

海南海药 (000566)

买入/首次评级

股价: RMB27.8

分析师

周煥
SAC 执业证书编号:S1000510120036
(0755)8249 2072
zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

朱建华
(0755)8212 5071
zhujh@mail.htlhsc.com.cn

张金涛

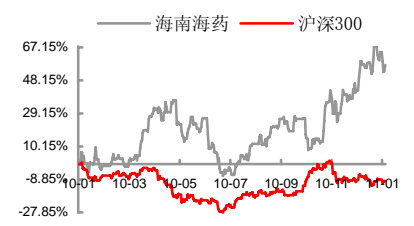
(0755)8320 1063
zhangjt@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	213
流通 A 股 (百万股)	213
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	5,917

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

海潮澎湃 声声入耳

摆脱历史羁绊 步入正常化发展轨道: 海南海药是我国传统的医药制造企业, 2002 年南方同正入主之后, 通过构建销售体系, 加强研发等举措带领公司度过重组等历史因素所带来的困难时代, 使公司步入蒸蒸日上的发展轨道。

完备产业链 赢得头孢工艺先机: 以头孢西丁和头孢唑肟为代表的头孢类抗生素是公司的优势业务, 公司建设中的酶法 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸将完善公司的产业链, 同时使在替代化学工艺的道路上占得先机。

天然紫杉醇 稳健前行: 我国恶性肿瘤发病率逐年升高, 公司以红豆杉资源为基础, 提取的天然紫杉醇对乳腺癌、卵巢癌及非小细胞肺癌疗效确切, 在紫杉醇类药物的竞争中将占据价格高峰, 正进行紫杉醇纳米制剂和多西他赛的研究, 使公司抗癌药物的发展将更加稳健。

海潮澎湃, 声声入耳: 作为目前唯一的耳蜗生产厂家, 在国家政策的推动下, 力声特将突破人工耳蜗市场的价格瓶颈, 成为打开人工耳蜗 400 亿市场的钥匙。凭借价格和推广优势, 我们认为力声特将成为国内最大的人工耳蜗生产厂家, 在人工耳蜗市场分得最大的一块蛋糕。我们建立现金流折现估值模型, 按照海南海药持有 51% 的力声特股权计算, 人工耳蜗将为海药带来 11.78 元每股的价值提升空间。

盈利预测及投资评级: 我们预计公司 2010~2012 年 EPS 为 0.18 元、0.56 元和 0.66 元。其中, 人工耳蜗 2011 和 2012 年分别销售 400 和 800 台, 贡献 EPS 为 0.014 元和 0.029 元。看好人工耳蜗的蓝海市场, 我们首次覆盖给予“增持”评级。

风险提示: 药品价格大幅下降; 人工耳蜗批文获批时间晚于预期

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	517.2	537.0	708.0	923.0
(+/-%)	33.8	3.8	31.8	30.4
归属母公司净利润(百万元)	65.6	38.0	118.0	140.0
(+/-%)	53.5	-42.1	210.5	18.6
EPS(元)	0.31	0.18	0.56	0.66
P/E(倍)	90.2	158.1	50.5	42.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资要点:	4
投资建议:	4
核心假设:	4
与市场预期差异之处	4
股价变动催化剂:	4
核心假设风险	4
新海药“轻装上阵”	5
医疗器械新贵	5
完备抗生素产业链 赢得工艺替代先机	6
酶法工艺, 打造完备产业链	6
产能提升助力快速增长	7
美罗培南增长可期	7
紫杉醇 坚持天然 迈向高端	8
新产品值得期待	9
新医改推动市场扩容	10
海潮澎湃 声声入耳	10
人工耳蜗—重度听力损伤的唯一解决方案	11
被价格压制的巨大市场	11
政策给“力”, “声”学优势, 价格独“特”	12
首家面世 赢得先机	15
盈利预测及估值	17
风险提示	18

图表目录

图 1 医药工业分类清晰.....	5
图 2 抗生素与新特药平分秋色.....	5
图 3 力声特加盟海药.....	5
图 4 公司营业收入将重拾升势.....	6
图 5 抗生素业务开始反转.....	6
图 6 7-ACCA 价格走势.....	7
图 7 7-ANCA 价格走势.....	7
图 8 美罗培南用药金额迅速增加.....	8
图 9 美罗培南原料出口持续增长.....	8
图 10 紫杉醇和多西他赛居前两位.....	9
图 11 多西他赛和紫杉醇居抗肿瘤用药份额前两位.....	9
图 12 个人卫生费用支付比例持续下降.....	10
图 13 新医改已惠及 12 亿人口.....	10
图 14 近五年恶性肿瘤发病率迅速升高.....	10
图 15 乳腺癌和卵巢癌发病率处于高位.....	10
图 16 0~4 岁重度和极重度耳听患者比例高企.....	12
表格 1 头孢唑肟和头孢西丁为小头孢中的一线品种.....	7
表格 2 耳聋程度分类.....	11
表格 3 听力障碍解决方案.....	11
表格 4 人工耳蜗市场测算.....	12
表格 5 人工耳蜗救助政策.....	13
表格 6 不同人工耳蜗技术性能比较.....	14
表格 7 不同人工耳蜗技术性能比较.....	15
表格 8 力声特赢得时间优势.....	15
表格 9 人工耳蜗对海南海药收入贡献.....	16
表格 10 人工耳蜗价值测算.....	17
表格 11 公司主营业务收入预测表.....	18

投资要点:

投资建议:

我们认为,公司的抗生素业务处于健康发展的状态,且更具产业链优势,并且不断向上游拓展,其 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸的酶法工艺在淘汰化学合成法的同时也完备了公司的产业链。紫杉醇具有稳定的药材红豆杉资源优势,正进行紫杉醇纳米制剂和多西他赛的研究使公司抗癌药物的发展将更加稳健。

在公司顺利增资力声特的假设下,我们认为作为国内唯一一家可以实现人工耳蜗量产的企业,力声特凭借价格和渠道优势,将成为打开国内被抑制的人工耳蜗市场的钥匙,人工耳蜗市场成为公司发展的新蓝海。

