	45.2	45.8

资料来源: 公司资料, 中银国际研究

估值

公司的产品以中药独家剂型、特色头孢制和抗生素原料药及中间体为主，同时积极布局高端生物制药和医疗器械。我们选取医药行业中同类上市公司京新药业、精华制药、天药股份和东北制药作为对比参照。基于参照公司的平均市盈率水平，考虑到公司业绩的快速增长和在高端生物制药及医疗器械方面的广阔前景，给予公司 2015 年 35 倍市盈率，目标价为 21.63 元，并将评级定为**买入**。

图表 2. 医药板块相似上市公司估值比较

公司简称	代码	总市值 (人民币, 亿元)	价格 (人民币, 元)	每股收益 (人民币, 元)				市盈率 (倍)			14-16 年净利润复合增长 (%)	
				2013	2014E	2015E	2016E	2011	2014E	2015E		2016E
京新药业	002020.CH	49.04	17.12	0.26	0.38	0.56	0.79	55.40	45.42	30.39	21.64	44.83
精华制药	002349.CH	38.34	19.17	0.18	0.28	0.35	0.41	70.62	68.16	54.75	46.63	31.57
天药股份	600488.CH	48.72	5.07	0.06	0.11	0.14	0.17	78.09	47.30	37.47	30.45	41.50
东北制药	000597.CH	47.56	10.02	(0.50)	0.18	0.18	2.44		24.66	54.39	15.86	23.04
平均		45.92	12.85		0.24	0.33	0.46	68.04	53.82	39.72	32.91	39.3
海南海药	000566.CH	65.12	13.15	0.19	0.42	0.62	0.80	69.21	31.31	21.21	16.44	61.48

资料来源：公司资料、中银国际研究

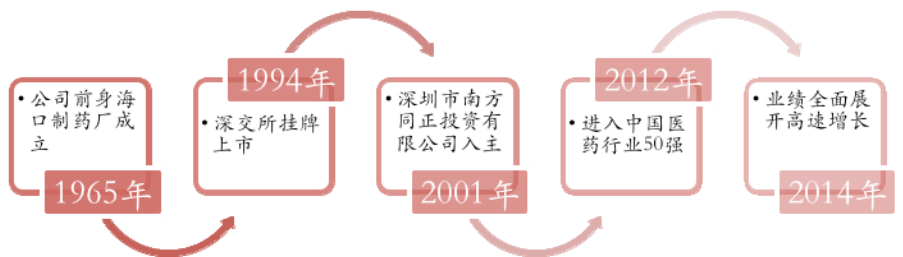
公司概况

海南海药股份有限公司主营中成药及化学药，积极布局生物制药和医疗器械前沿领域。公司现有产品剂型丰富，在 130 余品规中知名产品有：以枫蓼肠胃康颗粒为代表的中成药系列，以紫杉醇注射液为代表的抗肿瘤药物系列，以注射用头孢西丁钠、头孢唑肟钠、美罗培南、氨曲南、头孢克洛等为代表的较为完整的抗生素系列，以注射用维生素 C 为代表的维生素系列。公司在国内首创的人工耳蜗将进入大规模销售阶段，参股美国公司的人工仿生眼产品将进入 FDA 临床试验；下属子公司中国抗体制药有限公司的多个创新性单克隆抗体产品进入临床试验。

公司发展历程

公司的前身为海口市制药厂，创立于 1965 年，1994 年 1 月首次公开发行在深圳交易所挂牌上市。2002 年南方同正投资有限公司入主，此后经过多次资产重组发展至今。

图表 3. 公司发展历程

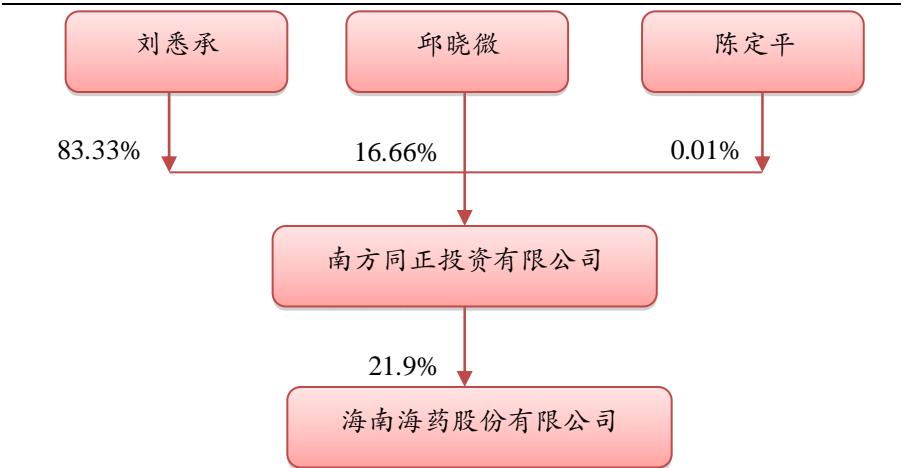


资料来源：公司资料，中银国际研究

公司股权结构

当前公司总股本 4.95 亿股，流通股 4.73 亿股，占总股本的 95.59%，受限流通股 0.22 亿股，占总股本的 4.41%，由深圳市南方同正投资有限公司持有。公司的控股股东为深圳市南方同正投资有限公司，持股总数 1.08 亿股，持股比例为 21.9%，实际控制人为刘悉承。

图表 4. 海南海药股权结构



资料来源：公司公告，中银国际研究

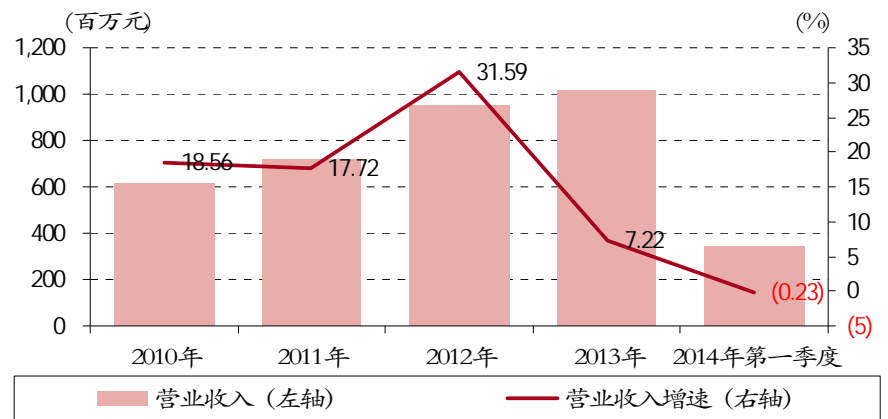
深圳市南方同正投资有限公司是一家以兴办实业、国内商业、物资供销业，投资咨询为一体的企业集团，注册资本6,000万。该公司总部设在深圳，于海南、重庆、北京、上海、广州等地设有分公司，并正在向美国、日本等国家拓展。该公司成立于2001年8月29日，成立以来先后控制了海南海药股份有限公司、重庆万里新能源股份有限公司等，南方同正目前的主要投资领域为制药、新能源。经营状况、现金流正常，未来发展将继续专注制药、新能源等领域。南方同正2013年实现营业收入124,836.20万元，净利润1,434.61万元；截止至2013年12月31日，总资产489,135.14万元，净资产193,760.13万元，负债总额295,375.01万元。

该公司实际控制人刘悉承，1962年生，硕士，副研究员，中共党员，深圳市南方同正投资有限公司董事长。1984年毕业于湖南医科大学，1984-1986年在第三军医大学任助教；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。2002年被重庆市医药生物技术协会第一届理事会聘为常务理事，2003年被选举为重庆市大渡口区政协委员。2005年至今任深圳市南方同正投资有限公司董事长；重庆万里控股(集团)股份有限公司董事长；现任公司第八届董事会董事长。

收入及利润增长情况

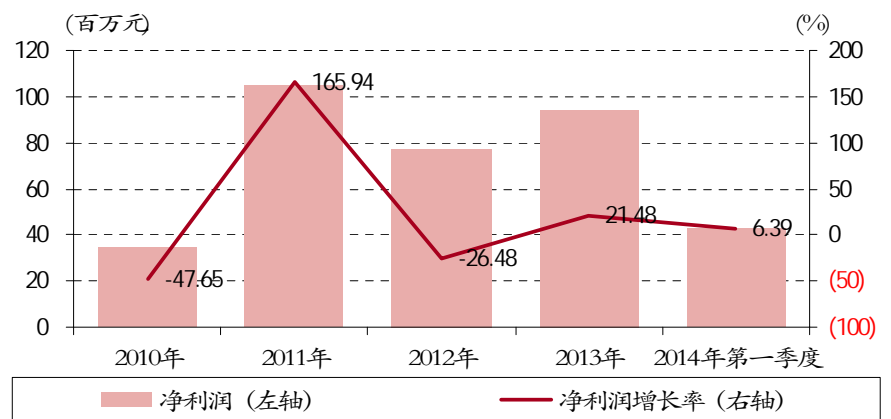
2010年至2013年，公司营业收入规模稳步增长，年复合增速为18%，净利润年复合增速为40%。今年1季度，公司营业收入同比增长-1%，净利润同比增长10%。公司预告今年上半年净利润同比增长50%-70%。上半年净利润大幅度增长的原因有四方面：一、制剂销售收入增长。中成药肠胃康颗粒是公司的独家剂型，是重要的中药保护品种，市场空间广阔，已经进入北京、湖北、广东、贵州、吉林、海南的基药增补目录，上半年销量稳步增长；二是紫杉醇注射剂上半年销售明显恢复增长；三是上半年公司的头孢制剂（西丁、唑肟、培南、氨曲南）收入增长较快；四、特色原料药及中间体的产能扩大和收入增长。公司通过引入职业经理人，理顺了原料药子公司盐城开元医药化工公司和台州一铭医药化工公司的管理构架，然后通过扩大产能，提升了7-ANCA、头孢噻吩酸、美罗培南等的产销量。

