



定增方案调整, 大股东高比例认购

- **事件:** 公司公告修订非公开发行股票预案, 对发行底价及募集资金总额等进行了调整。
- **顺应形势, 调整定增方案。** 1) 定价基准日调整为发行期首日; 2) 募集资金总额由不超过 45 亿元调整为不超过 35 亿元; 3) 大股东认购比例提高, 认购金额为不低于 16 亿元, 超过本次非公开发行股份总数的 40%; 4) 募集资金投向主要为远程医疗服务平台、海南海药生物医药产业园项目等。
- **远程医疗市场潜力大。** 1) BBCResearch 调查报告显示 2016 年全球远程医疗市场规模达到 270 亿美元。而 2012 年我国远程医疗市场规模仅为 21.6 亿元, 2017 年产业规模有望突破 125 亿元。远程医疗拥有广阔的发展空间与巨大市场潜力; 2) 公司已与中日友好医院、重庆市渝北区人民医院、重庆医科大学附属二院等就合作开展远程医疗业务签订框架协议, 参股公司金圣达已在湖南开展远程医疗相关业务, 与近 150 家医疗机构建立远程医疗合作, 并完成远程心电、远程 B 超、远程 DR 医疗病例共计 10 万余例, 积累了丰富的行业经验, 可为公司远程医疗平台建设提供技术支持; 3) 远程医疗项目总投资将超 17 亿元, 建设远程心电诊疗平台、远程 B 超诊疗平台、远程 DR 诊疗平台、远程病理分析平台、远程会诊平台、远程药学服务平台等, 为基层医疗机构提供服务, 促进省级医疗技术资源下沉; 4) 项目将在四川、重庆、湖南、江苏、湖北、江西、广西、海南、西藏、云南、河南和河北等地分批推广实施, 建设周期 36 个月。
- **生物医药产业园聚焦抗感染、抗肿瘤。** 1) 2015 年前后全球市场销售额高达数百亿美元的生物制药专利到期高峰的来临, 生物制药市场将迎来巨大的发展机会; 2) 近两年公司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, 人源化及/或嵌合化的单克隆抗体药物系列产品国内领先。重组人 CD22 单克隆抗体注射液, 已进入 II 期临床阶段。3) 当前注射用头孢西丁钠、注射用头孢唑肟钠、注射用维生素 C、注射用美罗培南等产品原料主要由重庆基地供应, 项目投产有望降低成本, 提高生产效率。
- **盈利预测与投资建议。** 预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.46 元、0.61 元、0.81 元, 对应市盈率为 45 倍、34 倍、26 倍。维持“买入”评级。
- **风险提示。** 非公开发行审批或不能通过; 项目实施进度或不及预期; 并购企业业绩实现或不及承诺等。

指标年度	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	1384.75	1813.28	2342.22	3101.62
增长率	31.59%	30.95%	29.17%	32.42%
归属母公司净利润(百万元)	162.78	252.59	330.74	443.75
增长率	73.46%	55.17%	30.94%	34.17%
每股收益 EPS(元)	0.30	0.46	0.61	0.81
净资产收益率 ROE	9.87%	13.66%	15.65%	17.90%
PE	70	45	34	26
PB	6.56	5.81	5.07	4.33

数据来源: Wind, 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: 021-68413530

邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 何治力

执业证号: S1250515090002

电话: 023-67898264

邮箱: hzl@swsc.com.cn

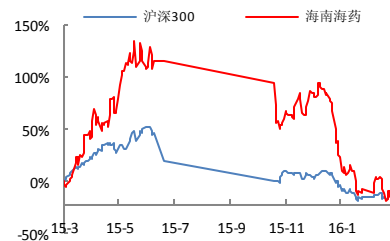
分析师: 施跃

执业证号: S1250515080001

电话: 021-68413878

邮箱: syue@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)	5.45
流通 A 股(亿股)	4.73
52 周内股价区间(元)	18.21-55.25
总市值(亿元)	113.32
总资产(亿元)	46.15
每股净资产(元)	4.25

相关研究

1. 海南海药(000566): 利润高增长趋势确立, 全年业绩或超预期 (2014-10-29)
2. 海南海药(000566): 研发产品有新进展, 前景看好 (2014-09-05)
3. 海南海药(000566): 14 年业绩拐点初现, 全年有望高增长 (2014-08-12)