预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.17 元、0.56 元和 0.66 元,考虑到:

1. 390 吨酶法 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸生产工艺在完善公司产业链的同时,也将淘汰化学合成法;
2. 美罗培南原料药及制剂将为公司增加新的利润增长点;
3. 力声特人工耳蜗为公司业务增加更广阔的增长动力。

我们认为目前公司价值尚未得到市场充分认识,首次覆盖给予“增持”评级

核心假设:

1. 抗生素及其他业务 2010~2012 年收入增长分别为 2%、35%、35%,毛利率因生产线稳定运行保持稳定,分别为 22%、25%和 24%。
2. 假设新特药收入 2010~2012 分别增长 6%、20%、20%,毛利率保持稳定,分别为 50%、55%和 54%。
3. 假设 2011 年公司顺利对上海力声特进行增资并顺利投产,2011~2012 年人工耳蜗分别销售 400、800 套,分别为公司贡献 2400 万和 4800 万收入,EPS 分别贡献 0.014 元和 0.029 元。

与市场预期差异之处

在酶法 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸项目的推动下,公司的抗生素业务将保持高速增长。

重听儿童是需求最强烈的市场,但成人存量市场更大,也将是公司前期重点开拓的市场。在效果与进口人工耳蜗一致的情况下,公司人工耳蜗的价格优势将凸显。

股价变动催化剂:

1. 人工耳蜗获得国家食品药品监督管理局批准投产。
2. 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸顺利投产。

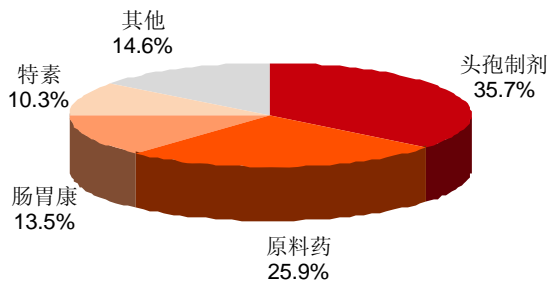
核心假设风险

1. 药品价格出现较大幅度下降;
2. 人工耳蜗获批时间慢于预期。

新海药“轻装上阵”

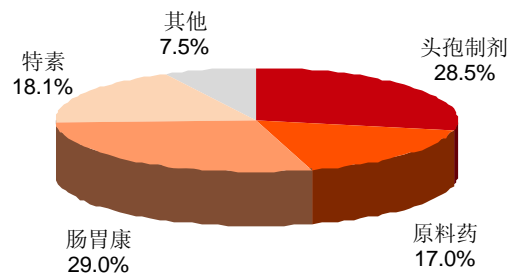
海南海药是我国传统的医药制造企业，2002 年南方同正入主之后，通过构建销售体系，加强研发等举措带领公司度过重组等历史因素所形成的困难时代，使公司步入蒸蒸日上的发展轨道。目前以肠胃康、紫杉醇为代表的特药和以头孢原料及制剂为代表的普药产品是公司的两大“当家花旦”，2009 年公司实现营业收入 5.17 亿元，新特药业务和抗生素业务各占半壁江山。

图 1 医药工业分类清晰



数据来源：公司 2010 年半年报，华泰联合证券研究所

图 2 抗生素与新特药平分秋色

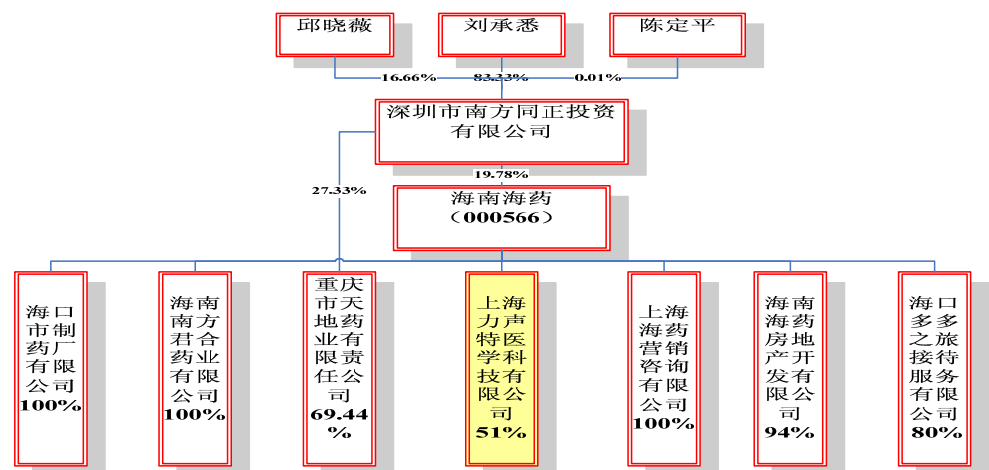


数据来源：公司 2010 年半年报，华泰联合证券研究所

医疗器械新贵

公司筹备非公开发行，拟向上海力声特医学科技有限公司增资 1.67 亿元用于人工耳蜗扩建工程。上海力声特将是国内唯一一家实现“多道程控人工耳蜗”量产的企业，有望打破国外企业对国内人工耳蜗市场的垄断。项目达产后可年产 10000 套人工耳蜗，力声特的加入给海药注入了新的增长动力。

