

化学制药

海南海药 (000566.SZ) / 28.66 元

盈利大幅下降 爆发增长可期

事项

2010 年公司实现营业收入 6.13 亿元，同比增长 18.56%；净利润 3352 万元，同比下降 48.49%；每股收益 0.1584 元，扣非后每股收益 0.19 元。

主要观点

一、诸多因素致盈利大幅下降。2010 年公司实现营业收入 6.13 亿元，同比增长 18.56%；归属于母公司所有者净利润 3352 万元，同比下降 48.89%；EPS 0.1584 元，EPS（扣除）0.19 元，低于预期。净利润大幅低于预期的主要是因为：1、期间费用增加 5310 万元，增长 50%，大幅高于销售收入增长；2、核销历史坏账致资产减值损失增加 442 万元；3、政府补贴减少致营业外收入减少 2256 万元；4、火灾水灾致营业外支出增加 1490 万元。但公司每股经营活动现金流 0.24 元，大于每股收益（0.1584 元），经营活动现金流情况良好。

二、主营业务产业链基本形成，2011 年爆发增长可期。2010 年由于诸多原因致盈利大幅下降，但我们注意到公司主营业务收入依然呈现稳定增长，且毛利率增加 4.53 个百分点。主要产品肠胃康、特素、头孢类制剂及原料药及中间体毛利率均大幅增加，表明公司经营质量得到较大改善。

我们在 2011 年 1 月 23 日关于海南海药的深度报告中指出公司主营业务产业链基本形成，2011 年爆发增长可期。年报显示天地药业除了对原有头孢类原料药进行生产线进行技改和产能扩张外，出资 3000 万元参与成立立海润公司，生产头孢类关键原料母核 7-ACA 的生产。此举将保证公司 7-ACA 原料的稳定来源，有利于公司在头孢类抗生素产业的发展壮大。同时公司取得了头孢唑肟原料药、美罗培南原料药和氨曲南原料药批件，且 2010 年底美罗培南原料药和氨曲南原料药 GMP 生产线获得验收通过。而技改致成本降低也将有助于公司未来盈利能力的增强。

海口制药厂为海南海药制剂平台，2010 年公司主要产品中标省份广泛且价格良好，有利于公司 2011 年销售推广。且公司 2009 年底上市氨曲南、2010 年上市美罗培南及 VC 粉针由于中标情况良好，2011 年预计将成为公司继枫蓼肠胃康、特素、头孢西丁及头孢唑肟之后的新的优良盈利品种。

我们认为海南海药在经过 2010 年的深度调整和营销策略改变以及公司产品广泛中标，2011 年公司主营业务将出现爆发增长。

三、人工耳蜗项目即将形成产业。力声特人工耳蜗 REZ-1 日前已得到评审中心专家评委的通过。按照医疗器械注册管理办法，其将在 30 个工作日内获得

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002
Tel：0755-82027735
Email：liaowanguo@hczq.com

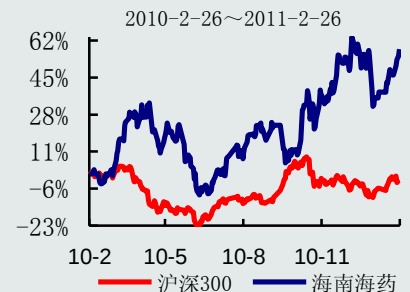
投资评级

投资评级：强推
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	21285
流通 A 股/B 股(万股)	20942/0
资产负债率(%)	54.39
每股净资产(元)	2.04
市盈率(倍)	181.97
市净率(倍)	14.05
12 个月内最高/最低价	30.58/16.0

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

《主营业务有望大幅增长 人工耳蜗提升估值》	2011-01-23
《增发延后不改公司长期发展趋势》	2010-08-17
《主营业务增长低于预期、静待人工耳蜗投产上市》	2010-03-30
《海南海药-业绩持续倍增、静待人工耳蜗上市》	2010-01-31

医疗器械证书。预计力声特人工耳蜗（成人治疗）在 2011 年下半年投产销售，经过 2~3 年的市场培育，至 2014 年其年销售可能达到 1 万套左右，实现销售收入 3.4 亿元左右和利润 1 亿元左右。如果政府采购力度加大，其销售收入有可能远大于这个预测。另外，我们认为海南海药将可能在 2 年后取得人工耳蜗儿童治疗的器械证书，这将大幅增加其产品的销售力度和销售收入。

四、海南海药将进入快速发展期。由于人工耳蜗器械证书在近期获得已无悬念，预计海南海药增发可能在 2011 年 4 月前后完成。可以预计完成增发不仅可以使其人工耳蜗项目顺利投产和销售，更可以使公司在制药领域尤其是高端抗生素领域获得巨大发展，将成为公司腾飞的重要转折点。