图表 5. 2010-2014 年 1 季度营业收入及其增速



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 6. 2010-2014 年 1 季度净利润及其增速

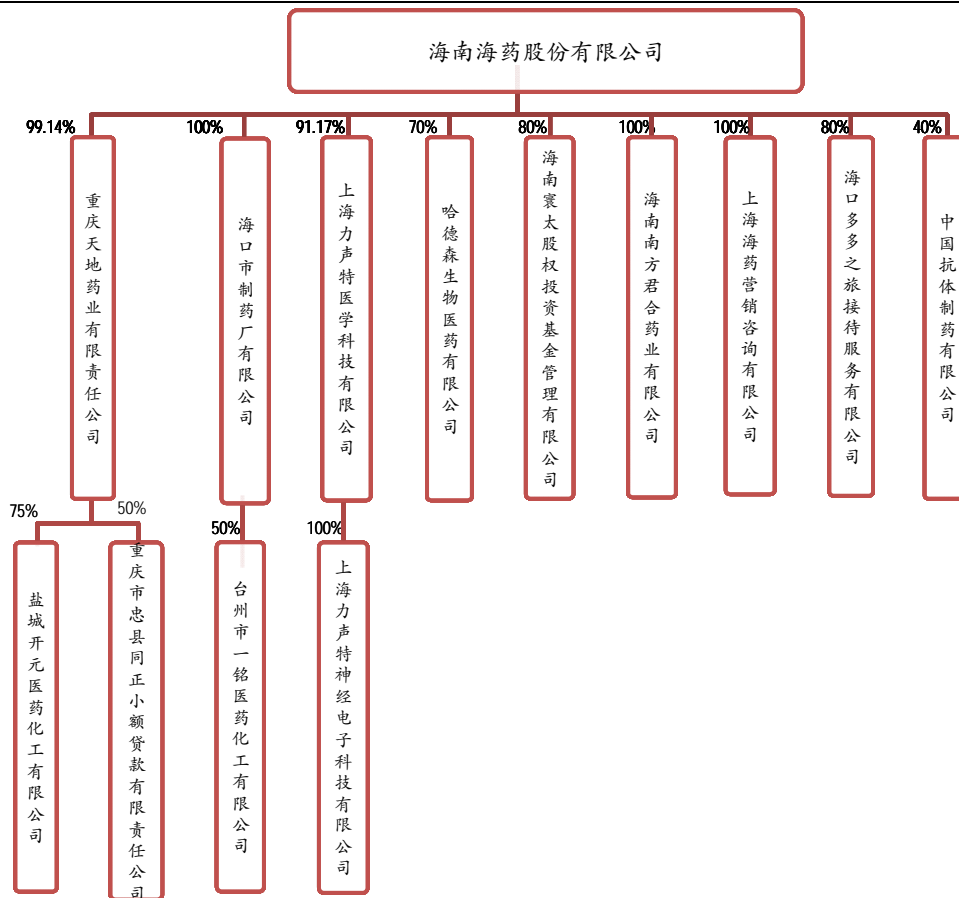


资料来源：公司资料，中银国际研究

收入及利润构成

公司下属有海口市制药厂有限公司、重庆天地药业有限责任公司、上海力声特医药科技有限公司、盐城开元医药化工有限公司、台州一铭医药化工有限公司、中国抗体制药有限公司（香港）、哈德森生物医药有限公司（美国）等子公司。主要子公司如下表所示，业务包括中成药、原料药、中间体、头孢系列以及人工耳蜗。

图表 7. 海南海药控股参股公司



资料来源：公司资料，中银国际研究

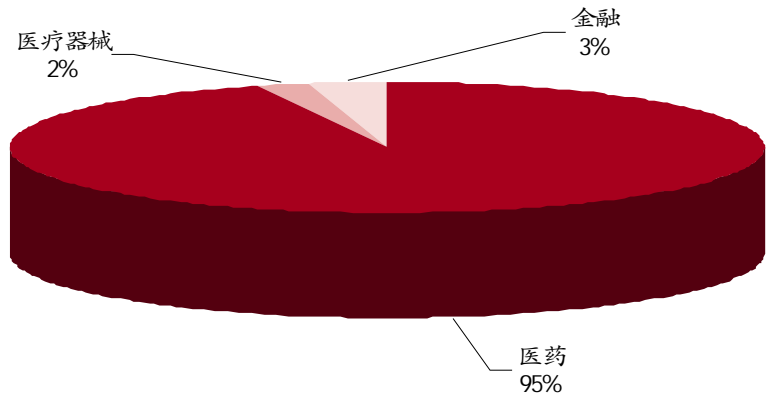
图表 8. 公司主要参控股公司概况

被参控公司名称	持股比例 (%)	2013 年营业收入 (人民币, 百万)	2013 年净利润 (人民币, 百万)	主营业务
重庆天地药业有限责任公司	99.14	34,995.36	5,625.30	头孢类颗粒剂, 原料药等
海口市制药厂有限公司	100.00	70,824.50	920.62	头孢系列、原料药
盐城开元医药化工有限公司	75.00	11,741.27	(429.36)	医疗原料药
台州市一铭医药化工有限公司	50.00	5,661.96	(726.00)	培南类中间体
上海力声特医学科技有限公司	91.17	2,445.71	745.82	人工耳蜗
上海力声特神经电子科技有限公司	100.00	--	--	神经电子技术开发
中国抗体制药有限公司	40.00	--	(580.46)	抗体制药
哈德森生物医药有限公司	70.00	--	(266.16)	生物医药研发销售
海南寰太股权投资基金管理有限公司	80.00	--	1.89	投资管理及相关咨询
重庆市忠县同正小额贷款有限责任公司	50.00	3,380.44	1,527.40	贷款、票据贴现、资产转让
海南南方君合药业有限公司	100.00	5,038.43	1.29	批发零售、中成药
上海海药营销咨询有限公司	100.00	--	(135.42)	营业策划及投资咨询
海口多多之旅接待服务有限公司	80.00	57.75	450.98	会议组织、接待、企业管理

资料来源：公司资料，中银国际研究

公司的主营业务按行业分类可以分为医药、医疗器械与金融。2013年，医药实现营业收入9.87亿元，比上年同期增加7.05%，占公司营业收入的94.44%，贡献毛利4.11亿元，毛利率41.63%，毛利率比上年同期减少0.55个百分点；医疗器械实现营业收入0.24亿元，比上年同期增加140.29%，占公司营业收入的2.33%，贡献毛利0.12亿元，毛利率48.96%，毛利率比上年同期减少11.76个百分点；金融实现营业收入0.34亿元，占公司营业收入的3.23%。

图表 9.2013 年公司主营业务按行业分类构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

公司的主营业务按产品进行分类，可以分为肠胃康、紫杉醇（特素）、头孢制剂系列、原料及中间体、金融服务与其他。肠胃康、紫杉醇、头孢制剂系列、原料及中间体等传统业务是当前公司的主要盈利来源。

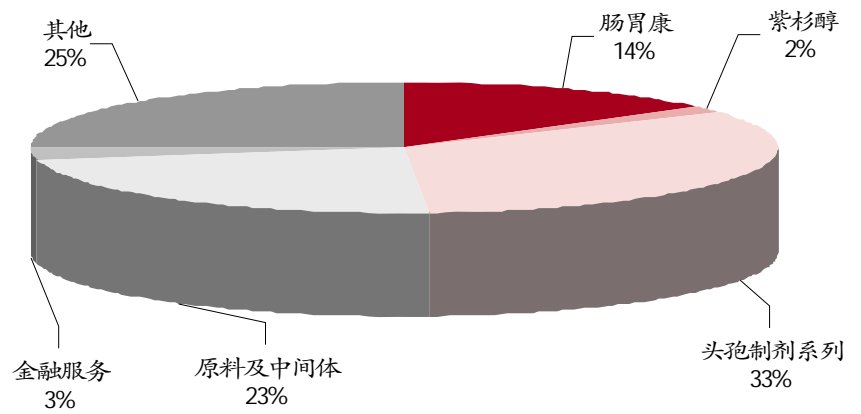
图表 10. 公司主要产品

产品类别	主要产品
头孢制剂：	公司头孢品种储备丰富，涵盖一代至四代头孢产品，主打产品头孢西丁钠和头孢唑污钠市场覆盖率较高。
原料药及中间体主要产品：	头孢西丁钠，头孢曲松钠，头孢噻吩钠，头孢唑污钠，氨曲南，美罗培南等原料药和中间体。
胃肠药物系列：	主要是枫蓼肠胃康颗粒、胶囊，是中药独家剂型和保护品种。
紫杉醇（特素）：	公司抗癌药物特素（紫杉醇注射液）是乳腺癌、卵巢癌、肺癌、鼻咽癌的一线用药。

资料来源：公司资料，中银国际研究

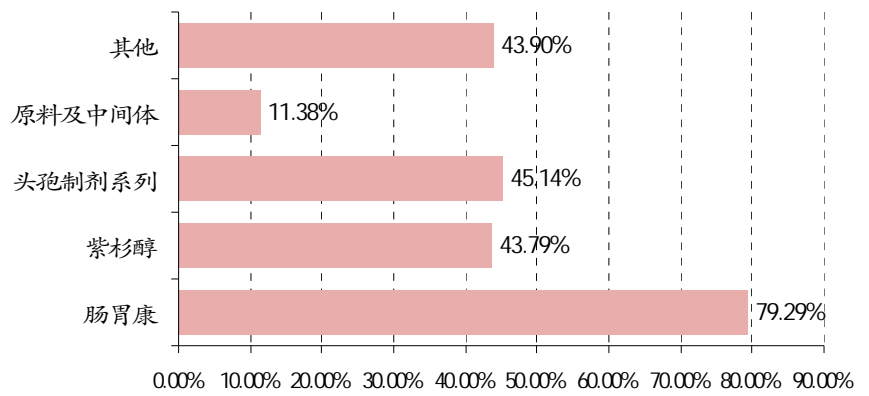
2013年，枫蓼肠胃康实现营业收入1.49亿元，比上年同期增加38.02%，占公司营业收入的14.28%，贡献毛利1.18亿元，毛利率79.29%，毛利率比上年同期小幅下降2.19个百分点；紫杉醇实现营业收入0.17亿元，比上年同期减少56.21%，占公司营业收入的1.65%，贡献毛利0.08亿元，毛利率43.79%，毛利率比上年同期下降25.20个百分点；头孢制剂系列实现营业收入3.45亿元，比上年同期减少5.65%，占公司营业收入的32.99%，贡献毛利1.56亿元，毛利率45.14%，毛利率比上年同期上升2.94个百分点；原料及中间体实现营业收入2.41亿元，比上年同期增加15.52%，占公司营业收入的23.02%，贡献毛利0.27亿元，毛利率11.38%，毛利率比上年同期上升0.68个百分点；金融服务实现营业收入0.34亿元，占公司营业收入的3.23%；其他实现营业收入2.59亿元，比上年同期增加14.03%，占公司营业收入的24.82%，贡献毛利1.14亿元，毛利率43.90%，毛利率比上年同期下降1.78个百分点。