图 3 力声特加盟海药

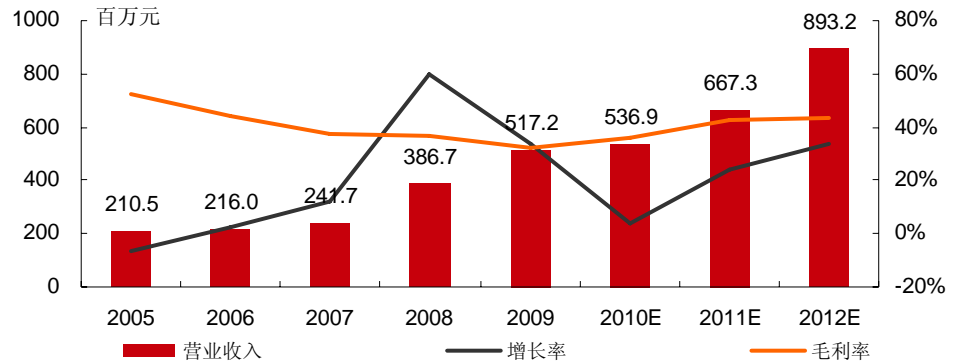


资料来源：2009 年年报，非公开发行预案，华泰联合证券研究所

注：上海力声特尚未加入海南海药，公司要在非公开发行募集资金之后才能增资力声特，目前已取得上海市发改委备案意见，公司能否取得力声特股权仍存在一定的风险。

根据公司的人工耳蜗申报进度和相关政策规定，我们认为 2011 年上半年获得国家药监局批准将是大概率事件，在非公开募项目顺利实施后，人工耳蜗将成为公司业绩增长的又一驱动力。

图 4 公司营业收入将重拾升势

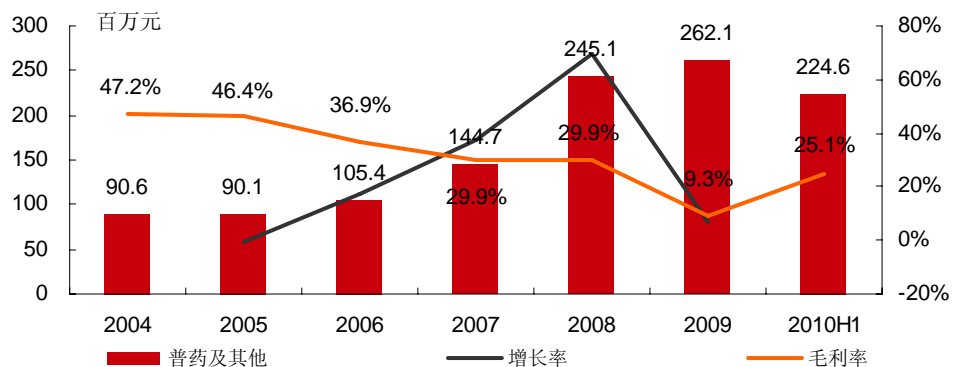


数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

完备抗生素产业链 赢得工艺替代先机

2005~2009 公司抗生素及其他产品收入复合增长率达到 30%。考虑到头孢中间体项目将完善公司的产业链，并贡献新的利润增长点；以美罗培南为代表的碳青霉烯类抗生素临床用药迅速增加。我们忽略 2010 年突发因素对公司造成的短期影响，我们认为公司的抗生素业务将会迎来一个新的快速增长时期。

图 5 抗生素业务开始反转

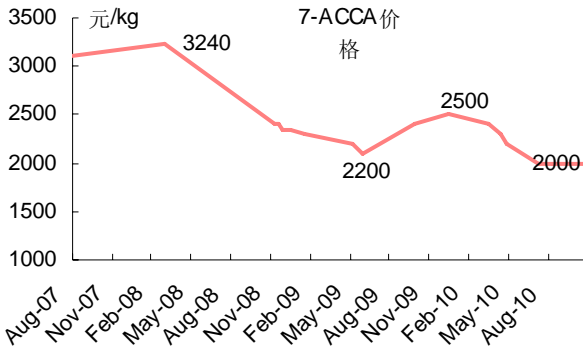


数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

酶法工艺，打造完备产业链

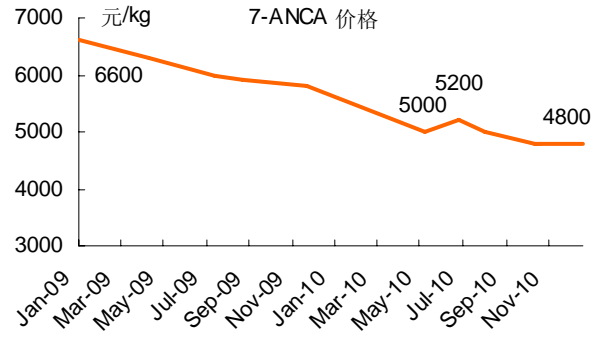
7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸是头孢西丁等抗生素的关键中间体。7-ACCA 和 7-ANCA 相对于 7-ACA 需求量较小，但其价格分别为 2000 元/kg 和 4800 元/kg，远高于 7-ACA 的 900 元/kg。随着环保要求的提高，绿色酶法工艺将会替代合成工艺。

图 6 7-ACCA 价格走势



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

图 7 7-ANCA 价格走势



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

公司对天地药业增资用以生产头孢中间体 7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸。达产后公司将具有 390 吨的头孢中间体产能，不仅可以为核心产品头孢西丁、头孢唑肟提供原料，同时达产后预计可为公司带来超过 8 亿的销售收入。公司头孢类抗生素产业链的完善，将具备更好的抗风险能力，并形成良性循环。

产能提升助力快速增长

2010 年 6 月火灾使公司一条头孢粉针生产线受损，所以当年的生产、销售将受到影响。公司按照欧盟 GMP 标准新建头孢制剂生产线，并将产能扩至原来的 2 倍。

公司具有近 20 种头孢类抗生素、超过 30 种抗生素，产品储备丰富。公司的重点品种头孢西丁和头孢唑肟属于小头孢，而“小头孢”类抗生素由于独特的临床疗效及较少的副作用，医院用量迅速提升。我们认为公司作为头孢西丁的首仿企业和头孢唑肟的第二家仿制企业，先发优势明显，在新建生产线投产后会有更加快速增长。