五、投资建议：强烈推荐（维持）。我们认为公司 2011 年上半年完成增发应该没有悬念，由于 2011 年人工耳蜗存在生产投入和营销投入，预计其将不会对海南海药产生利润贡献。虽然天地药业经营会出现大幅增长，海南海药权益也将由目前的 69.44% 上升至 91.79%，但由于股本稀释将可能降低其每股收益。假设海南海药增发 4000 万股，我们预计增发后海南海药 2011 年、2012 年和 2013 年主营业务归属于母公司所有者净利润分别为 2.1 亿元、3.26 亿元和 4.49 亿元，EPS 分别为 0.83 元、1.29 元和 1.78 元。我们认为海南海药主营业务快速增长趋势显现，增发后更可以使公司经营出现重大转折，且人工耳蜗为国内首家，市场潜力巨大，可以提升公司估值水平。考虑到公司可能出现快速增长和人工耳蜗项目落实，且由于公司股本较小不排除公司大幅送转的可能性。我们认为海南海药理应享受较高的估值水平。按 50 倍 PE 计算，其合理价位应该在 41.5 元（按增发后计算），维持强烈推荐评级。

风险提示

人工耳蜗项目获批时间存在不确定性，且上市后销售表现需要观察。公司主营业绩有可能低于我们的预期。

附录：财务预测表

资产负债表					单位:百万元		利润表				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	1221	1351	1788	营业收入	613	1310	1990	2773					
现金	104	808	914	1346	营业成本	389	765	1173	1653					
应收账款	126	123	126	125	营业税金及附加	3	7	11	15					
其它应收款	31	36	37	34	营业费用	89	170	259	361					
预付账款	26	38	32	32	管理费用	49	101	157	219					
存货	251	197	220	223	财务费用	20	10	-5	-15					
其他	42	20	22	28	资产减值损失	9	4	6	6					
非流动资产	499	833	1076	1124	公允价值变动收益	-1	0	0	0					
长期投资	25	12	14	17	投资净收益	0	0	0	0					
固定资产	269	301	329	315	营业利润	52	252	390	534					
无形资产	163	176	191	201	营业外收入	9	0	0	0					
其他	42	344	542	592	营业外支出	15	0	0	0					
资产总计	1078	2054	2428	2912	利润总额	46	252	390	534					
流动负债	575	381	432	522	所得税	8	38	58	80					
短期借款	272	175	174	207	净利润	38	214	331	454					
应付账款	70	68	69	69	少数股东损益	4	5	5	5					
其他	233	139	190	246	归属母公司净利润	34	210	326	449					
非流动负债	12	17	8	-51	EBITDA	92	286	412	548					
长期借款	0	-5	-6	-66	EPS（元）	0.16	0.83	1.29	1.78					
其他	12	21	15	16										
负债合计	586	398	440	471	主要财务比率									
少数股东权益	58	63	68	73	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E					
股本	213	253	253	253	成长能力									
资本公积	178	1088	1088	1088	营业收入	18.6%	113.6%	51.9%	39.4%					
留存收益	42	252	578	1027	营业利润	-2.3%	382.6%	54.6%	36.8%					
归属母公司股东权益	434	1593	1920	2369	归属于母公司净利润	-48.9%	524.9%	55.8%	37.5%					
负债和股东权益	1078	2054	2428	2912	获利能力									
					毛利率	36.6%	41.6%	41.1%	40.4%					
					净利率	5.5%	16.0%	16.4%	16.2%					
					ROE	7.7%	13.1%	17.0%	19.0%					
					ROIC	7.5%	21.0%	25.2%	33.6%					
现金流量表				单位:百万元	偿债能力									
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	资产负债率	54.4%	19.4%	18.1%	16.2%					
经营活动现金流	52	317	362	498	净负债比率	72.74%	56.81%	53.98%	49.66%					
净利润	38	214	331	454	流动比率	1.01	3.20	3.13	3.43					
折旧摊销	19	24	27	29	速动比率	0.57	2.69	2.62	3.00					
财务费用	20	10	-5	-15	营运能力									
投资损失	-0	0	0	0	总资产周转率	0.64	0.84	0.89	1.04					
营运资金变动	-46	75	7	29	应收账款周转率	5	11	16	22					
其它	20	-6	2	1	应付账款周转率	5.63	11.14	17.22	24.10					
投资活动现金流	-158	-353	-272	-78	每股指标（元）									
资本支出	127	350	250	60	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.83	1.29	1.78					
长期投资	-31	-12	2	3	每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.25	1.43	1.97					
其他	-61	-15	-21	-15										
筹资活动现金流	157	739	17	11										
短期借款	198	-98	-1	33										

长期借款	-175	-5	-2	-60	每股净资产(最新摊薄)	1.72	6.30	7.59	9.37
普通股增加	2	40	0	0	估值比率				
资本公积增加	7	910	0	0	P/E	181.97	34.59	22.20	16.14
其他	125	-108	20	38	P/B	14.06	4.55	3.77	3.06
现金净增加额	51	704	107	431	EV/EBITDA	70	23	16	12

资料来源：公司报表、华创证券

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。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息，准确表述了分析师的个人观点；分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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。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。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成本公司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，并不构成对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预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场，请您务必对盈亏风险有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

利益冲突披露事项

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