

海南海药 (000566)

买入/维持评级

股价: RMB28.66

分析师

周煥

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlsc.com.cn

联系人

朱建华

(0755)8212 5071

zhujh@mail.htlsc.com.cn

张金涛

(0755)8320 1063

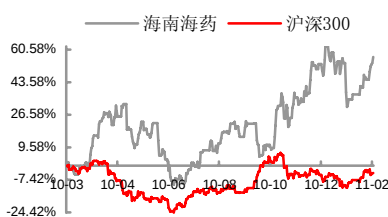
zhangjt@mail.htlsc.com.cn

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)	6,100

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

业绩进入谷底 期待触底反弹

年报略低于预期 业绩有望触底反弹。海南海药 2011 年 2 月 26 日公布 2010 年年报, 实现营业收入 6.13 亿元, 同比增长 18.56%; 实现净利润 3352.38 万元, 同比减少 48.89%, EPS 为 0.16 元, 扣非后 EPS 为 0.19 元。公司业绩略低于我们的预期, 结合公司 2010 年遭受水灾、火灾的状况, 我们认为公司业绩处于历史底部, 在招标状况大幅改善的情况下, 公司业绩有望触底反弹。

产业链建设初现效果 制剂业务期待在中标大幅改善形势下的反弹。2010 年开始公司着力打造从中间体开始的头孢产业链, 重庆天地药业的原料药扩产效果逐步显现, 营业收入同比增长 28.59%; 制剂销售受制于较差的中标情况, 同比增长仅为 9.53%。结合 2010 年以来公司明显好转的中标状况以及我们对安徽模式在全国推广后打通产业链的企业最终胜出的判断, 我们认为 2011 年有望成为公司制剂收入大幅提升的元年。

三项费用率增加制约利润增长 营业外支出压缩利润。在营业收入增长 18.56% 的情况下, 销售费用率增加约 4 个百分点, 三项费用合计增加约 5.5 个百分点, 导致营业利润同比减少 2.3%; 营业外利润大幅降低, 损失 664.85 万元, 导致净利润同比减少 48.89%。在没有火灾、坏账计提的假设下, 2010 年公司 EPS 约为 0.24 元。

人工耳蜗有望成为海南海药发展的里程碑。2010 年公司公布增发预案, 拟通过非公开发行募集资金收购上海力声特 51% 的股权。伴随销售渠道的建设和产能的逐步释放, 人工耳蜗的价值将逐步体现。人工耳蜗在市场容量、售价、适用群体消费水平等方面与血管支架 2004 年的情况类似, 我们认为在没有医保支持的情况下, 人工耳蜗仍有望实现 1.2 万套/年的销量。我们测算增发后, 人工耳蜗约为力声特带来 10.82~11.08 元/股的价值提升。

维持买入评级。根据公司年报情况, 我们预计公司 2011~2013 年 EPS 为 0.70 元、0.90 元、1.21 元, 结合人工耳蜗的价值提升水平, 我们维持公司买入评级。

风险提示。预测基于公司非公开发行成功的基础之上, 非公开发行存在失败风险; 药品价格下降幅度超预期。

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)	182.0	40.2	31.3	23.2

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

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	主要财务比率				
负债合计	586	1205	1332	1551	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	58	67	72	76	成长能力				
股本	213	213	213	213	营业收入	18.6%	139.9	29.2%	32.2%
资本公积	178	178	178	178	营业利润	-2.3%	267.6	23.8%	34.0%
留存收益	42	191	383	641	归属母公司净利	-48.9%	344.4	28.5%	34.7%
归属母公司股	434	583	774	1032	获利能力				
负债和股东权	1078	1855	2178	2659	毛利率(%)	0.0%	36.5%	36.6%	38.5%
现金流量表					净利率(%)	5.5%	10.1%	10.1%	10.3%
单位: 百万元					ROE(%)	7.7%	25.6%	24.7%	25.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	9.1%	13.0%	14.1%	14.9%
经营活动现金	52	-402	38	-49	偿债能力				
净利润	38	158	196	263	资产负债率(%)	54.4%	65.0%	61.2%	58.3%
折旧摊销	0	23	26	27	净负债比率(%)	144.39	74.27	71.19	69.08
财务费用	21	37	53	57	流动比率	1.01	1.11	1.24	1.38
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.57	0.63	0.67	0.76
营运资金变动	0	-634	-234	-402	营运能力				
其他经营现金	31	14	-2	6	总资产周转率	0.64	1.00	0.94	1.04
投资活动现金	-158	-58	-33	-14	应收账款周转率	5	6	5	0
资本支出	127	43	16	0	应付账款周转率	5.63	7.31	5.78	5.86
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金	0	-15	-17	-14	每股收益(最新	0.16	0.70	0.90	1.21
筹资活动现金	157	431	0	66	每股经营现金流	0.24	-1.89	0.18	-0.23
短期借款	198	544	41	117	每股净资产(最	2.31	2.74	3.64	4.85
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	2	0	0	0	P/E	181.97	40.22	31.29	23.22
资本公积增加	7	0	0	0	P/B	12.40	10.28	7.74	5.80
其他筹资现金	-49	-113	-41	-51	EV/EBITDA	89	25	20	16
现金净增加额	0	-29	5	2					

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