表格 1 头孢唑肟和头孢西丁为小头孢中的一线品种

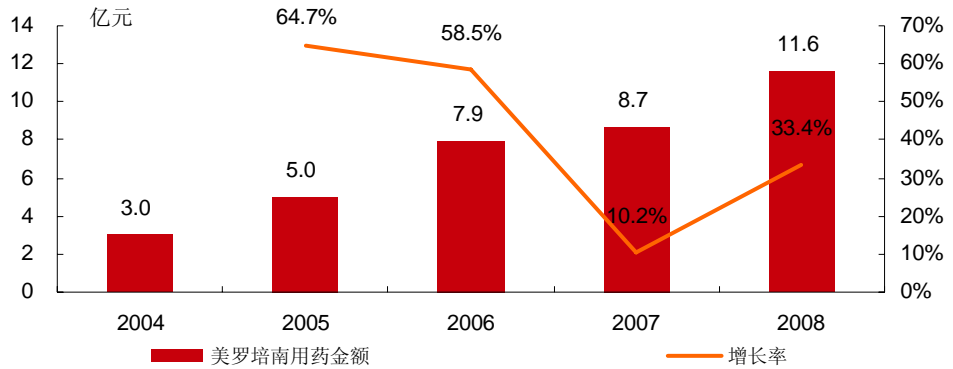
排名	化学名	代别	份额
1	头孢替安	第二代	8.09%
2	头孢米诺	第三代	7.48%
3	头孢孟多	第二代	6.68%
4	头孢呋辛	第二代	6.22%
5	舒巴坦钠/头孢哌酮钠	内酰胺酶抑制剂/第三代头孢	5.81%
9	头孢唑肟	第三代	4.53%
12	头孢西丁	第二代	3.65%

数据来源：SFDA 南方所，华泰联合证券研究所

美罗培南增长可期

碳青霉烯类抗生素是在 20 世纪 80 年代问世的新一代抗生素，具有抗菌谱广、抗菌活性强的特点，目前我国仅有 6 个此类药物上市。美罗培南自 2004 年进入国家医保乙类目录后，用药金额快速增长，现已成为培南类药物的领头羊。据华源医药网统计，2004~2008 年美罗培南样本医院临床用药复合增长率达到 40%，并且仍在不断增长。

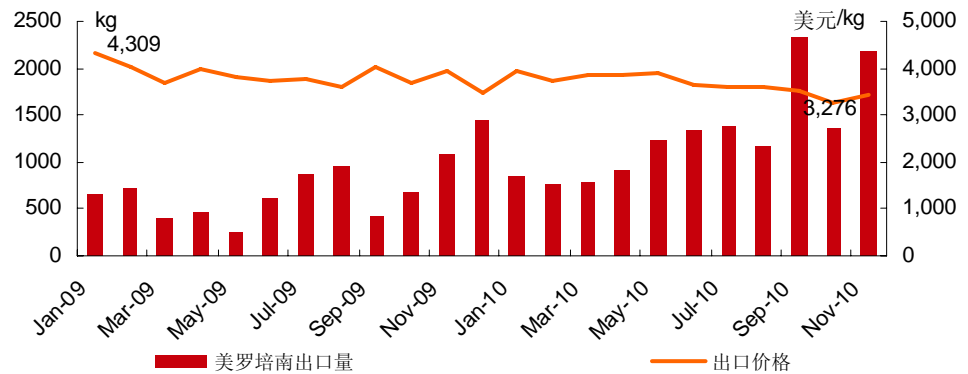
图 8 美罗培南用药金额迅速增加



数据来源：华源医药网，华泰联合证券研究所

公司 2009 年获得美罗培南原料和制剂的生产批件，制剂已于 2010 年开始销售。据 22 家样本医院统计数字显示，2010 年 1~3 季度公司已占有 0.4% 的份额。同时，公司在重庆新建美罗培南原料药的生产线，我们认为有望在 2011 年年内建成并投产。

图 9 美罗培南原料出口持续增长



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

美罗培南对大多数 β -内酰胺酶具有较强的稳定性，随着抗生素耐药性的日趋严重，美罗培南市场规模将不断扩大。2010 年 1~11 月出口量增长达到 100%，出口金额增长达到 87%，市场增长强劲。公司美罗培南原料药生产线建成后将成为公司另一利润增长点。

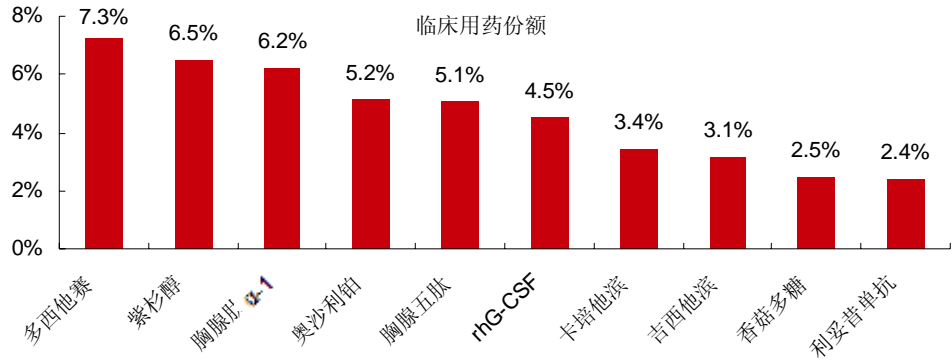
紫杉醇 坚持天然 迈向高端

癌症是仅次于心血管疾病的第二大死亡原因。据世界卫生组织统计，2005 年癌症死亡人数达 760 万，占全世界死亡人数的 13%，预计 2030 年死亡人数将达到 1200 万。2009 年全球癌症用药金额已达到 524 亿美元，为第一大类临床用药，并将持续增长。

新产品值得期待

紫杉醇和多西他赛（多烯紫杉醇）是医院抗肿瘤用药一线品种，对乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌等恶性肿瘤疗效确切，被誉为抗肿瘤药物研发史上的一个“里程碑”。在我国肿瘤用药市场中，紫杉醇和多西他赛位居前两位。

