

海南海药 (000566)

买入/维持评级

股价: RMB27.4

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@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

《海潮澎湃 声声入耳》2011-01-17

《未雨绸缪 迎接变革时代的狂欢》

2011-02-23

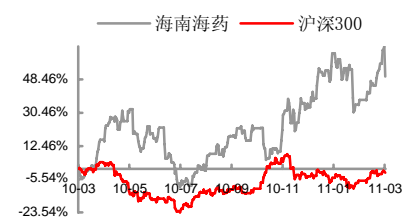
《业绩进入谷底 期待业绩反弹》

2011-02-28

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)	5,832

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

波浪来袭 稳如磐石

2011年3月7日, 发改委发布通知, 降低部分药品价格, 从3月28日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格, 共涉及162个品种, 近1300个剂型规格, 调整后的价格比现行规定价格平均降低21%。涉及到海南海药的主要药品包括阿莫西林、头孢克洛、头孢唑肟、美罗培南。

大部分药品处于限定价格之下。我们对比了海南海药中标价格和最高零售价, 大部分药品处于最高限价之下, 公司所受波及较弱。因此我们认为此次价格调整对海南海药影响较小。

中标状况反转趋势未变。海南海药相关药品的招标价格基本上都低于目前的限价价格, 仅有头孢唑肟在上海等地区, 美罗培南在四川等地区中标价格略超最高限价。但是此次降价对海南海药的影响仅仅是少数地区少数产品, 因此我们认为海南海药中标状况反转的趋势没有发生改变。

降价对业绩影响微弱。对照降价目录我们在假设海药相关产品出厂价下降10%的前提下, 此次降价影响海南海药2011年EPS为0.0077元, 影响极其微弱, 因此我们维持公司“买入”评级。

风险提示。此次未涉及的公司其他产品仍可能受药品降价影响; 非公开发行方案变动或发行受阻, 影响我们对公司的判断。

经营预测与估值

	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	613.2	1471.0	1901.0	2513.0
(+/-%)	18.6	139.9	29.2	32.2
归属母公司净利润(百万元)	33.5	149.0	191.0	258.0
(+/-%)	-48.9	344.5	28.2	35.1
EPS(元)	0.16	0.70	0.90	1.21
P/E(倍)	174.0	40.2	31.3	23.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

价格处于限价之下	4
中标反转趋势未该变	4
降价影响微弱	5
风险提示	5

图表目录

表格 1: 海南海药大部分药品未超过最高限价	4
表格 2: 海南海药超标药品及区域	4
表格 3: 相关药品出厂价变动对公司净利润影响分析	5

2011年3月7日,发改委决定从3月28日起降低部分主要用于治疗感染和心血管疾病的抗生素和循环系统类药品最高零售价格,共涉及162个品种,近1300个剂型规格。调整后的价格比现行规定价格平均降低21%。

价格处于限价之下

在目录中涉及海南海药的药品主要包括阿莫西林、头孢克洛、头孢唑肟、美罗培南,我们对比了海南海药的中标价格和最高零售价格,大部分药品规格的各地中标价格处于限价之下。

表格 1: 海南海药大部分药品未超过最高限价

药品	规格	最高限价(元)	海南海药最高中标价格(元)
美罗培南	0.5g	126	125.61
	0.25g	64.26	70.1
头孢唑肟	0.5g	22.7	22.28
	1g	38.6	32.69
	2g	65.6	NA
头孢克洛	0.125g*9袋	18.5	10.7
	0.25g*12s	26.7	24.8
阿莫西林	0.25*16	7.1	4.68

资料来源: 健康网, 发改委网站, 华泰联合证券研究所

注: 表格中仅列出了健康网上能够查询到的部分药品的价格对比

中标反转趋势未改变

我们对比了海南海药的各药品的中标结果以及最高限价之间的关系,仅有吉林、上海等少数几个省市,少数几个规格的药品中标价格超过最高限价,因此我们判断此次最高限价的推出未改变海南海药中标大幅改善的基本情况。

表格 2: 海南海药超标药品及区域

药品名称	规格	最高限价	价格超标地区中标价(元)				总中标区域数目
			吉林	上海	云南	四川	
头孢唑肟	1g	38.6	45.04	45.04	46.78		22省市
	0.5g	22.7	26.52	26.52	26.4		
头孢克洛	0.25*6 胶囊	13.7	18.95				NA
美罗培南	0.5g	126				126.57	12省市
	0.25g	73.9				74.45	