图表 11. 2013 年公司主营业务按产品分类构成



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 12. 2013 年公司主营业务毛利率



资料来源：公司资料，中银国际研究

传统医药：形成成长性产品梯队，持续扩大产业链优势

在肠胃用药、抗菌用药、抗肿瘤用药等方面，公司具有自己的核心竞争优势，形成了枫蓼肠胃康、头孢西丁钠、氨曲南、头孢唑肟钠等多个单品过亿的具有成长性的产品梯队。

枫蓼肠胃康：竞争优势明显，有望持续快速增长

枫蓼肠胃康颗粒是国家中药保护品种、国家医保乙类品种和公司的独家剂型。产品生产使用了珍稀的南药材料，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，在医药行业建立起了良好的口碑，在国内市场有较高且悠久的品牌知名度。

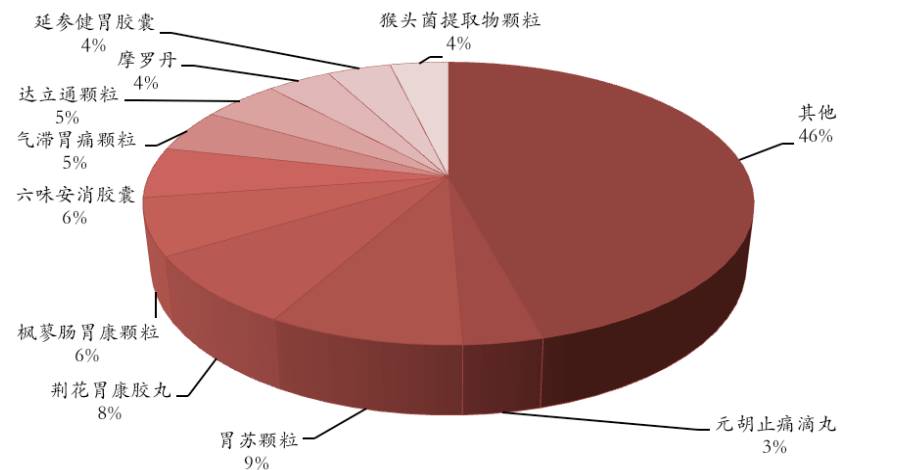
枫蓼肠胃康的功效为清热除湿化滞。用于急性胃肠炎，属伤食泄泻型及湿热泄泻型者。亦可用于食滞胃痛而证见胃脘痛、拒按、恶食欲吐、噎腐吞酸、舌苔厚腻或黄腻脉滑数者。该产品对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症(IBS)的疗效及性价比优于市场绝大多数同类型产品，被多省、市医院相关科室作为肠胃病治疗主要用药品种使用。

当前枫蓼肠胃康系列产品的销售主要来源于国内 OTC 市场和出口东南亚地区，近几年国内销售一直呈现稳定增长的态势，其中在江苏、北京、浙江、广东销量最大，海外市场主要出口越南市场。公司 2011 年成立了枫蓼肠胃康专门销售队伍，进一步提升了肠胃康的销售能力。

2010-2013 年枫蓼肠胃康产品稳健增长，2011 年销售额突破 1 亿，2013 年达 1.49 亿，增长势头明显。

根据 IMS 对中国药品医院及零售市场的中成药研究数据，2013 年该市场中成药（不含中药材）用药金额为 1,299.41 亿元，中成药占比 19%，同比增长率 20.9%，其次，消化道类中成药 2009 年至 2013 年的复合增长率约 33%，保持了高速增长态势。枫蓼肠胃康颗粒作为海药的独家剂型产品，是海药进军消化系统和中成药市场的重点产品，其主要渠道在医院市场销售，部分规格进入零售市场。

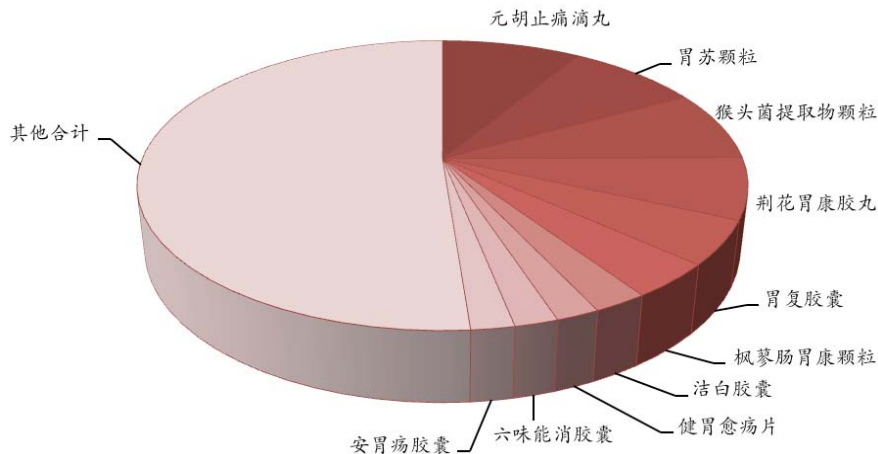
图表 13. 2013 年胃药（胃炎、溃疡）竞争格局



资料来源：南方所，中银国际研究

根据南方所的研究数据，从上图中可以看出，2013 年中成药胃药格局中，枫蓼肠胃康颗粒以 6.51% 的占比，排名第三位，具备一定的市场影响力，但鉴于该细分市场尚无领导型、份额占有的产品出现，市场第一的胃苏颗粒也只有 8.7% 的份额，对枫蓼肠胃康颗粒的市场开发构成机会。

图表 14. 县医院中成药（胃炎、溃疡）2012 年前十产品份额格局

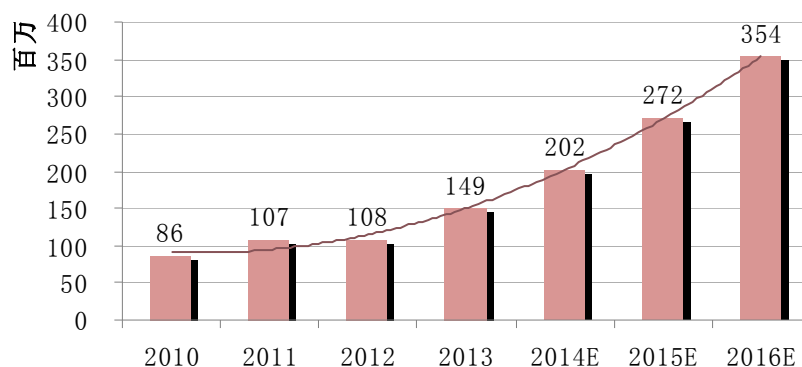


资料来源：南方所，中银国际研究

在 2012 年度的县医院中成药胃药市场分析中，枫蓼肠胃康颗粒排名第六位，占比约 5%。县级医院市场一直是海药近两年重点关注并进行深度开发的市市场，在已有的份额基础上，枫蓼肠胃康颗粒通过销售政策导向推动该层级市场的开发。

目前，枫蓼肠胃康已经进入多省、市基药增补目录，包括北京、湖北、广东、贵州、吉林、海南等，属于公司产品梯队的重要品种。其中广东和北京为去年年底进入基药目录，具有放量增长潜力。我们预测枫蓼肠胃康 2014 年至 2016 年收入增速分别为 35%、35%和 30%。

图表 15. 2010-2016 年肠胃康业务增长情况及预测

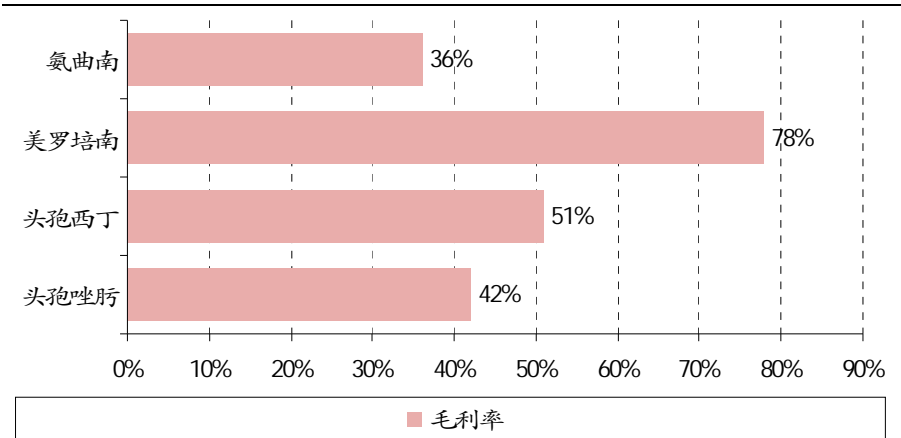


资料来源：公司资料，中银国际研究

头孢：延展中间体—原料药—制剂的全产业链体系

抗菌药物占中国药品市场份额的四分之一，是使用量和销售金额最大的一类药物。头孢菌素作为一类广谱半合成抗生素，占我国抗菌药物市场 50% 的份额。公司在抗生素品种上着力开发具有市场潜力的特色抗生素品种，并注重中间体—原料药—制剂产业链的延伸，提高了公司的综合竞争力。公司的抗生素制剂主要是高毛利的头孢唑肟、头孢西丁、美罗培南和氨曲南，该四种产品被评为重庆市高新技术产品。其中头孢西丁钠和头孢唑肟钠作为公司的主推品种，一直以来具有较高的知名度和市场覆盖率，氨曲南和美罗培南作为公司的后起品种，这两年成为公司新的业绩增长点。