图 10 紫杉醇和多西他赛居前两位

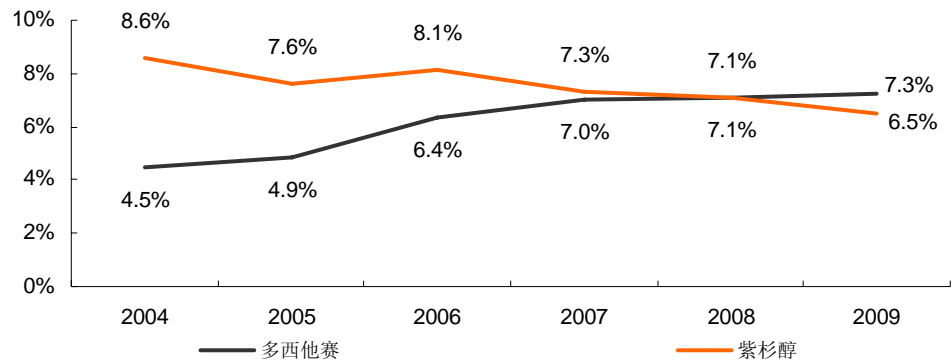


数据来源: SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所

紫杉醇是公司的当家花旦之一，公司在 09 年 22 家样本医院中占紫杉醇市场份额的 4.81%。公司在四川具有稳定的药材供应，具有显著的资源优势。此外正进行紫杉醇深入研究，如：紫杉醇纳米注射液，可以解决紫杉醇的溶解性问题；进行多西他赛的研发，进一步补充产品线。

多西他赛为半合成紫杉醇衍生物，对非小细胞肺癌、乳腺癌、卵巢癌效果确切。国际学术界对多西他赛的深入研究，发现多西他赛对前列腺癌、胰腺癌、胃癌、食管癌等实体肿瘤均显示出一定活性，其潜在市场空间更加宽广。

图 11 多西他赛和紫杉醇居抗肿瘤用药份额前两位



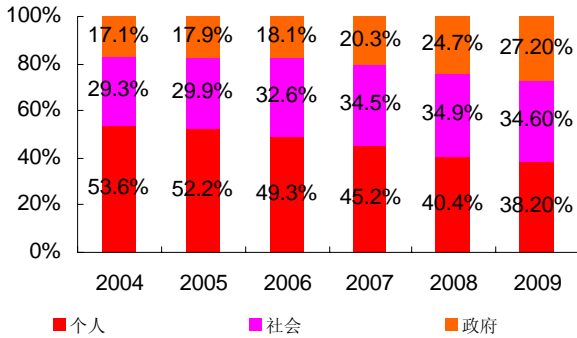
数据来源: SFDA 南方所, 华泰联合证券研究所

多西他赛临床用药金额迅速增长，2008 年超过紫杉醇成为抗肿瘤药市场第一品种。据 SFDA 南方所统计，多西他赛临床用药份额由 2004 年的 4.5% 迅速升至 2009 年的 7.3%，复合增长率超过 50%。公司已有紫杉醇销售渠道，多西他赛上市后将推动公司抗肿瘤药销售收入保持较高增长。

新医改推动市场扩容

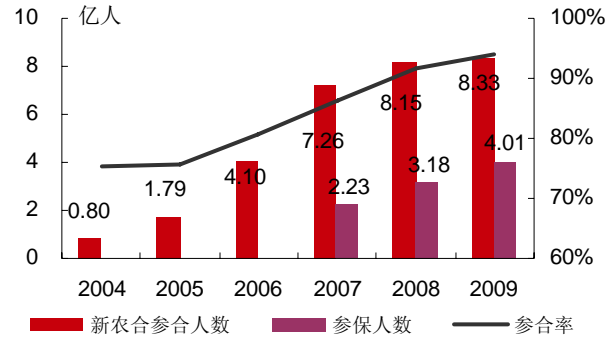
新医改已覆盖我国 90% 以上人口，而“十二五”期间工作重点之一将是提高医药费用的报销比例。随着患者医疗费用负担下降、人们对健康的重视，我国肿瘤用药市场将持续扩容。

图 12 个人卫生费用支付比例持续下降



数据来源：《2010 中国卫生统计年鉴》，华泰联合证券研究所

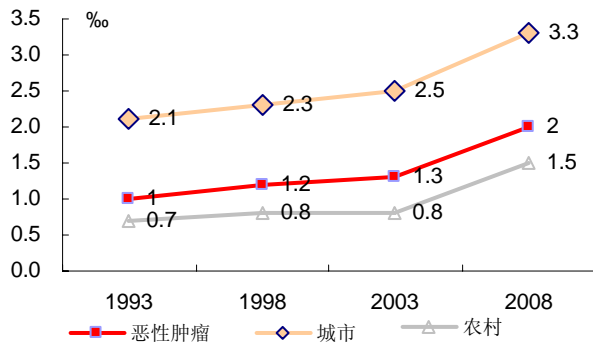
图 13 新医改已惠及 12 亿人口



数据来源：《2010 中国卫生统计年鉴》，华泰联合证券研究所

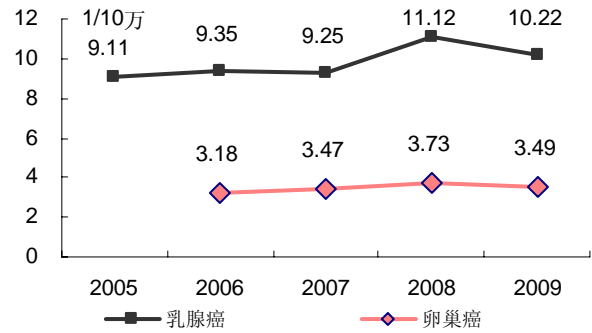
我国卫生部统计，在 2003~2008 年，我国恶性肿瘤发病率由 1.2‰ 迅速升至 2‰，按此估算，2008 年我国约有 267 万恶性肿瘤患者。乳腺癌和卵巢癌是女性最常见的癌症，据此估算，每年将新增 4.4 万乳腺癌和 1.5 万卵巢癌患者。人口老龄化、城镇化以及生活压力的增大，我国恶性肿瘤患者仍会继续增加。

