

报告仅供内部交流，不得复制、转载或摘录！请务必阅读正文之后的免责条款。

调研快报

海南海药 (000566)

强烈推荐 (维持)

## 原料药助推业绩快速上涨

2009 年 03 月 29 日

现价 11.45 元

廖万国 医药业研究员

86-755-22624358

liaowg@pasc.com.cn

高利

86-755-22623263

gaoli@pasc.com.cn

### 主要数据

|           |               |
|-----------|---------------|
| 行业        | 医药、生物制品       |
| 公司代码      | 000566        |
| 公司网址      | http://www.ha |
| 总股本(万股)   | 20984.90      |
| 流通股(万股)   | 20567.78      |
| 流通市值(百万)  | 2355.01       |
| 每股净资产(元)  | 1.48          |
| 净资产收益率(%) | 12.82         |
| 总资产负债率(%) | 40.07         |

### 相关研究报告

<<经营持续向好，盈利能力大幅提高>>

行情走势图



请务必参阅文后免责条款

### 独到见解

海南海药控股子公司重庆天地药业有限责任公司拥有国际领先的头孢原料药生产技术，其头孢西丁钠原料药和头孢唑肟中间体具有较高的毛利率且市场需求正在高速增长，因此重庆天地药业 2009 年预计将有较好的盈利能力。同时，正在新建的 7-ANCA、7-ACCA 及头孢布烯原料药生产线将进一步增强公司的盈利能力和可持续发展能力。

### 投资要点

- 1、**头孢西丁钠原料药和头孢唑肟中间体成为公司业绩增长助推器。**预计天地药业 2009 年将生产销售 5 吨头孢唑肟中间体和至少 10 吨头孢西丁钠原料药，实现销售收入分别为 4150 万元和 5400 万元，由于这两个产品具有 40%以上的毛利率，因此将大大提高公司的盈利能力。
- 2、**头孢曲松钠原料药将实现生产销售翻番和利润贡献翻番。**2009 年 1 季度预计该产品可以实现销售收入 4700 万元，已经超过 2008 年全年总量。预计 2009 年头孢曲松钠可以实现销售收入接近 1 亿元，贡献毛利 1200 万元以上。
- 3、**紫杉醇原料药将实现 30%左右的增长。**2008 年公司预计紫杉醇销售收入为 2000 万元左右，预计 2009 年该产品可以实现销售收入 2500 万元左右。贡献毛利在 800 万元左右。
- 4、**天地药业较低的费用率保证了其具有较好的盈利能力。**天地药业是海口制药厂的上游企业，且与重庆医药股份公司签订了长期的原料药供销合同，因此其销售费用率极低（主要为运输费用）。2008 年预计其三项费用占其销售收入的比例小于 10%。
- 5、**正在新建的 7-ANCA、7-ACCA 及头孢布烯原料药生产线将进一步增强公司的盈利能力和可持续发展能力。**
- 6、**强烈推荐：**维持海南海药 2008 年、2009 年 EPS 0.21 元和 0.5 元不变，2010 年视天地药业新生产线的投产情况和人工耳蜗项目销售情况其 EPS 在 0.66 元至 0.8 元之间。维持强烈推荐。

### 风险提示

由于 2008 年药监局对头孢曲松钠原料药生产的整顿，目前大批生产技术和产品质量不过关的企业停产头孢曲松钠原料药。如果这些厂家恢复生产，将影响天地药业的销售收入预测和盈利预测。

| 12 月 31 日 | 2005A  | 2006A  | 2007A   | 2008E  | 2009E  | 2010E   |
|-----------|--------|--------|---------|--------|--------|---------|
| 主营收入(百万)  | 210.27 | 213.59 | 241.72  | 401.4  | 725.3  | 1,005.0 |
| 净利润(百万)   | 21.74  | 24.55  | -33.90  | 43.7   | 105.0  | 118.6   |
| 净利润增长率(%) | -12.96 | 12.92  | -238.09 | 228.8% | 143.6% | 31.8%   |
| 每股盈利(元)   | 0.11   | 0.12   | -0.17   | 0.21   | 0.50   | 0.66    |
| 市盈率(倍)    | 26     | 31     | -52     | 54     | 23     | 17      |

