

2014年08月11日

证券研究报告·公司研究·医药生物

买入(维持)

当前价: 14.69元



海南海药(000566)2014年中报点评

14年业绩拐点初现,全年有望高增长

投资要点

- **事件:** 2014年1-6月公司营业收入、扣非后净利润分别为7.3亿元、0.7亿元,同比增长29.7%、55.7%;第二季度公司营业收入、扣非后净利润分别为3.8亿元、0.4亿元,同比增长78.6%、192.3%。2014年上半年基本每股收益为0.19元,同比增长58.3%。
- **财务状况。** 期间内各业务板块均出现上涨趋势,如头孢制剂业务收入同比增长19.7%,原料药和中间体业务收入同比增长44.6%,其具体原因是上半年原料药和中间体产能得到扩大,且对子公司开元医药整合效果明显,产能和产出率逐步扩大提升。上半年营业收入增速(29.7%)低于扣非净利润增速(55.7%),除产品收入结构变化,高毛利产品占比提升之外,公司对期间费用的良好控制也是原因之一。其中销售费用率、管理费用率分别约10.5%、7.2%,分别下降约2个百分点、0.5个百分点。前期销售费用增长较快主要是因为营销网络建设,在14年上半年建设效果逐渐显现,再加上营销模式的变化,导致其14年上半年销售费用率有所下降。而管理费用率下降则是研发费用投入放缓所致,后期公司对于研发投入或通过产业基金的模式进行,管理费用率水平或保持常态化。上半年财务费用上升57.2%,主要是公司增加了发行非公开定向债务融资工具及本期借款规模增加所致。而去年同期非公开定向债务融资工具融资额增加导致14年上半年筹资活动产生的现金流量净额、现金及现金等价物净增加额等指标均出现了大幅波动。
- **人工耳蜗下半年将逐渐恢复销售。** 1) 市场培育成熟,逐步进入快速销售时期。该产品在2011年拿到批文,经过3年市场培育,公司已经销售800多套,将进行大规模推广。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),供应商停产影响已经消除; 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) 同医院合作进行耳蜗推广。公司耳蜗价格为9万元左右,其销售采用的是代理招商模式,同时也和医院、慈善机构等进行合作。我们预计下半年人工耳蜗将逐渐开始恢复销售,由于与进口产品相比价格较低,且部分省份医保能进行报销,未来将逐渐对进口产品形成替代,市场前景看好。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	1018.48	1362.86	1648.34	1963.54
增长率	7.22%	33.81%	20.95%	19.12%
归属母公司净利润(百万元)	93.84	183.82	233.13	294.05
增长率	21.48%	95.88%	26.83%	26.13%
每股收益EPS(元)	0.19	0.37	0.47	0.59
净资产收益率ROE	6.32%	11.26%	12.81%	14.29%
PE	77	39	31	25
PB	4.85	4.41	3.95	3.50

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

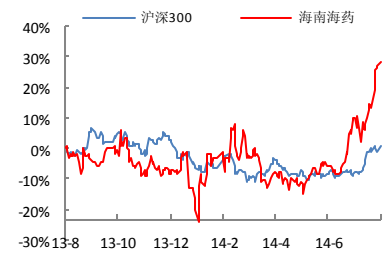
邮箱:zhugg@swsc.com.cn

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

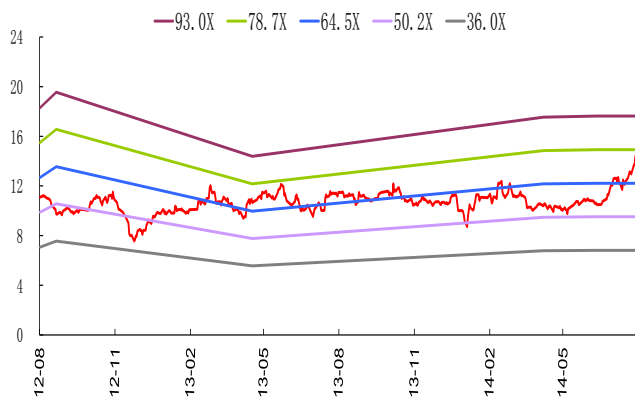
基础数据

总股本(亿股)	4.95
流通A股(亿股)	4.73
52周内股价区间(元)	8.35-15.2
总市值(亿元)	72.00
总资产(亿元)	36.55
每股净资产(元)	3.14