盈利预测与估值

根据对公司基本面分析，我们认为公司各项业务进展顺利，对 2015-2017 年公司主营业务的预测如下：

- （1） 预计公司原料药、制剂等业务平稳增长，年复合增长率能够大致维持往年增速水平并略有提升；
- （2） 预计未来肠胃康、紫杉醇等重点新特药品种收入快速增长；
- （3） 预计人工耳蜗 2016 年将重新开始贡献部分收入及利润；
- （4） 预计重庆亚德能够完成业绩承诺。

表 1：公司业务分拆收入预测（百万元）

	2014A	2015E	2016E	2017E
总计				
营业收入	1,384.75	1813.28	2342.22	3101.62
YoY	31.88%	30.95%	29.17%	32.42%
营业成本	791.99	1,039.46	1,333.50	1,756.82
毛利率	41.04%	40.90%	41.31%	41.61%
原料药及中间体				
收入	418.47	564.93	762.66	1,029.59
yoy	73.86%	35.00%	35.00%	35.00%
成本	366.17	494.32	663.52	895.75
毛利率	12.50%	12.50%	13.00%	13.00%
头孢制剂系列				
收入	401.15	461.32	535.13	626.11
yoy	16.31%	15.00%	16.00%	17.00%
成本	211.44	239.89	267.57	306.79
毛利率	47.29%	48.00%	50.00%	51.00%
其他普药及头孢				
收入	309.76	371.71	464.64	604.03
yoy	19.39%	20.00%	25.00%	30.00%
成本	170.79	204.44	255.55	332.22
毛利率	44.86%	45.00%	45.00%	45.00%
肠胃康				
收入	186.87	233.59	303.66	409.95
yoy	25.18%	25.00%	30.00%	35.00%
成本	29.65	42.05	54.66	73.79
毛利率	84.13%	82.00%	82.00%	82.00%
紫杉醇				

	2014A	2015E	2016E	2017E
收入	21.15	26.44	34.37	46.40
yoy	22.47%	25.00%	30.00%	35.00%
成本	9.69	15.86	20.62	27.84
毛利率	54.18%	40.00%	40.00%	40.00%
人工耳蜗				
收入		10.00	20.00	40.00
yoy		100.00%	100.00%	100.00%
成本		2.00	3.40	6.80
毛利率		80.00%	83.00%	83.00%
重庆亚德				
收入		90.91	151.52	252.53
yoy			66.67%	66.67%
成本		40.91	68.18	113.64
毛利率		55.00%	55.00%	55.00%