图表 16. 2013 年公司的主要高毛利产品



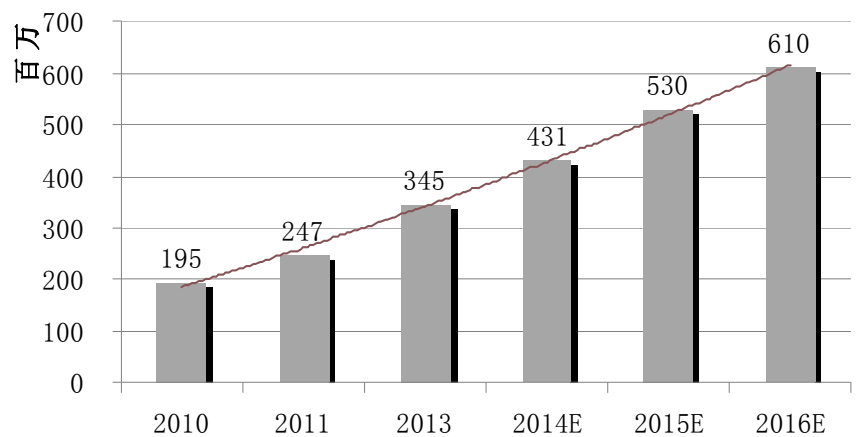
资料来源：公司资料，中银国际研究

头孢西丁为头霉素类抗生素，特点为对革兰阴性菌有较强的抗菌作用，具有高度抗β内酰胺酶性质。临床主要用于敏感菌所致的呼吸道感染、心内膜炎、腹膜炎、肾盂肾炎、尿路感染、败血症以及骨、关节、皮肤和软组织等感染。头孢西丁钠、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。公司的头孢西丁属于国内首家上市，市场份额一直排于首位。在 2013 年样本医院数据中，海南海药的头孢西丁金额占比 24.84%、销量占比 27.15%，均高居第一位。

头孢唑肟为半合成的第三代头孢菌素，抗菌谱较广，主要用于敏感细菌所致败血症、呼吸系统感染、泌尿及生殖系统感染、胸膜炎、腹膜炎、胆囊炎、宫腔感染、附件炎、脑膜炎、创伤和烧伤等继发感染。由于该品系从肾脏排泄，对肾盂肾炎及尿路感染疗效尤为显著。由于国内少有厂家能够自产原料药，头孢唑肟也是海南海药的优势产品之一。近年来子公司海口制药厂的头孢唑肟市场份额一直稳居前三名。

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。在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 2010 年为 3.34%，2011 年为 3.78%，2012 年为 3.55%，市场份额逐年上升。美罗培南作为当前较高端抗生素的代表，在样本医院市场维持两位数增长态势，2013 年，样本医院中美罗培南金额为 7.75 亿元，同比增长率 13.99%，销量 575.62 万支（折 0.5g），同比增长率 11.21%。2014 年 1 季度，美罗培南继续保持高速增长态势，销量同比增长 30.19%，环比增长 20.89%。氨曲南具有肾毒性和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。我们预计 2014 年至 2016 年公司的抗生素制剂收入增速分别为 25%、23% 和 15%。

图表 17.2010-2016 年头孢制剂业务增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

积极整合抗生素产业链

原料药产业链的打造是公司立足市场、长远发展的基础，其使公司产品更具有成本竞争优势。近年来，公司积极搭建抗生素中间体——原料药——制剂的产业链，提高公司在抗生素领域的综合竞争力，积极应对抗生素使用严格管理下行业集中度提升的趋势。为整合产业链，近年来公司实行了一系列并购：

2011 年 8 月海南海药进行非公开增发，增发后公司持有重庆天地药业 91.7% 股权，天地药业主营原料药制造，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。

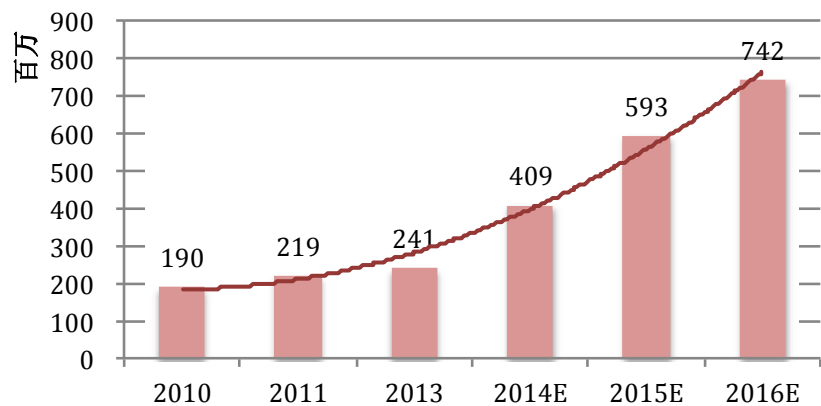
2011 年 12 月 19 日，海南海药全资子公司以自有资金 1,950 万元收购台州市一铭医药化工有限公司 50% 股权。台州一铭主要经营美罗培南、比阿培南等化学药物中间体的生产和销售，将完善海南海药培南类抗生素产业链。

2012 年 7 月 19 日，控股子公司重庆天地药业投资 9,300 万元收购盐城开元医药化工有限公司（以下简称开元医药）75% 的股权，收购完成后将拥有年产 80 吨 7-ANCA 产能。

2014年2月13日，公司控股子公司重庆天地药业斥资3,228万元参股原料药企业江西华邦，持股40%。和重庆天地药业的主营业务类似，江西华邦主要生产化药原料药和医药中间体，其产品主要包括舒巴坦酸、他唑巴坦酸、美罗培南侧链及MAP、厄他培南侧链、书丁基二甲等，是海南海药培南类产业链的重要环节。培南类药物是近年异军突起的一类抗生素，是抗菌谱最广的一类非典型β-内酰胺类抗生素，具有抗菌谱广、抗菌活性强的特点，扮演着抗临床重症感染最后一道防线的重要角色。近几年，由于耐药菌问题的严峻，使得该类药物在全球及国内的使用量迅速增长。2008年培南类药物的全球总销售额就已达到25亿美元，约占抗生素市场10%的份额。公司此次向产业链上游延伸，将有利于增强公司未来在培南类药物市场的竞争力和抗风险能力。

经过一系列并购后，公司2013年将重点放在了被并购公司的内部管理整合和挖潜增效，今年4月已经初现成效，中间体和原料药的产能和效益快速释放。我们预计2014年至2016年公司的中间体和原料药收入增速分别为70%、45%和25%。

图表 18.2010-2016 年原料药及中间体业务增长情况及预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

紫杉醇：2014 年恢复销售，有望逐步回归原有水平

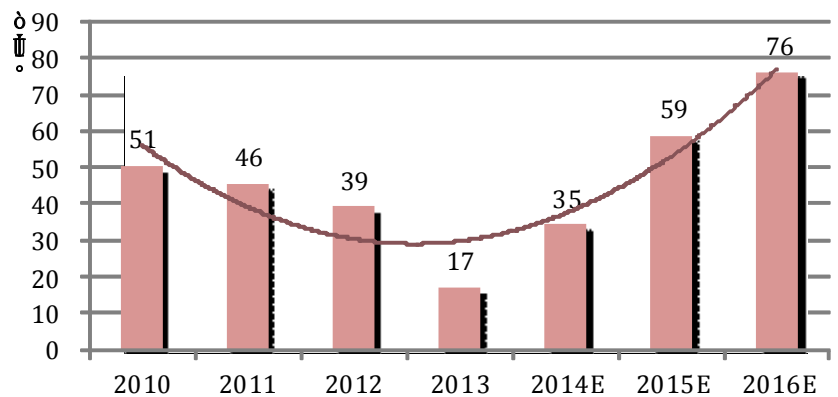
紫杉醇是从红豆杉科红豆杉的根、枝叶以及树皮中分离出的一种具有独特结构的二萜类成分，1971年由Wani等首先从短叶红豆杉中提取分离出来。其具有独特的微管活性，具有多种抗肿瘤作用，它能与微管蛋白质结合，形成稳定的微管束，并使其被解聚，微管是真核细胞的一种纤维蛋白，与细胞的游戏分裂紧密相关，对于迅速分裂的肿瘤细胞，将癌细胞停止在G2晚期或M期，抑制细胞复制，组织癌细胞增殖，从而起到抗癌的作用。因此紫杉醇被称为21世纪最具开发价值的植物来源的抗癌药，是继阿霉素、顺铂之后疗效最好、副作用最小的药物。其也是现金段唯一可以控制癌细胞生长的植物药物。红豆杉也因此成为“轰动世界的药用植物”。

美国FDA于1992年12月29日正式批准紫杉醇作为治疗晚期卵巢癌、肺癌、子宫癌等的治疗药物，目前，紫杉醇已成为世界公认的强活性广谱抗癌药物，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、脑瘤也都有一定疗效。美国专家认为：紫杉醇是人类未来20年最有效的抗癌药物。据调查，全球每年紫杉醇的需求量为二千四百至四千八百公斤，而目前，每年销售量仅为七百公斤左右，产品供不应求，在今后十年内仍将以百分之二十以上的速度增长。

我国是世界上第二个生产紫杉醇及其注射液的国家，公司的子公司海口制药厂与北京协和药厂的紫杉醇注射液于1995年分获二类新药批准文号。紫杉醇作为抗肿瘤用药的大类品种，在2011年医院终端抗肿瘤和免疫调节剂销售额TOP10品种份额中，份额为5.33%，排位第二位，而在2012年的排位当中，紫杉醇以5.35%的份额升至第一位。

2013年，公司为了争取紫杉醇的单独定价而对紫杉醇销售策略进行调整，停止了供货渠道，2014年紫杉醇恢复销售。公司的紫杉醇是国内首仿，具有较高的市场知名度，收入有望快速回升。我们预计2014年至2016年公司的紫杉醇收入增速分别为100%、70%和30%。