图 14 近五年恶性肿瘤发病率迅速升高



数据来源：《2010 中国卫生统计年鉴》，华泰联合证券研究所

图 15 乳腺癌和卵巢癌发病率处于高位



数据来源：《2010 中国卫生统计年鉴》，华泰联合证券研究所

海潮澎湃 声声入耳

在海南海药增发收购上海力声特顺利推进的假设下，我们认为作为国内唯一量产的人工耳蜗生产企业，公司将充分享受国内的重度耳聋市场，力声特的高成长性，将为海南海药注入巨大的盈利驱动力。我们建立现金流折现模型测算，力声特的加盟将为海药带来约 11.78 元/股的价值提升空间。

人工耳蜗—重度听力损伤的唯一解决方案

一般认为语言频率平均听阈在 26dB 以上，即有听力障碍，听力损失在 70dB 以内的成为中听，超过 70dB 的称为聋，大于 80dB 的就是重度和极重度耳聋患者。



表格 2 耳聋程度分类

耳聋程度	听阈	表现
听力残疾四级	41 ~ 60dB	听觉系统的结构和功能中度损伤，在无助听设备帮助下，在理解和交流等活动中轻度受限
听力残疾三级	61 ~ 80dB	听觉系统的结构和功能中重度损伤，在无助听设备帮助下，在理解和交流等活动中中度受限
听力残疾二级	81 ~ 90dB	听觉系统的结构和功能重度损伤，在无助听设备帮助下，在理解和交流等活动中重度受限
听力残疾一级	>90dB	听觉系统的结构和功能方面极重度损伤，在无助听设备帮助下，不能依靠听觉进行言语交流，在理解和交流等活动中极度受限

资料来源：第二次全国残疾人调查标准，华泰联合证券研究所整理

耳聋按照发病部分分为传导性聋、感音神经性聋和混合性聋。对于传导性聋主要通过手术治疗，严重患者则通过佩戴助听器治疗。对于感音神经性聋和混合性聋在耳蜗毛细胞未严重受损的情况下，采用佩戴助听器的方式治疗，对于听力严重受损的重度及以上耳聋患者，由于耳蜗毛细胞严重受损，助听器基本失效，因此植入人工耳蜗成为重度耳聋患者恢复听力的主要方式。

表格 3 听力障碍解决方案

产品	原理	适用人群
助听器 	声音信号转变为电信号，电信号转变为放大后的声音信号，需要患者拥有残存的听力能力	40 ~ 90dB 建议配用
人工耳蜗 	声音信号转变为电信号直接刺激听神经	重度和极重度耳聋患者

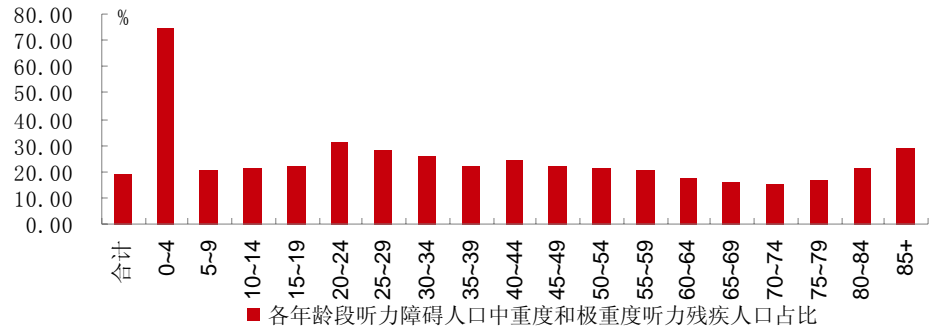
资料来源：华泰联合证券研究所

被价格压制的巨大市场

我国 2006 年第二次残疾人抽样调查测算，目前我国听力残疾约有 2004 万人，占残疾人总数的 24.16%，是我国第二大残疾人群。而重度和极重度听力残疾人约占听力残疾人总数的 19.11%，受到遗传等因素的影响，我国 0~4 岁听力障

碍人群中重度及以上患者占比达到 74%，大量的重听患者为人工耳蜗创造了巨大的需求市场。

图 16 0~4 岁重度和极重度耳听患者比例高企



资料来源：华泰联合证券研究所

人工耳蜗市场分为儿童市场和成人市场两类，在婴儿成长过程中，脑容量不断增加，语言能力增强，是学习语言的黄金时期，因此重度和极重度听力障碍儿童是人工耳蜗重听市场的重要需求；成人市场大量的重度听力障碍患者使其成为人工耳蜗的最大市场。我们对国内人工耳蜗市场进行测算，15 岁以下儿童市场约为 27 亿元，16~55 岁市场达到 424 亿元。

表格 4 人工耳蜗市场测算

	0~15 岁	16~35 岁	36~55 岁	56+
需植入人工耳蜗人数(万人)	4.5	12.1	58.7	307.7
国产人工耳蜗单价预测(万元)	6	6	6	6
市场容量(亿元)	27	72.6	352.2	1846.2

资料来源：中国残疾人联合会，华泰联合证券研究所

注：对于儿童市场存在另外一种观点，每年新增重度及以上听力障碍儿童约 2.37 万人。具体容量测算为：1600（新生儿量）*2‰（新生儿中聋儿比例）*74%（0~4 岁重度及以上听力障碍比例）=2.37 万人。

进口人工耳蜗 20 万左右的安装和治疗费用，而 2006 年第二次全国残疾人抽样调查数据显示，我国有残疾人家庭户人均收入约为 3002 元，因此高额的费用成为限制人工耳蜗推广的“魔咒”。

政策给“力”，“声”学优势，价格独“特”

我们认为在政策逐步体现出支持人工耳蜗推广的趋势下，具有与进口耳蜗旗鼓相当水平的力声特，借助价格和渠道优势，将启动人工耳蜗市场的进口替代过程，成为高端医疗器械市场的又一个“血管支架”。