资料来源: 各地区招标结果查询, 发改委网站, 华泰联合证券研究所

降价影响微弱

考虑到我们盈利预测中此次降价药品占海药收入比例 10% 的估计，我们对药品价格降低对海南海药的业绩影响进行敏感性分析，在药品出厂价下降约 10% 的假设下，此次降价将使公司净利润降低约 210 万元，对 EPS 影响约为 0.0077 元，影响极其微弱，因此我们维持公司“买入”评级。

表格 3：相关药品出厂价变动对公司净利润影响分析

		出厂价变动幅度				
		5%	7.50%	10.00%	12.50%	15.00%
降价药品销售	5.0%	0.0053	0.0079	0.0105	0.0131	0.0158
额占营业收入	7.5%	0.0079	0.0118	0.0158	0.0197	0.0236
比重	10.0%	0.0105	0.0158	0.0210	0.0263	0.0315
	12.5%	0.0131	0.0197	0.0263	0.0328	0.0394
	15.0%	0.0158	0.0236	0.0315	0.0394	0.0473

资料来源：华泰联合证券研究所测算

注：0.0210 单位为亿元，计算公司为 14 亿（2011 年预测收入）*10%（降价涉及药品收入占比）*10%（降价药品出厂价变动幅度）*15%（平均净利率）=0.0210（亿元）。

风险提示

公司其他产品仍存在降价的可能性；

我们的盈利预测等是基于公司非公开发行预案的，因此非公开发行预案的变动会影响我们的盈利预测。

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	580	1324	1640	2134	营业收入	613	1471	1901	2513
现金	104	75	80	82	营业成本	389	935	1205	1546
应收账款	126	370	449	606	营业税金及附加	3	7	10	13
其他应收款	31	117	133	184	营业费用	89	187	247	352
预付账款	26	96	106	138	管理费用	49	112	149	226
存货	251	572	749	962	财务费用	20	37	53	57
其他流动资产	0	95	123	161	资产减值损失	9	0	0	0
非流动资产	499	531	538	526	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	25	25	25	25	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	269	291	298	289	营业利润	52	192	238	319
无形资产	163	175	187	197	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	40	29	15	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	1078	1855	2178	2659	利润总额	46	192	238	319
流动负债	575	1198	1326	1545	所得税	8	34	42	56
短期借款	272	816	857	973	净利润	38	158	196	263
应付账款	70	186	231	297	少数股东损益	4	9	4	4
其他流动负债	0	197	238	275	归属母公司净利	34	149	191	258
非流动负债	12	7	6	6	EBITDA	73	253	317	403
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.16	0.70	0.90	1.21
其他非流动负	7	7	6	6					
负债合计	586	1205	1332	1551	主要财务比率				
少数股东权益	58	67	72	76	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	213	213	213	213	成长能力				
资本公积	178	178	178	178	营业收入	18.6%	139.9	29.2%	32.2%
留存收益	42	191	383	641	营业利润	-2.3%	267.6	23.8%	34.0%
归属母公司股	434	583	774	1032	归属母公司净利	-48.9%	344.4	28.5%	34.7%
负债和股东权	1078	1855	2178	2659	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	36.5%	36.6%	38.5%
					净利率(%)	5.5%	10.1%	10.1%	10.3%
					ROE(%)	7.7%	25.6%	24.7%	25.0%
					ROIC(%)	9.1%	13.0%	14.1%	14.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.4%	65.0%	61.2%	58.3%
					净负债比率(%)	144.39	74.27	71.19	69.08
					流动比率	1.01	1.11	1.24	1.38
					速动比率	0.57	0.63	0.67	0.76
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	1.00	0.94	1.04
					应收账款周转率	5	6	5	0
					应付账款周转率	5.63	7.31	5.78	5.86
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.16	0.70	0.90	1.21
					每股经营现金流	0.24	-1.89	0.18	-0.23
					每股净资产(最)	2.31	2.74	3.64	4.85
					估值比率				
					P/E	173.97	40.22	31.29	23.22
					P/B	11.86	10.28	7.74	5.80
					EV/EBITDA	85	25	20	16

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