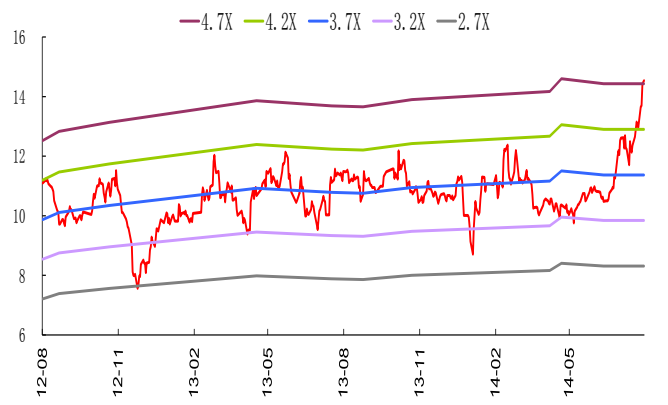
相关研究

1. 海南海药(000566): 医疗器械与药品两翼齐飞,单抗业务前景看好(2014-06-18)

- **制剂产品及原料药全年收入增长或超预期。** 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或将大幅放量。肠胃康颗粒传统放量时间在第三季度, 估计产品在 14 年增速约 30% 以上, 销售收入突破 2 亿; 2) 在头孢制剂领域中, 目前公司在做头孢西丁、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%; 3) 抗肿瘤药物紫杉醇销售金额上半年出现恢复性增长, 全年预计销售收入超过 4000 万; 4) 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, 公司决定在 14 年把这两家企业整合起来。这两家公司增速预计为 40-50%。综合考虑, 我们认为 14 年原料药与中间体增速或将达到 30% 以上。
- **单抗业务前景值得期待。** 目前治疗非何杰金氏淋巴瘤、红斑狼疮和类风湿性关节炎的单抗都完成 1 期临床, 进入临床 II 期, 我们估计 17 年有至少有一个新药能够上市。美国研发公司已经找到靶点明确化合物, 现处于专利申请阶段。
- **估值分析与投资策略。** 我们预计 2014 年、2015 年、2016 年 EPS 分别为 0.37 元、0.47 元、0.59 元, 对应市盈率分别为 39 倍、31 倍、25 倍。公司主打产品增长稳定, 紫杉醇复产、对开元医药等整合效果显现等都给 14 年业绩增添了动力。部分单抗品种已经进入临床 II 期走在全国单抗研究前沿, 且公司的货币资金较为丰富, 故而维持“买入”评级。
- **风险提示:** 1) 人工耳蜗重新上市或慢于预期; 2) 新产品获批进展或慢于预期。

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：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	656.27	13.63	467.16	193.08	营业收入	1018.4	1362.86	1648.34	1963.54
应收和预付款项	617.38	942.52	946.87	1307.35	减:营业成本	588.67	788.51	972.35	1182.35
存货	302.45	597.91	512.37	837.70	营业税金及附加	11.90	15.92	19.26	22.94
其他流动资产	11.42	11.42	11.42	11.42	营业费用	203.75	147.19	161.54	176.72
长期股权投资	102.84	102.84	102.84	102.84	管理费用	104.55	149.91	181.32	196.35
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	财务费用	53.02	34.57	26.29	22.45
固定资产和在建工程	651.82	560.94	470.05	379.17	资产减值损失	5.61	0.00	0.00	0.00
无形资产和开发支出	364.30	325.94	287.59	249.23	加:投资收益	34.37	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	671.64	670.84	670.04	670.04	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	3378.12	3226.04	3468.32	3750.82	其他经营损益	33.72	0.00	0.00	0.00
短期借款	399.00	76.86	0.00	0.00	营业利润	119.08	226.75	287.58	362.72
应付和预收款项	371.87	385.00	505.11	536.57	加:其他非经营损益	8.47	0.00	0.00	0.00
长期借款	495.68	495.68	495.68	495.68	利润总额	127.55	226.75	287.58	362.72
其他负债	521.93	521.93	521.93	521.93	减:所得税	25.78	34.01	43.14	54.41
负债合计	1788.48	1479.47	1522.72	1554.18	净利润	101.77	192.74	244.44	308.31
股本	495.19	495.19	495.19	495.19	减:少数股东损益	7.93	8.92	11.31	14.26
资本公积	699.95	699.95	699.95	699.95	归属母公司股东净利润	93.84	183.82	233.13	294.05
留存收益	289.64	437.66	625.38	862.16	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	1484.78	1632.80	1820.52	2057.29	经营性现金净流量	182.49	-251.05	600.97	-195.68
少数股东权益	104.86	113.77	125.08	139.35	投资性现金净流量	-409.0	0.00	0.00	0.00
股东权益合计	1589.64	1746.57	1945.60	2196.64	筹资性现金净流量	335.14	-391.60	-147.45	-78.40
负债和股东权益合计	3378.12	3226.04	3468.32	3750.82	现金流量净额	108.31	-642.64	453.53	-274.08

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