政策推出 缓解魔咒

我国人工耳蜗市场处于起步阶段，相关的政策逐步推出，缓解了人工耳蜗的费用魔咒，成为国内人工耳蜗推广的驱动力。

表格 5 人工耳蜗救助政策

地区	救助对象	救助额度
全国	新生儿	到 2015 年新生听力障碍儿童助听器配戴（含人工耳蜗植入）率达 90%
全国	儿童	2009~2011 年为 1500 名救助对象植入人工耳蜗
北京	0~7 岁	经评估符合植入人工电子耳蜗条件的，按照实际费用给予一次性补助
天津	享受天津市城乡最低生活保障和特困救助家庭	政府负担耳蜗产品购置费用最高 15 万元，术后康复训练费用 1 万元
成都	儿童	给予患儿每只人工耳蜗 1.6-6.4 万元的购买补贴，为每位术后聋儿免费提供 1.4 万元的言语康复训练
集美	中低收入家庭，0~10 岁	补助手术费及训练费等共 2 万元；聋儿自费植入人工耳蜗的，每人补助 3 万元
苏州	0~18 岁	术后一次性补助 18 万
上海	0~60 岁	补助 6 万元，低保家庭全额报销
青岛	儿童	农村 15 万元；低保边缘 12 万元，其他 8 万元

资料来源：华泰联合证券研究所整理

声学技术 旗鼓相当

人工耳蜗市场主要被澳大利亚 Cochlear（最早研制生产人工耳蜗、最适合做手术）、美国 Advanced Bionics（最新的植入技术）和奥地利 MED-EL（刚刚取得 FDA 认证）3 家公司的产品所占有。目前复旦大学附属眼耳鼻喉科医院在王正敏院士主持下的人工耳蜗有望使上海力声特成为国内唯一一家能够量产人工耳蜗的企业。从技术性能上看，力声特的人工耳蜗与进口产品处于旗鼓相当的水平。

表格 6 不同人工耳蜗技术性能比较

性能指标	澳大利亚 Cochlear 公司	美国 Advanced Bionics 公司	奥地利 MED-EL 公司	上海力声特
产品型号	Nucleus 24Contour	CII、HiRes 90K	COMBI 40+	-
电极通道数	22	16	12	22
电极形状	圆环、锥形 0.5-0.8mm、直/预弯 电极	平板电极、-、 预弯电极	圆环、锥形 0.5-1.3mm、直 电极	圆环、直桶形 0.6mm、直电极
电极形式	单电极、双电极	单电极	单电极、双电极	单电极、双电极
电极有效长度	15mm	NA	27.4mm	17.6mm
植入装置厚度	6.9mm	5.5mm (90K)	4mm	6mm
植入装置重量	9.5g	-	-	8.8g
植入装置外壳	钛	陶瓷 (CII)、合 金	陶瓷	钛 (陶瓷)
遥测功能	有	-	-	有
言语编码策略	SPEAK, CIS 以及 ACE	Hires-S、 Hires-P、CIS、 MPS	CIS	采用准锁相技术 +CIS、 SPEAK 等
语音处理信号带宽	-	8KHz	-	8KHz
刺激速率	-	83000Hz	18000Hz	20000Hz
音频动态范围	-	80dB	-	80dB

资料来源：华泰联合证券研究所

价格优势打破魔咒

力声特产品相对于全球三大龙头，价格约是进口产品的 1/3，拥有国家重点支持的学科优势和大量患者所提供的东方人种和汉语语言优势，与复旦大学附属眼耳鼻喉医院、上海长征医院及许多省级五官专科医院建立的合作关系，在产品力推向市场之后声特的价格、研发、推广优势将凸显，将为人工耳蜗市场带来一个高速发展期。

表格 7 不同人工耳蜗技术性能比较

	价格	研发	推广
美国	总费用平均在 1.5 万~4 万 美元	NA	NA
中国（进口）	18 万	英语语系	三大公司面对少量医院
中国（力声特）	5~8 万（包含后续费用）	汉语语系 国家重点学科、 卫生部听觉医学重点 实验室，我国最大的 五官科医院	与复旦大学附属眼耳鼻喉医院、上海长征医院及许多省级五官专科医院建立合作关系

资料来源：非公开发行可行性研究报告，华泰联合证券研究所

首家面世 赢得先机

目前国内正在进行临床试验的人工耳蜗是上海力声特和杭州诺尔康，二者技术上差异较小，力声特临床试验结束，正在申请批文；诺尔康正在进行临床试验，因此力声特有望率先推向市场，占得先机。

表格 8 力声特赢得时间优势

	力声特	诺尔康
植入体		CS-10A
电极长度	17.6mm	20.4mm
电极通道数	22	24
临床进度	结束	正在进行

资料来源：诺尔康网站，华泰联合证券研究所

我们预计公司将于 2011 年取得生产批文，正式开始销售。按照力声特 2011 年 2012 年销售 400 套、800 套测算，处于初步推广期的人工耳蜗为海南海药带来的 EPS 增厚作用较弱。但是面对巨大的人工耳蜗市场，考虑到现有竞争对手情况，我们认为人工耳蜗市场未来会形成类似于血管支架的竞争格局，作为人工耳蜗市场的第一个国产企业，我们认为力声特极有可能成长为国内人工耳蜗市场的龙头老大。

表格 9 人工耳蜗对海南海药收入贡献

	2011 年	2012 年
销售量 (套)	400	800
价格 (万元)	6	6
收入 (万元)	2400	4800
利润率 (%)	23.8	25.2
净利润 (万元)	571	1210
海南海药份额	291.21	617.10
EPS	0.014	0.029

资料来源：华泰联合证券研究所

我们考虑公司产能和销售情况，在销售价格小幅下降的假设进行现金流折现估值，在全部顺利达产的情况下，假设永续增长率为 2%，得出人工耳蜗业务贡献每股价值 11.78 元。