## 一、 重庆天地药业有限责任公司概况

重庆天地药业有限责任公司位于忠县忠州大道沈阳路 1 号。2003 年 10 月由深圳南方同正投资有限公司收购原忠县破产企业天赋制药厂重新组建而成。公司成立于 2003 年 12 月。

海南海药为其控股公司，占有天地药业 69.44% 股权。公司注册资本金 1 亿元，占地 242 亩。现有员工 199 人。

公司自成立以来，收益逐年成倍增长。2006 年实现产值 7351 万元，销售收入 6120 万元，利润 1518 万元，税金 250 万元。

公司 2008 年主要生产头孢曲松钠原料药、头孢唑肟中间体及紫杉醇原料药。同时公司拥有种植红豆杉 7700 亩。

## 二、 2009 年原料药产品结构升级和产能提高增强公司的盈利能力

### 1、 原料药产品结构升级提高公司的盈利能力

2008 年公司开始试生产头孢西丁钠原料药和头孢噻吩原料药，2009 年开始正式生产这两种原料药。从目前的成本来看，预计头孢西丁钠和头孢噻吩原料药的毛利率在 40% 至 50%。

目前国内只有国内广州信立泰和哈药生产头孢西丁钠原料药。由于产品质量不稳地和产能限制，目前头孢西丁钠原料药主要为进口。但天地药业由于掌握了头孢西丁钠原料药生产的国际先进技术，其产品质量与进口产品相当。从 2009 年 1、2 月份的情况来看，天地药业生产的头孢西丁钠也受到制剂生产企业的肯定。

预计 2009 年天地药业将至少可以生产头孢西丁钠原料药 10 吨和头孢噻吩原料药 5 吨，为公司带来 6000 万元左右的销售收入和 2300 万元左右的毛利。

### 2、 头孢唑肟中间体产能扩大提高公司的盈利能力

头孢唑肟中间体是天地药业的主要利润来源，2008 年公司预计生产 4 吨，实现销售收入 3600 万元左右，贡献毛利 2000 万元左右。但受制于头孢唑肟中间体原料的限制，这一产量只有该生产线设计能力的 30% 左右。

7-ANCA 生产线的建成有助于头孢唑肟中间体产能提高。由于头孢唑肟中间体的原料为 7-ANCA，目前为从印度进口且数量不能保证，限制了头孢唑肟中间体的产量。公司利用自有资金投资新建的 7-ANCA 生产线预计 2009 年 9 月正式投入生产，设计能力为年产 20 吨。投产后将使公司头孢唑肟中间体的产量从目前每月 300 公斤左右提高到每月 1 吨的水平。

预计 2009 年头孢唑肟中间体可以实现销售收入超过 4000 万元，贡献毛利超过 2000 万元。

### 3、头孢曲松钠原料药产销量和利润翻番

头孢曲松钠原料药是天地药业主要的销售收入来源，2008 年预计该产品实现销售收入超过 4000 万元。由于 2008 年药监局对该产品生产的整顿，2009 年许多生产头孢曲松钠原料药的企业由于质量原因停产。目前天地药业生产的头孢曲松钠原料药供不应求，2009 年 1 季度预计该产品可以实现销售收入 4700 万元，已经超过 2008 年全年销售收入。

预计 2009 年头孢曲松钠原料药可以实现 1 亿元左右的销售收入，贡献毛利超过 1200 万元。

### 4、紫杉醇原料药产销量提高30%

天地药业主要从红豆杉树叶中提取紫杉醇原料药，预计 2008 年实现销售收入 2000 万余元。2009 年预计将实现 2500 万元左右的产销量，比 2008 年增长 50%。

## 三、 天地药业较低的费用率保证了其具有较好的盈利能力

天地药业是海口制药厂的上游企业，且与重庆医药股份公司签订了长期的原料药供销合同，因此其销售费用率极低（主要为运输费用）。2008 年预计其三项费用占其销售收入的比例小于 10%。

## 四、 新生产线的建成投产将进一步增强公司的盈利能力和可持续发展

天地药业利用自有资金投资2500万元新建7-ANCA、7-ACCA和头孢布烯原料药生产线。预计2009年9月开始投入生产。

7-ANCA为头孢唑肟中间体的原料，由青霉素工业盐合成而来。目前国内主要从印度进口，价位在7500元每公斤左右。天地药业的生产线设计能力为年产20吨7-ANCA，可以生产35吨头孢唑肟中间体。如果按5000元每公斤的价格计算，产能达成后将可以贡献1亿元的收入，贡献超过3500万的毛利。