图表 19. 紫杉醇销售增长情况预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

医疗器械：抓住国家鼓励医疗器械创新的契机

国家鼓励医疗器械国内创新，公司将抓住契机，全面推广人工耳蜗产品，并拟以参股美国仿生眼公司为契机，进一步推进电子与生物相结合的技术，丰富医疗器械产品布局。

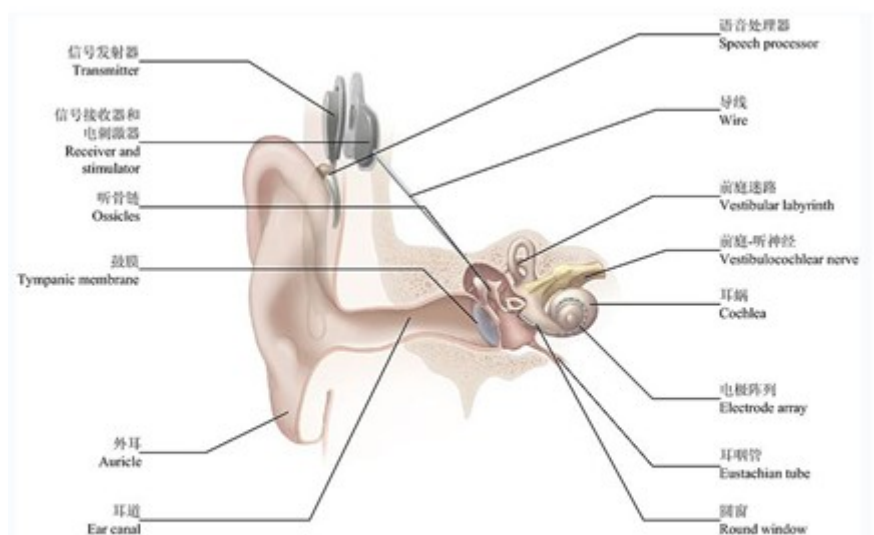
人工耳蜗：市场培育成熟，规模化销售起步

人工耳蜗是一种由体外言语处理器将声音转换为一定编码形式的电信号，通过植入体内的电极系统直接兴奋听神经来恢复或重建聋人听觉功能的电子装置，它可以帮助患有重度、极重度耳聋的成人和儿童恢复或提供听的感觉，目前被视为重度损伤听力的唯一解决方案。

在正常的听觉过程中，声波从外耳经由中耳到达耳蜗，声信号在耳蜗被转换成电脉冲传向大脑。大多数的严重听力损伤病例都有耳蜗声电转换功能损坏这一问题存在。人工耳蜗的作用机理便是直接用电脉冲来刺激听觉神经，起到了模拟和替代从外耳到内耳的整体听觉功能的作用。

人工耳蜗包括：体外构件部分，体内植入部分。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。麦克风拾取声信号，并将声信号传入言语处理器，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。这种体内体外分离的工作原理免除了两者之间的。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。

图表 20. 人工耳蜗工作原理



人工耳蜗解剖示意图

资料来源：中国听力网，中银国际研究

图表 21. 人工耳蜗部件构成及功能

部件分类	部件构成	功能
体外部件	麦克风	麦克风搜集拾取声信号，并将声信号传入言语处理器。
	言语处理器	将声音信号编译成射频形式的脉冲信号。
	发射线圈	通过发射线圈，脉冲信号得以透过皮肤，传到体内。
体内部件	接收线圈	接收脉冲信号并将其传递给工作电极序列。
	电极序列	电极序列通过刺激听神经纤维，将信号传入脑干的耳蜗核。

资料来源：中银国际研究

发展历史

国外人工耳蜗的发展历史可追溯到 1800 年意大利 Volta 发现电刺激正常耳可以产生听觉。1957 年法国 Djourno 和 Eyries 首次将电极植入一全聋病人的耳蜗内，使该病人感知环境声获得音感。60-70 年代，欧美等国的科学家也成功地通过电刺激使耳聋病人恢复听觉。通过人和动物模型的研究发现，电刺激诱发出的听觉的特点和需要解决的问题，如：动态范围窄，响度增长陡峭及时阈音调识别差等。1972 年，美国 House-3M 单通道人工耳蜗成为第一代商品化装置。从 1972 年至 80 年代中期共有 1,000 多名使用者。1982 年，澳大利亚 Nucleus22 型人工耳蜗通过 FDA 认可，成为全世界首先使用的多通道耳蜗装置。现在世界上主要的耳蜗公司是澳大利的 Cochlear，奥地利的 MedEl 和美国的 AB 公司。至 2010 年初，全世界有十几万聋人使用了人工耳蜗，其中半数以上是儿童。

图表 22. 国外人工耳蜗研发历程

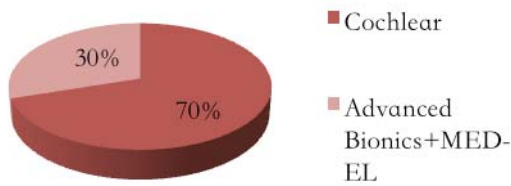
时间	国家	描述
1800	意大利	Volta 发现电刺激正常耳可以产生听觉。
1957	法国	Djourno 和 Eyries 首次将电极植入一全聋病人的耳蜗内，使该病人感知环境声获得音感
1960s、1970s	欧美各国	成功地通过电刺激使耳聋病人恢复听觉。通过人和动物模型的研究发现，电刺激诱发出的听觉的特点和需要解决的问题
1972	美国	House-3M 单通道人工耳蜗成为第一代商品化装置，从 1972 年至 80 年代中期共有 1,000 多名使用者。
1977	奥地利	1977 年，世界上第一台多通道人工耳蜗在维也纳进行了植入。
1982	澳大利亚	Nucleus22 型人工耳蜗通过 FDA 认可，成为全世界首先使用的多通道耳蜗装置。

资料来源：中银国际研究

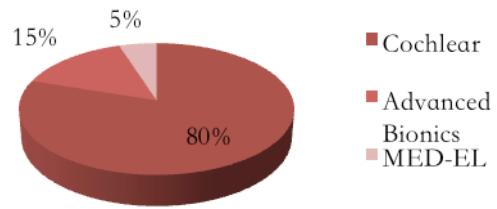
国内来看，复旦大学附属耳鼻喉科医院于 1984 年研制成首套国产单道脉冲人工耳蜗。自 2004 年开始，中科院与复旦大学合作开展新一代国产人工耳蜗研制工作。为此，复旦大学成立专门从事人工耳蜗开发生产的力声特医学科技有限公司（现为公司的子公司），并已于 2011 年 3 月获得 SFDA 批文，成为第一家获准进入人工耳蜗市场的科研型企业。

市场竞争格局

人工耳蜗产品全球市场被有澳大利亚 Cochlear（最早研制生产人工耳蜗）、美国 Advanced Bionics 和奥地利 MED-EL 这 3 家公司垄断，其中 Cochlear 公司占据了植入式耳蜗全球市场 70% 以上的份额。Cochlear 公司从 1981 年开始运营，其产品在全球 100 多个国家和地区拥有超过 25 万消费者。

图表 23. 人工耳蜗全球市场竞争格局 (2010 年)


资料来源：中银国际研究

图表 24. 人工耳蜗国内市场竞争格局 (2010 年)


资料来源：中银国际研究

Cochlear 也是最早进入中国市场的人工耳蜗公司 (1995 年)，在国产人工耳蜗市场化之前，其在中国市场的占有率高达 80%，而 Advanced Bionics 和 MED-EL 的市场份额分别为 15%、5%。

杭州诺尔康神经电子科技有限公司是继力声特之后国内第二家专门从事人工耳蜗研制工作的科研型企业，其已联合清华大学和中科院等国内著名高等学府和研究单位研制生产新一代人工耳蜗产品。根据米内网-医疗器械注册批文数据显示，由于人工耳蜗生产要求较高，目前获得我国人工耳蜗相关批文的企业较少，国内企业中仅公司的子公司力声特和浙江的诺尔康两家获得批文。

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 and 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。因此，在一定时期内，国内人工耳蜗市场其他潜在竞争者进入的可能性并不高。

图表 25. 国内人工耳蜗企业批文情况

商品名称	生产企业	执行标准
人工耳蜗植入体	Advanced Bionics LLC	YZB/USA 5469-2011
人工耳蜗植入体 (商品名: HiRes 90K Cochlear Implant)	Cochlear Limited	YZB/AUL 4885-2012
人工耳蜗植入体	MED-EL	YZB/USA 2338-2011
人工耳蜗植入体	杭州诺尔康神经电子科技有限公司	YZB/国 3250-2011
人工耳蜗	上海力声特医学科技有限公司	YZB/国 0340-2011

资料来源：中银国际研究

国产人工耳蜗优势

1. 价格优势: 在国产人工耳蜗投放市场之前，一套进口人工耳蜗的价格在 17-27 万元人民币之间，大多数失聪家庭难以企及，因此市场渗透率并不高。而国产人工耳蜗的价格仅为 1/3 左右，约为 5-7 万元，有着价格上无可比拟的优势。目前人工耳蜗市场还处于快速培育的过程，人工耳蜗植入手术的基数较低，留给国产品牌的市场空间足够广阔。

2. 政策配套优势: 近年来，国家针对人工耳蜗救助项目出台多项措施，如 2009 年实施的“中国残联贫困聋儿人工耳蜗/助听器抢救性康复项目”等；截至 2012 年底，已有 1,500 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，同时已有多个省份对人工耳蜗植入手术进行补贴，未来国内安装人工耳蜗的人数将有很大幅度增加。国产人工耳蜗在经历市场培育期过程中必然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。