关键假设：

1. 公司 2014 年达产 10000 套，2015 年销售量达到 10000 套
2. 2015 年之后公司结束高增长阶段，年增长率为 20%
3. 经营成本中不包括折旧和摊销
4. 折现系数 $r=1.09$
5. 2020 年之后公司进入永续增长阶段，永续增长率为 2%

表格 10 人工耳蜗价值测算

人 工 耳 蜗		2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	永续 阶段
现 金 流 入	销售数量 (套)	400	800	2000	6000	10000	12000	14400	17280	20736	24883	
	单价(万 元)	6	6	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	
	销售额(万 元)	2400	4800	11000	33000	55000	66000	79200	95040	114048	136857	
现 金 流 出	固定资产 投资	4000	4000	4000	3954							
	无形资产 更新改造 资金											
	流动资金	780										
	经营成本	840	1680	3850	11550	19250	23100	27720	33264	39917	47900	
	销售税金 及附加	120	240	550	1650	2750	3300	3960	4752	5702	6843	
	所得税	216	432	990	2970	4950	5940	7128	8554	10264	12317	
净 现 金 流 量	净现金流	-3556	-1552	1610	12876	28050	33660	40392	48470	58164	69797	
金 流 量	折现系数 (r=9%)	1	0.92	0.84	0.77	0.71	0.65	0.60	0.55	0.50	0.46	
量	净现金流 量现值	-3556	-1424	1355	9943	19871.3	21877	24084	26515	29191	32137	468277
	人工耳蜗 价值	628270 (万元)										
	海药价值 增厚	11.78 (元)										

资料来源：华泰联合证券研究所测算

盈利预测及估值

我们对海南海药 2010~2012 年盈利进行预测，关键假设如下：

1. 假设抗生素及普药 2010~2012 年收入增长分别为 2%、35%、35%，毛利率因生产线稳定运行保持稳定，分别为 22%、25%和 22%。

2. 假设新特药收入 2010~2012 分别增长 6%、20%、20%，毛利率保持稳定，分别为 50%、55%和 54%。
3. 假设 2011 年公司顺利对上海力声特进行增资并顺利投产，2011~2012 年人工耳蜗分别销售 400、800 个，分别为公司贡献 2400 万和 4800 万收入。

表格 11 公司主营业务收入预测表

百万元		2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
普药及其	收入	245.13	262.07	267.31	360.87	487.18
他产品	YOY	69.39%	6.91%	2.00%	35.00%	35.00%
	毛利率	29.94%	9.28%	22.00%	25.00%	24.00%
新特药	收入	139.74	254.32	269.58	323.50	388.19
	YOY	44.05%	82.00%	6.00%	20.00%	20.00%
	毛利率	49.31%	55.62%	50.00%	55.00%	54.00%
人工耳蜗	收入				24	48
	YOY					100%
	毛利率				70%	70%
合计	收入	386.65	517.21	536.89	708.37	923.37
	YOY	59.96%	33.77%	3.81%	31.94%	30.35%
	毛利率	36.83%	32.15%	36.06%	40.22%	39.00%

数据来源：华泰联合证券研究所

风险提示

1. 由于 SFDA 对安全性要求严格，人工耳蜗获批时间有可能慢于预期，进而会使公司营销推广低于预期。
2. 国家有可能进一步降低药品价格，公司利润可能会受到影响。
3. 极端天气的等不可控因素会使公司正常生产运行受到影响。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	469	632	701	923	营业收入	517	537	708	923
现金	47	134	133	158	营业成本	351	343	423	563
应收账款	130	129	167	222	营业税金及附加	3	2	3	4
其他应收款	45	35	53	63	营业费用	54	80	79	102
预付账款	31	45	57	71	管理费用	37	38	35	56
存货	212	275	276	390	财务费用	14	18	20	18
其他流动资产	0	14	15	19	资产减值损失	5	4	0	0
非流动资产	376	433	435	422	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	5	15	11	13	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	201	211	215	208	营业利润	53	51	147	180
无形资产	158	162	165	168	营业外收入	0	6	15	15
其他非流动资产	0	45	43	33	营业外支出	0	7	4	4
资产总计	845	1065	1136	1345	利润总额	84	49	159	191
流动负债	214	396	331	379	所得税	13	7	24	29
短期借款	74	245	164	167	净利润	72	42	135	162
应付账款	68	81	96	126	少数股东损益	6	4	17	23
其他流动负债	0	70	72	85	归属母公司净利	66	38	118	140
非流动负债	185	181	183	182	EBITDA	68	88	188	220
长期借款	175	175	175	175	EPS (元)	0.31	0.18	0.56	0.66
其他非流动负	2	7	8	8					
负债合计	400	578	514	561	主要财务比率				
少数股东权益	54	59	76	98	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	211	211	211	211	成长能力				
资本公积	171	171	171	171	营业收入	33.8%	3.8%	31.9%	30.4%
留存收益	8	46	164	303	营业利润	17.3%	-4.8%	189.2	22.5%
归属母公司股	391	429	546	686	归属母公司净利	53.5%	-42.6%	213.3	18.4%
负债和股东权	845	1065	1136	1345	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	36.1%	40.2%	39.0%
					净利率(%)	12.7%	7.0%	16.6%	15.1%
					ROE(%)	16.8%	8.8%	21.6%	20.3%
					ROIC(%)	8.6%	7.7%	17.3%	17.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	47.3%	54.2%	45.3%	41.7%
					净负债比率(%)	115.82	72.66	65.81	60.91
					流动比率	2.19	1.59	2.12	2.44
					速动比率	1.20	0.90	1.28	1.41
					营运能力				
					总资产周转率	0.65	0.56	0.64	0.74
					应收账款周转率	4	0	4	4
					应付账款周转率	5.28	4.60	4.79	5.06
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.31	0.18	0.56	0.66
					每股经营现金流	0.37	-0.01	0.58	0.23
					每股净资产(最	2.09	2.03	2.59	3.25
					估值比率				
					P/E	90.21	158.13	50.48	42.63
					P/B	13.29	13.88	10.89	8.67
					EV/EBITDA	92	71	33	28

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn