

化学制药

海南海药 (000566.SZ) / 17.81 元
业绩持续倍增、静待人工耳蜗上市
09 年业绩预增点评

事 项

海南海药 09 年预计实现归属于母公司所有者净利润 6400 万元至 8500 万元，去年同期 4273 万元，同比增长 50%至 100%。

主要观点

1、业绩持续倍增、制药工业经营持续向好。海南海药目前主营头孢类原料药、头孢类制剂、抗肿瘤药和中成药生产销售。其中头孢西丁钠注射剂和紫杉醇注射剂是我国首仿产品、拳头产品枫蓼肠胃康颗粒为独家中药保护品种和优质优价品种。上述三种药品均为新版医保乙类用药。海南海药 2009 年预计实现净利润 6400 万元至 8500 万元，EPS0.3 元至 0.4 元，同比增长 50%至 100%。由于计提期权费用 600 多万元，因此业绩低于我们的预期。但 09 年业绩继续大幅度增长符合我们此前对海南海药制药业经营持续向好、公司整体逐步向二线蓝筹股靠近的判断。

图表 1 海南海药历年主营业务收入及归属于母公司所有者净利润情况

	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年 E
主营业务收入(百万元)	217.61	241.72	386.65	700.00
收入同比增长%	3.49	11.08	59.96	81.04
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	24.62	-33.90	42.73	85.00
利润同比增长%	13.25	-237.69	226.05	98.92

资料来源：公司公告、华创证券研究所

2、未来 3 年制药业持续增长应无悬念。海南海药制药业包括头孢类原料药和紫杉醇抗肿瘤药均实行产业链一体化经营模式，此次增发预案将建成年产 140 吨的 7-ACCA（头孢克洛原料药）、年产 50 吨 7-ANCA（头孢唑肟和头孢布希原料药）及年产 200 吨头孢噻吩原料药。

如果达成，海南海药将成为我国重要的小头孢原料药和中间体生产企业。包括目前海南海药生产的头孢西丁原料药、头孢唑肟中间体及 7-ACCA、7-ANCA 等均均为高毛利率产品，毛利率水平在 40%以上，这将有力促进海南海药业绩上到一个新的台阶。

研究员：高利

联系人：廖万国

Tel: 0755-82027735

Email: liaowanguo@hczq.com

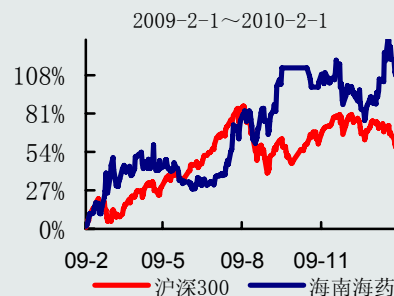
投资评级

投资评级： **强推**
评级变动： **首次评级**

公司基本数据

总股本(万股)	21135
流通 A 股/B 股(万股)	20786/0
资产负债率(%)	44.22
每股净资产(元)	1.63
市盈率(倍)	88.09
市净率(倍)	10.93
12 个月内最高/最低价	8.16/19.12

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

海南海药拥有头孢西丁钠注射液和抗肿瘤药紫杉醇注射液首仿产品，以及治疗胃肠不适的中药保护品种枫蓼肠胃康颗粒等拳头产品。我们预测海南海药 09 年头孢西丁钠注射液销售将可以实现 100%以上的增长，紫杉醇注射液和枫蓼肠胃康颗粒可以实现 30%以上的增长。2010 年如果头孢西丁钠注射液及紫杉醇注射液实现差别定价，将更有利于增强其市场竞争能力，有利于提高其盈利水平。紫杉醇注射液和枫蓼肠胃康颗粒也是出口越南市场的药品，其中枫蓼肠胃康颗粒出口业务年收入在 2000 万元以上。中国东盟贸易自由协定将有利于公司产品在东盟市场的进一步发展。

3、OTC市场将是海南海药枫蓼肠胃康颗粒的另外一个增长点。由于枫蓼肠胃康适应症人群数量大，疗效较为确切，如果产品知名度能够大幅提高，无疑将使该产品的销售规模呈几何级增长。但目前公司的枫蓼肠胃康只是处方药品，不能进行大众媒体宣传，产品知名度无法提高。公司早已申请枫蓼肠胃康颗粒OTC批号，预计近期可能得到批准。这就为公司对枫蓼肠胃康颗粒进行大众媒体宣传、提高产品知名度成为可能。