市场空间

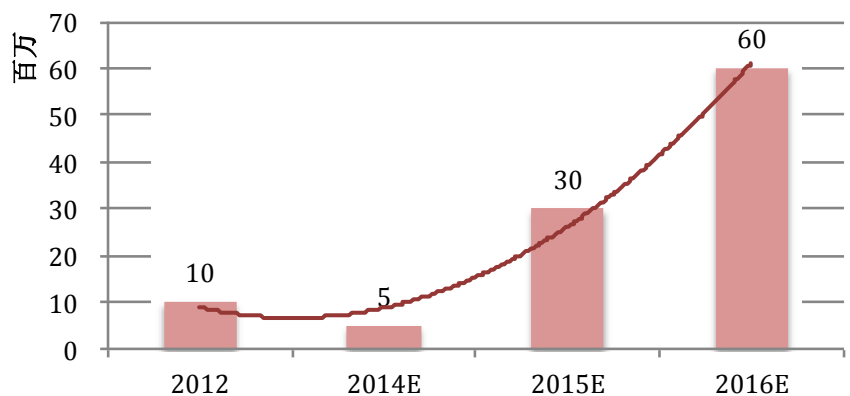
根据《2012年中国出生缺陷防治报告》和第二次全国残疾人抽样调查的数据，我国目前有听力残疾人2,780万人，其中重度耳聋患者高达739万，此外，每年新增重度听力障碍的儿童3万多名。

根据临床数据，绝大多数重度患者为感音性耳聋，符合人工耳蜗植入手术的条件。目前只有1.3万患者接受过人工耳蜗系统手术，按照10%的市场渗透率，每台人工耳蜗5万的价格来计算，未来10年内我国人工耳蜗市场容量将达到384亿。

公司进展：人工耳蜗市场培育成熟，将开始规模化销售

公司旗下的上海力声特公司经过3年的市场培育，目前累计销售人工耳蜗800多套，反馈良好，将于2014年第四季度进入销售阶段。力声特原在上海普陀区的生产车间设计产能为1,000套，加班后产能可达2,000-3,000套，而新募投项目的总设计产能为10,000套，目前基建已经完成，预计年底竣工，将于14年底或15年初投入使用。扩建后产量增长将达到4到10倍。我们预计2014年至2016年公司的人工耳蜗收入分别为500万元、3,000万元和6,000万元。

图表 26. 力声特公司人工耳蜗销售情况及预测



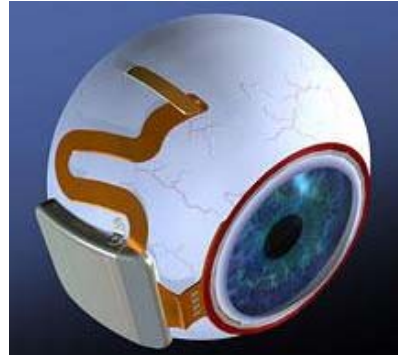
资料来源：公司资料，中银国际研究

参股仿生眼，涉足新领域

今年3月份，海南海药控股子公司上海力声特医学科技有限公司以不超过300万美元参股美国仿生眼公司并取得其16%股权。参股后，力声特将成为仿生眼公司在中国的独家战略合作伙伴，并负责开展人工眼产品在中国的注册、生产和销售。

仿生眼公司(Bionic Eye Technologies, Inc.)注册于美国特拉华州，其产品为哈佛大学眼耳鼻喉医院和麻省理工学院合作研究的人工眼。人工眼通过采集图像信息后转化为电信号，刺激视神经纤维来重建患者的视觉功能，其主要适应症为老年黄斑变性和视网膜色素变性。目前仿生眼公司的人工眼产品已经完成了动物试验，正准备进入FDA临床试验。据悉，美国老年黄斑性病变的患者目前有900万人，中国超过1,000万人。

图表 27. 仿生眼示意图



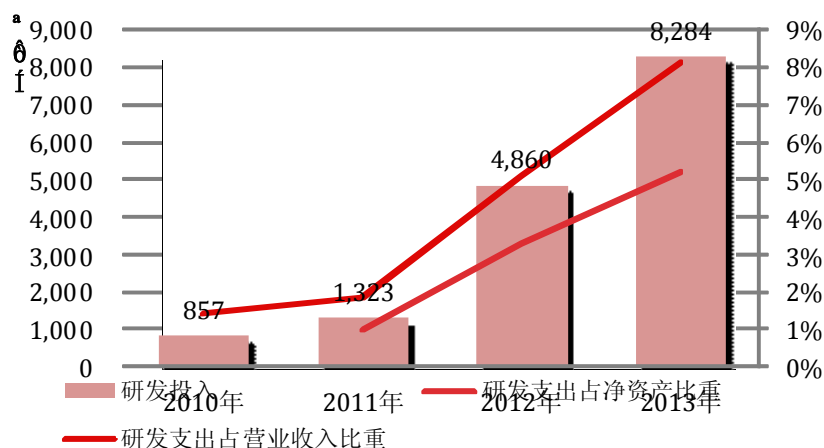
资料来源：中银国际研究

在人工眼领域，目前全球仅有一个同类产品上市，目前市场尚处于培育阶段，海外同类型的产品售价约为 100 万人民币/台。公司希望未来借助人工耳蜗的市场培育经验和销售网络帮助更多的精尖生物电子产品在中国区域销售，因此，这次参股美国仿生眼公司是一个不错的尝试。结合国内 1,000 万患者的庞大市场，参股成功对海南海药自身价值提升也具有一定的意义。

研发布局高远，谋划长远发展

公司非常注重产品的研发，制定了一系列的产品研发计划，不断积累在研品种和专利，加大研发投入，提升公司持续竞争力。公司通过加强与国内外知名院校及科研院所的广泛合作，进一步推进新药研发的速度。公司在研发方面的资金投入情况反映出对研发的重视程度明显提升。2013 年研发投入为 8,283.9 万元，同比增长 70.45%，主要系报告期内研发投入增加所致。研发支出占净资产比 5.21%，占营业收入比 8.13%。

图表 28.海南海药历年研发投入及研发投入占净资产、营业收入比重



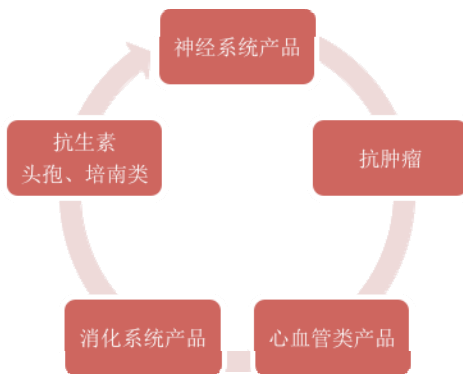
资料来源：公司资料，中银国际研究

在研发模式上，公司与国际接轨的研发模式非常灵活，通过与专业领域的领头人合伙研发的方式，充分尊重专家团队丰富的研究经验，导入其长期研发的项目和产品，将实验室产品推向产业化，共同分享研发成果收益，大幅提高研发成功率和缩短研发时间。

为实现以研发支撑公司长远发展的目标，建设与国际接轨的研发平台，公司于 2012 年初建立了三级研发平台，以美国子公司为主的一级创新研发平台，主要致力于原创药的研究、同时对公司现有产品工艺改进、化学合成方面进行提升指导，并收集国际医药市场信息和研究市场动态，对产品、技术、市场进行前瞻性研究；二级研发平台主要设在香港、上海、北京，主要进行抗肿瘤药的大分子研究、仿制药研究、化学合成(小分子)药物及其他的一些原创性药品研究；三级研发平台主要为各主要子公司的研发部门，对现有产品进行技术改造，工艺路线改进以及配合一二级研发机构的产品实验实施，以提高品质。三个平台间双向沟通、协作、互动，以创新为主、仿创结合的研发模式，聚焦医药领域，为不断推出新产品提供根本保障。当前，三级研发平台在创新药物研发、改进工艺、降低成本，提升竞争力方面初见成效。

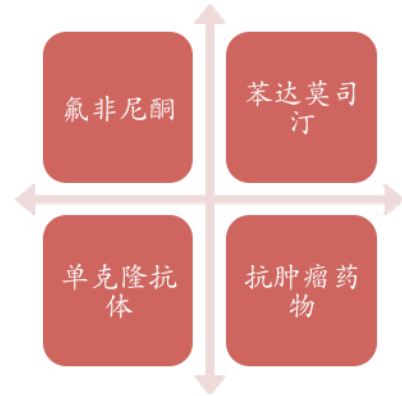
近年，公司继续加快推进新产品储备及已报批产品的上市工作，真正做到开发一代、生产一代、储备一代的梯队式积累，以保证企业具备稳定坚实的后续竞争力。截至 2013 年年末，公司开展新药研发项目 20 多个，有 10 多个品种在国家局等待审评。2013 年新申报发明专利 5 项，新获得授权专利 3 项，累计获得发明专利 16 项。

图表 29. 海南海药主要研发方向



资料来源：公司资料，中银国际研究

图表 30. 海南海药主要研发产品



资料来源：公司资料，中银国际研究

在研发方向以及研发产品上，目前公司持续专注神经系统产品、抗肿瘤、心血管类产品、消化系统产品、抗生素（头孢、培南类）等方向的研究。氟非尼酮、苯达莫司汀、抗肿瘤药物、单克隆抗体药物是当前主要的研发产品，未来任何一款在研产品成功的市场投放都会为公司赢得广阔的发展空间。

氟非尼酮：氟非尼酮项目由海南海药与中南大学合作开发，是以治疗器官纤维化相关适应症为目标的一类新药。目前国内外均无上市产品，氟非尼酮已获国家药监局临床受理，现已进入临床阶段。

苯达莫司汀：盐酸苯达莫司汀作为新一代抗癌药物，对多种癌症具有明显的治疗作用。临床应用表明，本品单独治疗或联合用药治疗非何杰金淋巴瘤、多发性骨髓瘤、CLL 和乳腺癌等，疗效确切，明显降低复发率与死亡率，而且不良反应小，安全性好。Ribomustin 目前在欧洲的售价为 25mg 50 欧元/支，100mg 200 欧元/支。

单克隆抗体：公司参股 40% 公司中国抗体已开发特异靶点的治疗性抗体创新药物，重组人 CD22 单克隆抗体在治疗非霍奇金淋巴瘤，系统性红斑狼疮，类风湿性关节炎三个适应症已经开展 I、II 期临床试验，实验室建设及中试车间项目如期进行。

抗肿瘤药物：公司的控股子公司美国哈德森医药有限公司美国研发中心正在开展创新药研发工作，主攻方向为有全球自主知识产权的靶向抗肿瘤药和抗病毒药，目前研发进展顺利，势头良好，已筛选出两个新的化合物。

单抗未来发展空间巨大

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。尽管目前单抗静态市场规模比较有限，但从各方面因素来看，我国的单抗市场即将迎来爆发式增长。

受制于昂贵价格、用药习惯和医保缺位等因素，目前我国单克隆抗体的静态市场规模还相当有限，截至 2013 年，国家药监局共批准 20 个抗体药物上市（12 个进口产品，8 个自主或合作研发），主要涉及抗肿瘤、抗排异、自身免疫疾病等领域，还有部分药物处于临床阶段。进口产品中，美罗华和赫赛汀样本医院销售额在 3 亿元以上，国产单抗药物中出益赛普、泰欣生等产品外，大多数单抗还处于导入期。总体来说，国内单抗市场仍是一大片未开垦的新大陆，未来发展空间很大。

短期看国内单抗市场总量有限,但从增长速度、增长可持续性和潜在市场规模上看,国内单抗市场存在巨大投资价值。2007年前全国单抗药物总销量仅数千万元,但2009年就出现了多个销售额过亿元的品种。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。以美罗华和赫赛汀为例,两者2003年在22家样本亿元销售额仅为1,770万元和270万元,2012年销售额达到5.35亿元和3.87亿元,复合增速达46%和74%,远超过医药行业整体23%的复合增速。

以益赛普和泰欣生为代表的国产药物虽上市较晚,但增长迅猛,均已成为亿元级产品。未来几年中各大药企仍将不断推进单抗新品种上市,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。

2013年1月28日,公司第七届董事会第三十四次会议审议通过了《关于收购中国抗体制药有限公司40%股权的议案》,同意公司以自有资金收购Good Catch Investments Limited持有的中国抗体制药有限公司250,564股普通股和Creator Investment Limited持有的中国抗体制药有限公司871,382股A轮优先股,每股收购价格为8.8245美元,总收购金额为9,900,612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。

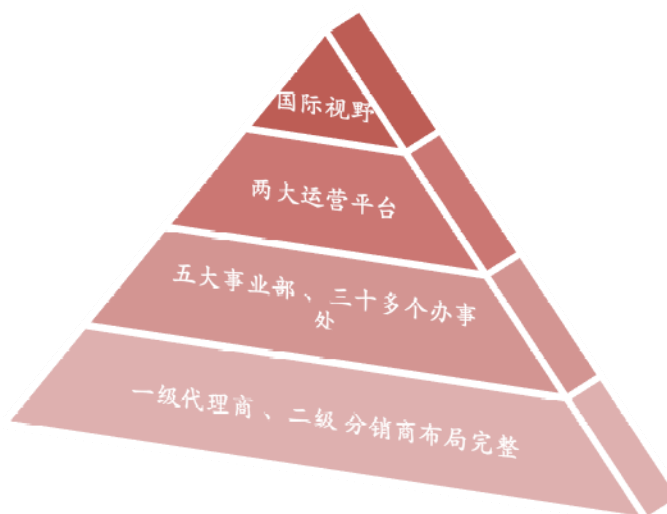
中国抗体制药有限公司成立于2001年,注册地香港,是总部位于香港科技园的生物高科技公司,已申请并获得多项美国专利、国际专利和中国专利,在全球首创“抗体框架重塑”(framework reengineering)抗体工程技术平台。其应用专有权属的抗体工程专利和技术平台,专门开发针对恶性肿瘤、自身免疫性炎症疾病、和传染病等重大疾病的治疗性抗体药物,致力开发国家一类新药——人源化及/或嵌合化的单克隆抗体药物系列产品,依靠自主技术创新,参与全球抗体药物市场竞争。在国内,中国抗体制药公司的单抗研发处于领先地位。公司现有产品项目,已分别列入国家科技重大新药创制专项、科技部中小企业创新基金等项目。

目前开发中的单克隆抗体数量已超过15个,适应症涵盖淋巴瘤、肝癌、类风湿性关节炎及全身性红斑狼疮等。当前有3个处于临床阶段的全球创新性单克隆抗体研究,获得在中国区的临床研究批文,治疗非何杰金氏淋巴瘤、治疗系统性红斑狼疮和治疗类风湿性关节炎,其中治疗非何杰金氏淋巴瘤已经通过了II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II期临床,预计2017年将取得文号并上市销售。

中国抗体目前已在上海建立了研发中心,近期在海口市也设立“海南赛乐敏生物科技有限公司”,新建抗体研发中心和GMP生产线,业务涉及多项抗体新药产品的开发,包括抗体筛选、抗体工程技术开发,抗体药物中试和GMP生产工艺开发,抗体质控技术开发和平台建设、抗体药理毒理研究、临床试验、以及产品新药注册和上市等涵盖从新药研发到产业化的全方位业务。未来,公司计划将在北京、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。

构建完善营销体系，走专业化营销推广路线

图表 31. 海南海药有限公司营销体系



资料来源：公司资料，中银国际研究

在营销体系建设上，海药始终树立营销的龙头地位，通过打造以营销事业部与区域办事处相结合的营销体系，建立了原料药、肿瘤药、胃肠药、招商、普药五大营销事业部，并设立 30 多个办事处，以市场为中心，以重点产品带动整体销售增长。

医药商业运营以海南海药和南方君合为平台，这两个平台均通过 GSP 认证。海药逐步建立一级代理、二级分销、终端拉动的立体营销网络，覆盖全国、辐射海外。海药产品拥有一级代理商将近 300 家，二级分销商将近 3,000 家，渠道覆盖全国，海药人以其朴实、诚信赢得医药界同仁的信任。

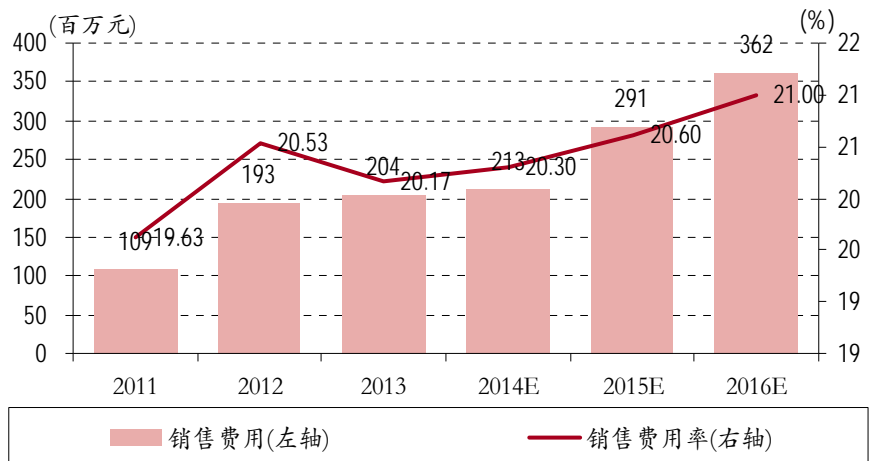
作为较早拥有进出口权的医药企业，海药积极推动国际化步伐，精耕细作，接轨全球，持续扩大产品国际注册认证，广泛参加各种国际交易会，产品远销东南亚地区和南美、非洲等地。

营销推广上，公司致力于走专业化路线，由公司市场部统一策划，通过对医药企业及重点产品的进行市场调研和调查工作，为公司在并购方面提供支持和策略参考信息。加快各地区办事处区域网络扩展步伐，着力整合完善区域商务资源；建立学术推广团队，加大拳头产品的市场培育力度；招商要体现专业化与精细化，加强渠道、客户的沟通，配合公司产品引进和销售模式变化，为产品组合策略和推广实施提供建议和指导。同时改进物流管理，加强产品跟踪，以提供快捷、高效的服务。

财务状况

2013 年公司销售费用为 2.04 亿元，销售费用率为 20.17%；公司的销售体系完备，原料药在收入中的占比提升，原料药的销售费用率低。我们预计公司的销售费用率 2014-2015 年将小幅度提升，分别为 20.30%、20.60%和 21.00%。

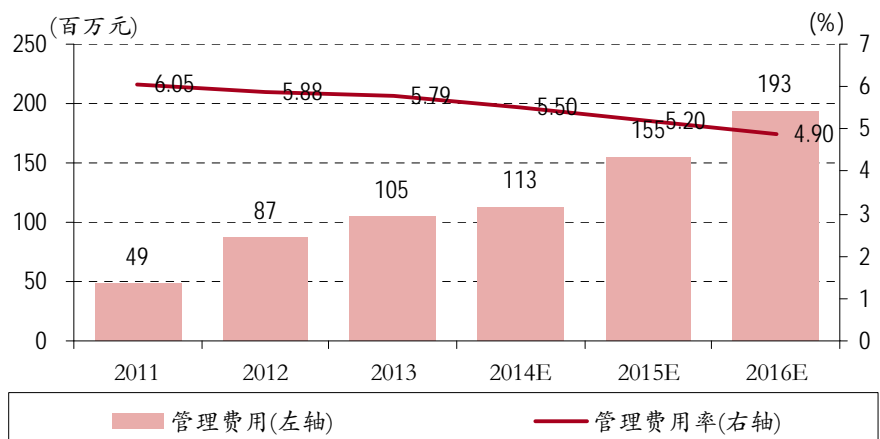
图表 32. 公司销售费用预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

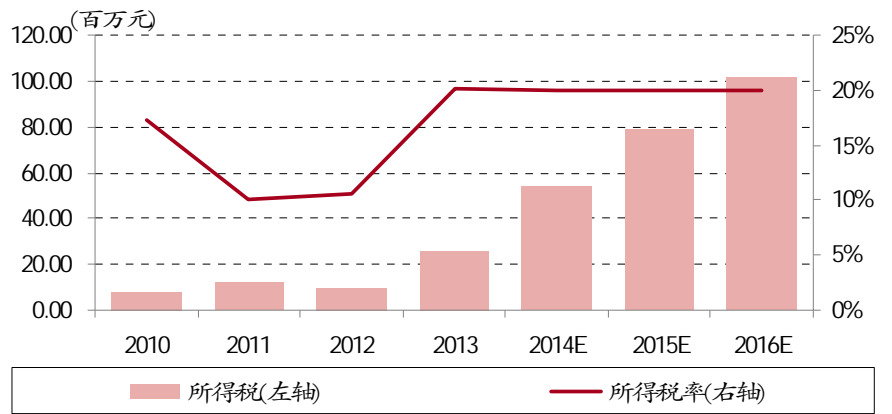
2013 年公司管理费用为 1.05 亿元。管理费用率为 5.79%；公司已经阶段性渡过投入研发高峰期，对前期收购的子公司的管理整合显现成效，我们预计今年 3 年的管理费用率将稳中有降，预计 2014 年-2016 年管理费用率分别为 5.50%、5.20%和 4.90%。

图表 33. 公司管理费用预测



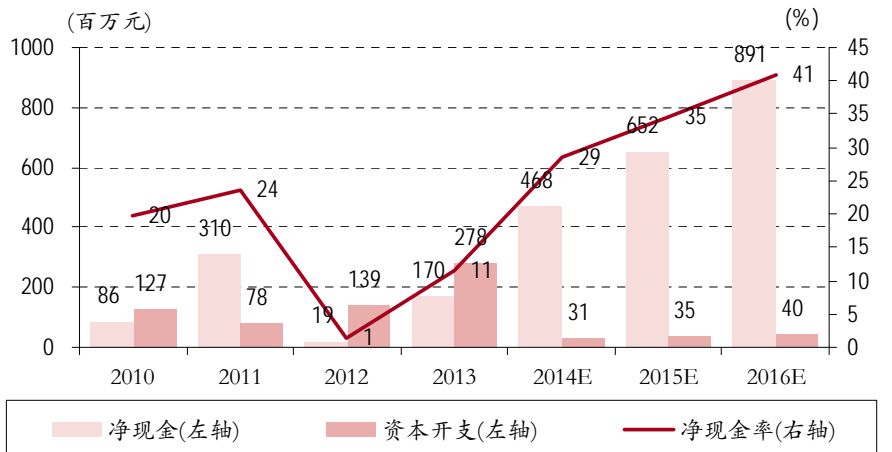
资料来源：公司资料，中银国际研究

公司 2013 年的实际所得税率分别为 20.21%。公司本部及子公司重庆天地药业、子公司力声特按 15% 的税率缴纳企业所得税，其他下属子公司所得税率为 25%，我们预计未来 3 年公司的实际所得税率为 20%。

图表 34. 公司所得税预测


资料来源：公司资料，中银国际研究

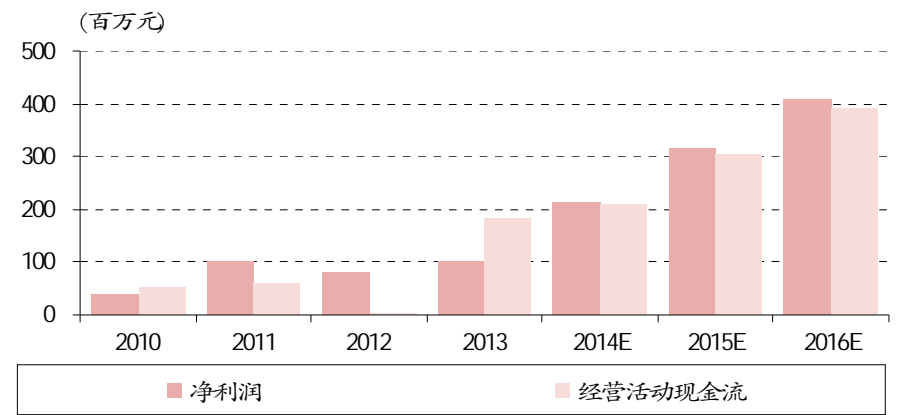
2013 年的资本开支主要是进行头孢中间体产能扩建及人工耳蜗产能扩建，这些项目建设即将完工，目前没有计划新的大型工程建设。我们预计 2013-2015 年的资本开支分别为 3,100 万元、3,500 万元、4,000 万元，公司的净现金从 2012 年开始明显改善，今后 3 年将不断增加。

图表 35. 公司净现金及资本开支预测


资料来源：公司资料，中银国际研究

除 2012 年外，近年公司的经营性现金流和净利润匹配较为良好，显示公司的经营业绩稳步增长，对销售回款工作高度重视。2012 年受支付银行承兑汇票保证金影响，经营活动现金流明显减少。预计 2014 年经营性现金流为 2.10 亿元。

图表 36. 公司经营活动现金流预测



资料来源：公司资料，中银国际研究

风险因素

限抗升级：如果限制抗生素的使用进一步严格，将对公司的抗生素制剂业务产生不利影响。

药品招标：基药招标进展如果不及预期，将对公司的枫蓼肠胃康销售产生不利影响。

人工耳蜗：市场推广不利或出现质量问题等都会影响人工耳蜗的销售。

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入	951	1,052	1,419	1,940	2,411
销售成本	(553)	(589)	(780)	(1,064)	(1,306)
经营费用	(257)	(278)	(284)	(405)	(514)
息税折旧前利润	141	186	355	471	590
折旧及摊销	(31)	(43)	(58)	(63)	(68)
经营利润(息税前利润)	110	143	297	408	522
净利息收入/(费用)	(17)	(59)	(56)	(56)	(56)
其他收益/(损失)	(4)	43	28	43	43
税前利润	88	128	269	395	509
所得税	(9)	(26)	(54)	(79)	(102)
少数股东权益	(2)	(8)	(9)	(10)	(11)
净利润	77	94	206	306	397
核心净利润	55	43	211	299	390
每股收益(人民币)	0.16	0.19	0.42	0.62	0.80
核心每股收益(人民币)	0.11	0.09	0.43	0.60	0.79
每股股息(人民币)	0.45	0.11	0.12	0.19	0.24
收入增长(%)	32	11	35	37	24
息税前利润增长(%)	10	31	107	37	28
息税折旧前利润增长(%)	13	32	91	33	25
每股收益增长(%)	(63)	21	120	49	30
核心每股收益增长(%)	8	(21)	385	42	30

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	88	128	269	395	509
折旧与摊销	31	43	58	63	68
净利息费用	17	59	56	56	56
运营资本变动	(167)	2	(100)	(98)	(105)
税金	(9)	(26)	(54)	(79)	(102)
其他经营现金流	42	(23)	(19)	(34)	(34)
经营活动产生的现金流	2	182	210	303	393
购买固定资产净值	(139)	(278)	(31)	(35)	(40)
投资减少/增加	3	1	0	0	0
其他投资现金流	(578)	(133)	68	34	34
投资活动产生的现金流	(713)	(409)	37	(1)	(6)
净增权益	0	2	0	0	0
净增债务	33	(44)	0	0	0
支付股息	(74)	(223)	(54)	(62)	(92)
其他融资现金流	494	600	(56)	(56)	(56)
融资活动产生的现金流	452	335	(111)	(118)	(148)
现金变动	(259)	108	136	184	239
期初现金	721	689	731	867	1,051
公司自由现金流	(703)	(213)	270	326	410
权益自由现金流	(737)	(336)	191	246	331

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	689	731	867	1,051	1,290
应收帐款	578	532	639	754	867
库存	333	302	363	428	493
其他流动资产	77	99	116	135	153
流动资产总计	1,677	1,665	1,985	2,368	2,802
固定资产	467	652	605	574	544
无形资产	250	253	258	261	263
其他长期资产	367	903	869	870	870
长期资产总计	1,084	1,807	1,732	1,704	1,676
总资产	2,762	3,472	3,717	4,072	4,478
应付帐款	243	352	422	507	583
短期债务	346	399	399	399	399
其他流动负债	178	610	624	640	655
流动负债总计	768	1,361	1,445	1,546	1,637
长期借款	0	0	0	0	0
其他长期负债	504	522	522	522	522
股本	495	495	495	495	495
储备	900	990	1,141	1,386	1,691
股东权益	1,396	1,485	1,636	1,881	2,186
少数股东权益	94	105	114	123	134
总负债及权益	2,762	3,472	3,717	4,072	4,478
每股帐面价值(人民币)	2.8	3.0	3.3	3.8	4.4
每股有形资产(人民币)	2.3	2.5	2.8	3.3	3.9
每股净负债/(现金)(人民币)	(0.7)	(0.7)	(0.9)	(1.3)	(1.8)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率(%)	14.8	17.7	25.0	24.3	24.5
息税前利润率(%)	11.5	13.6	20.9	21.0	21.7
税前利润率(%)	8.9	11.5	18.9	20.4	21.1
净利率(%)	7.8	8.3	14.5	15.8	16.5
流动性					
流动比率(倍)	2.2	1.2	1.4	1.5	1.7
利息覆盖率(倍)	2.1	1.7	3.4	4.7	6.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.8	1.0	1.1	1.3	1.4
估值					
市盈率(倍)	82.7	68.1	31.0	20.9	16.1
核心业务市盈率(倍)	115.4	147.0	30.3	21.4	16.4
目标价对应核心业务市盈率(倍)					
盈率(倍)	193.7	246.6	50.8	35.8	27.5
市净率(倍)	4.6	4.3	3.9	3.4	2.9
价格/现金流(倍)	2,697.7	35.1	30.4	21.1	16.3
企业价值/息税折旧前利润(倍)	45.4	31.6	16.2	11.9	9.1
周转率					
存货周转天数	209.6	197.1	155.8	135.7	128.6
应收帐款周转天数	186.0	192.5	150.7	131.0	122.7
应付帐款周转天数	78.8	85.3	80.2	70.3	66.4
回报率					
股息支付率(%)	288.4	58.0	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	5.7	6.5	13.2	17.4	19.5
资产收益率(%)	3.3	3.3	6.0	8.1	9.5
已运用资本收益率(%)	7.0	7.0	12.7	15.8	18.1

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

研究报告中所提及的有关上市公司

京新药业(002020.CH/人民币 17.12, 未有评级)

精华制药(002349.CH/人民币 17.03, 未有评级)

天药股份(600488.CH/人民币 5.07, 未有评级)

东北制药(000597.CH/人民币 10.02, 未有评级)

以2014年7月30日当地货币收市价为标准
本报告所有数字均四舍五入

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
- 谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
- 持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
- 卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
- 未有评级（NR）。

行业投资评级：

- 增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
- 中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
- 减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371