7-ACCA为头孢克罗原料药的原料，目前主要从印度进口，价位在2400元左右。该生产线设计生产能力为年产30吨，在产能达成后可以实现6000万元的销售收入，贡献2500万元的毛利。

头孢布烯原料药为公司的储备产品，目前国内没有制剂销售，预计2-3年后可以销售产生利润。目前该产品的价位较高，在2-3万元每公斤左右。

## 五、 投资建议：强烈推荐

1、预计天地药业2009年可以实现4200万元的净利润，贡献海南海药净利润3000万元左右。

2、维持海南海药2008年、2009年 E P S 0.2 1 元和 0.5 元不变，2 0 1 0 年视天地药

业新生产线的投产情况和人工耳蜗项目销售情况其 E P S 在 0.6 6 元至 0.8 元之间。

**图表1 天地药业销售及盈利预测（万元）**

| 品种       |         | 销售收入(万元) |            |          |
|----------|---------|----------|------------|----------|
|          |         | 2008 年 E | 2009 年 1QE | 2009 年 E |
| 原料药      | 头孢曲松钠   | 4000     | 3900       | 8300     |
|          | 头孢唑肟中间体 | 3600     | 740        | 4150     |
|          | 头孢西丁钠   | 试生产      | 800        | 5400     |
|          | 头孢噻吩    | 试生产      | 160        | 500      |
|          | 紫杉醇     | 2000     |            | 2490     |
| 合计收入     |         | 9600     | 5600       | 20840    |
| 制剂       | 头孢克洛颗粒  |          |            | 2000     |
|          |         | 毛利（万元）   |            |          |
| 原料药      | 头孢曲松钠   | 595      | 580        | 1235     |
|          | 头孢唑肟中间体 | 1994     | 410        | 2299     |
|          | 头孢西丁钠   |          | 288        | 1944     |
|          | 头孢噻吩    |          | 78         | 244      |
|          | 紫杉醇     | 625      |            | 778      |
| 制剂       | 头孢克洛颗粒  |          |            | 200      |
| 合计毛利(万元) |         | 3214     | 1356       | 6699     |