4、人工耳蜗上市不但是公司重要的利润增长点更可以提高公司估值水平。我们认为由于力声特人工耳蜗具有技术的先进性和高壁垒、国内产品唯一性和巨大的市场容量，加上今年以来各级政府和残联出台的对先天性耳聋患儿安装人工耳蜗进行 3~6 万元补助的政策，力声特的人工耳蜗上市后将具有极大的市场需求。我们预计力声特公司将可能在 2010 年 4 月前后取得人工耳蜗批件并于随后实现量产和销售。如果其定价在 6 万元左右每套，量产后其产品毛利率将不会低于 90%，不论是所得税率在 25%或 15%初步测算其净利润率将不会低于 40%。而且我们认为其使用所得税率按 15%征收的可能性较大。假设海南海药增发 6000 万股，总股本变为 2.8 亿股，按所得税率 25%和 15%初步测算其人工耳蜗增厚海南海药业绩为：2010 年 0.04 元/0.04 元、2011 年 0.2 元/0.22 元、2012 年 0.33 元/0.37 元、2013 年 0.43 元/0.49 元。

5、投资建议：强烈推荐（维持）。预计海南海药 2009 年、2010 年和 2011 年 EPS 分别为 0.4 元、0.59 元和 1.02 元，其中 2010 年和 2011 年总股本按照 2.8 亿计算（公司拟增发 5000 万股至 7000 万股，取平均数 6000 万股）。如果按照制剂给予 25 倍 PE、原料药给予 15 倍 PE、人工耳蜗给予 80 倍 PE 计算海南海药 2010 年股价在 15.33 元，2011 年股价在 38.82 元。目前海南海药股价 17.81 元没有反应其未来成长性，维持强烈推荐评级。

图表 2 人工耳蜗销售及盈利预测

项目	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
销售量（套）	1000	6000	10000
价格（万元）	6	6	6
销售收入（百万元）	51.28	307.69	512.82
毛利率	90.00%	90.00%	90.00%
毛利（百万元）	46.15	276.92	461.54
销售费用率	15.00%	15.00%	15.00%
销售费用（百万元）	7.69	46.15	76.92
管理费用率	10.00%	8.00%	8.00%
管理费用（百万元）	5.13	24.62	41.03
其他费用率	3.00%	3.00%	3.00%
其他费用（百万元）	1.54	9.23	15.38
营业利润（百万元）	31.79	196.92	328.21
所得税率	15.00%	15.00%	15.00%
净利润（百万元）	27.03	167.38	278.97
股属于母公司所有者净利润（百万元）	13.78	85.37	142.28
增厚 EPS（元）	0.05	0.30	0.51

资料来源：华创证券研究所

图表 3 海南海药营业收入、盈利预测及股价构成

	2009 年 E			2010 年 E				2011 年 E			
	制剂	原料药	合计	制剂	原料药	人工耳蜗	合计	制剂	原料药	人工耳蜗	合计
销售收入（百万元）	420.0	280.0	700.0	702.0	420.0	26.1	1148.1	912.6	630.0	156.9	1699.5
利润贡献（百万元）	60.0	25.0	85.0	91.0	60.0	13.8	164.8	113.8	87.0	85.37	255.5
EPS（元）	0.27	0.13	0.40	0.33	0.21	0.05	0.59	0.41	0.31	0.30	1.02
合理股价贡献（元）	6.82	1.95	8.77	8.13	3.21	4.00	15.33	10.16	4.66	24	38.82

资料来源：华创证券；

注：1、海南海药制剂、原料药及人工耳蜗产生的业绩分别给予 25 倍 PE、15 倍 PE 及 80 倍 PE 计算其估值，合计构成海南海药股价；2、假设海南海药增发 6000 万股，2010 年和 2011 年总股本为 2.8 亿股（加上股权激励股份数）、3、按海南海药持有力声特 51%股权计算其业绩贡献

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。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。未经授权, 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。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801