数据来源: Wind, 西南证券

综上所述,我们预计公司 2015-2017 年的公司营业收入增速分别为 30.95%、29.17%和 32.42%。预计公司 2015-2017 年 EPS 分别为 0.46 元、0.61 元、0.81 元,对应市盈率为 45 倍、34 倍、26 倍。维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	现金流量表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	1384.75	1813.28	2342.22	3101.62	净利润	170.61	266.69	349.88	468.39
营业成本	791.99	1071.60	1374.72	1811.13	折旧与摊销	47.04	103.73	103.73	103.73
营业税金及附加	13.89	18.49	24.19	31.75	财务费用	74.83	5.21	-3.22	-4.40
销售费用	195.42	306.38	383.64	501.65	资产减值损失	17.42	0.00	0.00	0.00
管理费用	119.77	166.10	213.59	280.84	经营营运资本变动	-99.60	-37.21	61.53	-85.48
财务费用	74.83	5.21	-3.22	-4.40	其他	-195.32	-18.36	-20.55	-30.33
资产减值损失	17.42	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	14.98	320.07	491.38	451.91
投资收益	6.45	22.00	20.00	30.00	资本支出	-236.18	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	472.52	22.00	20.00	30.00
其他经营损益	0.00	35.51	35.51	35.51	投资活动现金流净额	236.35	22.00	20.00	30.00
营业利润	177.88	303.01	404.81	546.16	短期借款	-163.70	-235.30	0.00	0.00
其他非经营损益	28.36	18.80	20.26	21.12	长期借款	181.00	0.00	0.00	0.00
利润总额	206.23	321.80	425.07	567.29	股权融资	2.76	0.00	0.00	0.00
所得税	35.62	55.12	75.19	98.89	支付股利	-24.76	-42.95	-66.64	-87.26
净利润	170.61	266.69	349.88	468.39	其他	-16.16	-62.25	3.22	4.40
少数股东损益	7.83	14.10	19.14	24.65	筹资活动现金流净额	-20.86	-340.50	-63.43	-82.86
归属母公司股东净利润	162.78	252.59	330.74	443.75	现金流量净额	230.68	1.56	447.95	399.05
资产负债表（百万元）	2014A	2015E	2016E	2017E	财务分析指标	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	953.75	955.31	1403.26	1802.31	成长能力				
应收和预付款项	731.22	1061.69	1341.31	1778.15	销售收入增长率	31.59%	30.95%	29.17%	32.42%
存货	281.95	377.85	486.31	642.00	营业利润增长率	49.38%	70.35%	33.60%	34.92%
其他流动资产	19.64	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	67.64%	56.31%	31.19%	33.87%
长期股权投资	84.35	84.35	84.35	84.35	EBITDA 增长率	39.47%	37.44%	22.67%	27.74%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	828.39	753.21	678.03	602.85	毛利率	42.81%	40.90%	41.31%	41.61%
无形资产和开发支出	406.17	377.84	349.50	321.17	三费率	28.17%	26.34%	25.36%	25.09%
其他非流动资产	367.91	367.69	367.48	367.26	净利率	12.32%	14.71%	14.94%	15.10%
资产总计	3673.37	3977.94	4710.24	5598.09	ROE	9.87%	13.66%	15.65%	17.90%
短期借款	235.30	0.00	0.00	0.00	ROA	4.64%	6.70%	7.43%	8.37%
应付和预收款项	333.10	501.00	642.16	833.80	ROIC	16.78%	17.99%	24.48%	33.80%
长期借款	181.00	181.00	181.00	181.00	EBITDA/销售收入	21.65%	22.72%	21.57%	20.81%
其他负债	1195.48	1343.96	1651.85	1966.94	营运能力				
负债合计	1944.88	2025.95	2475.01	2981.74	总资产周转率	0.39	0.47	0.54	0.60
股本	495.19	545.34	545.34	545.34	固定资产周转率	2.52	3.16	4.70	7.34
资本公积	702.71	652.56	652.56	652.56	应收账款周转率	6.82	6.91	6.57	6.71
留存收益	427.83	637.47	901.57	1258.06	存货周转率	2.68	3.23	3.16	3.19
归属母公司股东权益	1625.97	1835.37	2099.47	2455.96	销售毛利率/净利率	69.69%	—	—	—
少数股东权益	102.52	116.61	135.75	160.40	资本结构				
股东权益合计	1728.49	1951.99	2235.22	2616.36	资产负债率	52.95%	50.93%	52.55%	53.26%
负债和股东权益合计	3673.37	3977.94	4710.24	5598.09	带息债务/总负债	46.95%	33.46%	27.39%	22.73%
					流动比率	1.59	1.80	1.82	1.85
					速动比率	1.37	1.52	1.55	1.57
					股利支付率	15.21%	17.00%	20.15%	19.66%
业绩和估值指标	2014A	2015E	2016E	2017E	每股指标				
EBITDA	299.74	411.95	505.33	645.49	每股收益	0.30	0.46	0.61	0.81
PE	69.61	44.86	34.26	25.54	每股净资产	3.17	3.58	4.10	4.80
PB	6.56	5.81	5.07	4.33	每股经营现金	0.03	0.59	0.90	0.83
PS	8.18	6.25	4.84	3.65	每股股利	0.05	0.08	0.12	0.16
EV/EBITDA	33.16	25.95	20.27	15.25					
股息率	0.22%	0.38%	0.59%	0.77%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，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，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

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

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本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。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，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。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

邮箱：research@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 楼

邮编：100033

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

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

上海地区

蒋诗烽（地区销售总监）

021-68415309

18621310081

jsf@swsc.com.cn

罗月江

021-68413856

13632421656

lyj@swsc.com.cn

赵慧妍

021-68411030

13681828682

zhhy@swsc.com.cn

北京地区

赵佳（地区销售总监）

010-57631179

18611796242

zjia@swsc.com.cn

陆铂锡

010-57631175

13520109430

lbx@swsc.com.cn

曾毅

010-57631077

15810333856

zengyi@swsc.com.cn

深圳地区

刘娟（地区销售总监）

0755-26675724

18665815531

liuj@swsc.com.cn

张婷

0755-26673231

13530267171

zhangt@swsc.com.cn

任骁

0755-26820395

18682101747

rxiao@swsc.com.cn

罗聪

0755-26892557

15219509150

luoc@swsc.com.cn

傅友

0755-26833581

13691651380

fuy@swsc.com.cn