资料来源：平安证券

## 附：财务报表

| 损益表 (百万元, 元/股) | 2006   | 2007    | 2008E   | 2009E  | 2010E   |
|----------------|--------|---------|---------|--------|---------|
| 营业收入           | 217.6  | 241.7   | 401.4   | 725.3  | 1,029.0 |
| 营业收入增长率        | 3.5%   | 11.1%   | 66.1%   | 80.7%  | 41.9%   |
| 营业成本           | 122.1  | 150.9   | 240.9   | 446.7  | 666.0   |
| 营业税金及附加        | 1.4    | 1.8     | 2.8     | 5.1    | 7.2     |
| 主营业务利润         | 94.1   | 89.0    | 157.7   | 273.5  | 355.8   |
| 主营业务利润率        | 43.3%  | 36.8%   | 39.3%   | 37.7%  | 34.6%   |
| 主营利润增长率        | -13.1% | -5.4%   | 77.1%   | 73.4%  | 30.1%   |
| 股权激励费用         |        |         |         |        |         |
| 销售费用           | 35.8   | 37.7    | 67.6    | 101.3  | 131.0   |
| 管理费用           | 22.5   | 78.1    | 34.6    | 40.9   | 50.5    |
| 财务费用           | 3.0    | 3.8     | 3.0     | 4.0    | 6.0     |
| 资产减值损失         | 0.5    | (0.1)   | 0.2     | 0.0    | 0.0     |
| 公允价值变动净收益      | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 投资净收益          | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 对联营和合营企业的投资收益  | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 汇兑净收益          | 0.0    | 0.1     | 0.0     | 0.0    | 0.1     |
| 营业利润           | 32.2   | (30.5)  | 52.3    | 127.4  | 168.3   |
| 营业利润率          | 14.8%  | -12.6%  | 13.0%   | 17.6%  | 16.4%   |
| 营业利润增长率        | 47.1%  | -194.7% | -271.6% | 143.4% | 32.1%   |
| 加：营业外收入        | 0.4    | 5.5     | 0.6     | 0.0    | 0.0     |
| 减：营业外支出        | 0.7    | 1.2     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 利润总额           | 31.9   | (26.2)  | 52.9    | 127.4  | 168.3   |
| 减：所得税          | 3.0    | 3.9     | 5.3     | 17.8   | 25.3    |
| 净利润            | 28.9   | (30.1)  | 47.7    | 109.6  | 143.1   |
| 减：少数股东损益       | 4.3    | 3.8     | 4.0     | 4.0    | 4.0     |
| 归属于母公司所有者的净利润  | 24.6   | (33.9)  | 43.7    | 105.6  | 139.1   |
| 净利润率           | 11.3%  | -14.0%  | 10.9%   | 14.6%  | 13.5%   |
| 净利润增长率         | 13.2%  | -237.7% | -228.8% | 141.8% | 31.8%   |
| EPS (当年股本)     | 0.12   | (0.16)  | 0.21    | 0.50   | 0.66    |
| EPS (最新股本摊薄)   | 0.12   | (0.16)  | 0.21    | 0.50   | 0.66    |
| 现金流量表 (百万元)    |        |         |         |        |         |
| 经营活动现金净流量      | 30.5   | -22.6   | 219.7   | 87.2   | 148.4   |
| 投资活动现金净流量      | -9.2   | -22.2   | -5.1    | -10.0  | -3.0    |
| 融资活动现金净流量      | -4.6   | 57.7    | -122.9  | 0.0    | -11.0   |
| 外汇变化引致现金变化     |        |         |         |        |         |
| 当年现金净流量        | 16.7   | 13.0    | 91.7    | 77.1   | 134.4   |
| 期初现金余额         | 2.3    | 19.1    | 32.1    | 123.7  | 200.9   |
| 期末现金余额         | 19.1   | 32.1    | 123.7   | 200.9  | 335.3   |
| 重要指标速览         |        |         |         |        |         |
| PEG            | 5.9    | 0.2     | -0.2    | 0.1    | 0.5     |
| P/B            | 7.9    | 7.4     | 6.4     | 4.8    | 3.7     |
| EV/S           | 9.4    | 9.0     | 4.9     | 2.6    | 1.7     |
| EV/EBIT        | 58.5   | -97.5   | 35.3    | 14.5   | 10.2    |
| EV/EBITDA      | 38.9   | -493.0  | 27.6    | 12.9   | 9.3     |
| EV/FCFF        | 8.7    | 22.8    | 9.1     | 23.6   | 11.8    |
| ROE            | 10.9%  | -13.2%  | 15.0%   | 28.9%  | 28.9%   |
| ROA            | 5.4%   | -5.0%   | 7.8%    | 15.8%  | 15.7%   |
| ROIC           | 5.6%   | -4.1%   | 8.5%    | 14.2%  | 14.4%   |
| 毛利率            | 43.9%  | 37.6%   | 40.0%   | 38.4%  | 35.3%   |
| 销售净利率          | 13.3%  | -12.5%  | 11.9%   | 15.1%  | 13.9%   |
| 资产负债率          | 41.5%  | 44.3%   | 32.3%   | 35.6%  | 37.6%   |
| 总资产周转率         | 0.4    | 0.4     | 0.7     | 1.0    | 1.1     |
| 固定资产周转率        | 1.0    | 1.2     | 2.0     | 3.8    | 5.6     |
| 资产负债表 (百万元)    |        |         |         |        |         |
| 流动资产           |        |         |         |        |         |
| 货币资金           | 19.1   | 32.1    | 123.7   | 200.9  | 335.3   |
| 交易性金融资产        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 应收票据           | 0.0    | 1.9     | 0.2     | 0.5    | 1.1     |
| 应收账款           | 82.5   | 111.4   | 66.5    | 133.5  | 189.3   |
| 预付款项           | 16.8   | 7.9     | 7.2     | 13.4   | 20.0    |
| 其他应收款          | 40.2   | 47.5    | 14.0    | 25.4   | 36.0    |
| 存货             | 67.5   | 86.5    | 48.2    | 89.3   | 133.2   |
| 待摊费用           | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 其他流动资产         | 0.0    | (1.9)   | (0.2)   | (0.5)  | (1.1)   |
| 流动资产合计         | 225.9  | 285.3   | 259.7   | 462.4  | 713.8   |
| 非流动资产：         |        |         |         |        |         |
| 可供出售金融资产       | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 持有至到期投资        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 长期应收款          | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 长期股权投资         | 6.0    | 6.3     | 6.1     | 6.1    | 6.2     |
| 投资性房地产         | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 固定资产           | 207.5  | 200.3   | 196.3   | 187.6  | 178.0   |
| 无形资产           | 113.5  | 109.7   | 111.7   | 118.2  | 114.3   |
| 开发支出           | 0.0    | 1.1     | 0.4     | 0.5    | 0.6     |
| 商誉             | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 长期待摊费用         | 0.2    | 0.2     | 0.1     | 0.1    | 0.1     |
| 递延所得税资产        | 16.0   | 16.0    | 10.7    | 14.2   | 13.6    |
| 其他非流动资产        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 非流动资产合计        | 343.9  | 350.4   | 333.7   | 331.0  | 316.5   |
| 资产总计           | 569.9  | 635.7   | 593.4   | 793.4  | 1,030.3 |
| 流动负债：          |        |         |         |        |         |
| 短期借款           | 61.0   | 122.9   | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 应付票据           | 7.8    | 11.5    | 5.5     | 14.0   | 22.1    |
| 应付账款           | 50.3   | 45.4    | 59.0    | 109.4  | 163.2   |
| 预收款项           | 5.4    | 0.9     | 8.0     | 21.8   | 41.2    |
| 应付职工薪酬         | 2.0    | 1.0     | 1.1     | 2.3    | 3.2     |
| 应付税费           | 13.7   | 12.5    | 11.7    | 21.3   | 32.5    |
| 应付股利           | 4.0    | 4.0     | 3.4     | 6.4    | 9.8     |
| 其他应付款          | 18.3   | 7.8     | 14.5    | 22.9   | 32.3    |
| 一年到期的非流动负债     | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 其他流动负债         | 0.0    | 0.0     | (0.0)   | 0.0    | 0.0     |
| 流动负债合计         | 162.6  | 206.0   | 103.2   | 198.2  | 304.2   |
| 非流动负债：         |        |         |         |        |         |
| 长期借款           | 0.0    | 14.0    | 14.0    | 14.0   | 14.0    |
| 应付债券           | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 长期应付款          | 67.4   | 56.7    | 69.6    | 64.6   | 63.7    |
| 递延所得税负债        | 0.0    | 0.0     | 0.0     | 0.0    | 0.0     |
| 其他非流动负债        | 6.4    | 5.0     | 4.9     | 5.4    | 5.1     |
| 非流动负债合计        | 73.8   | 75.7    | 88.6    | 84.0   | 82.8    |
| 负债合计           | 236.4  | 281.7   | 191.7   | 282.2  | 387.0   |
| 股东权益：          |        |         |         |        |         |
| 实收资本           | 202.3  | 209.9   | 209.9   | 209.9  | 209.9   |
| 资本公积金          | 107.4  | 158.1   | 158.1   | 158.1  | 158.1   |
| 减：库存股          |        |         |         |        |         |
| 未分配利润及其他       | (82.2) | (116.1) | (76.9)  | 18.1   | 132.4   |
| 少数股东权益         | 89.1   | 92.9    | 96.9    | 100.9  | 104.9   |
| 归属于母公司所有者权益    | 244.3  | 268.6   | 312.2   | 417.8  | 545.9   |
| 股东权益合计         | 333.4  | 361.5   | 409.1   | 518.7  | 650.8   |
| 负债及股东权益总计      | 569.9  | 643.2   | 600.9   | 800.9  | 1,037.8 |

资料来源：平安证券

## 平安证券综合研究所投资评级：

- 强烈推荐（预计6个月内，股价上涨幅度在20%以上）
- 推荐（预计6个月内，股价上涨幅度介于10%至20%之间）
- 中性（预计6个月内，股价上涨幅度介于±10%之间）
- 回避（预计6个月内，股价下跌幅度超过10%）

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司2009版权所有。保留一切权利。

## 平安证券有限责任公司

### 综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：（0755）22200900

传真：（0755）82449257