

海南海药 (000566): 业绩低于预期, 人工耳蜗值得期待 增持 (维持)

医药行业/化学药

当前股价: 28.66 元

报告日期: 2011 年 2 月 28 日

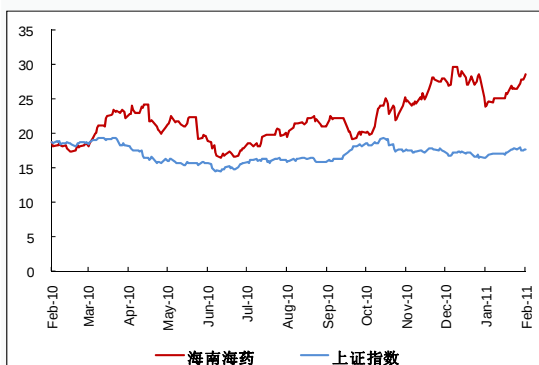
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	517	613	865	1,124
(+/-)	120.20%	18.56%	41.00%	30.00%
营业利润	53	52	115	168
(+/-)	-276%	-2%	119%	47%
归属于母公司的净利润	66	34	89	132
(+/-)	-294%	-49%	167%	48%
每股收益 (元)	0.31	0.16	0.42	0.62
市盈率 (倍)	92	179	68	46

公司基本情况 (2010 年 12 月 31 日止)

总股本/已流通股 (万股)	21,285/20,942
流通市值 (亿元)	60.02
每股净资产 (元)	2.04
资产负债率 (%)	53.49

股价表现 (最近一年)



证券分析师 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453 pengx@txsec.com

联系人: 崔国涛

010-66045556 cuiqt@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010 年, 公司实现营业收入 6.13 亿元, 同比增长 18.56%; 营业利润 5226 万元, 同比下降 2.26%; 归属于母公司所有者净利润 3352 万元, 同比下降 48.89%; 基本每股收益 0.16 元, 略低于我们此前预期。
- 综合毛利率有所提升。**2010 年公司综合毛利率同比上升 4.43 个百分点至 36.58%。分产品看, 头孢制剂系列毛利率同比上升 8.6 个百分点至 30.91%; 原料药及中间体毛利率同比上升 5.37 个百分点至 24.45%; 肠胃康毛利率同比上升 9.27 个百分点至 83.77%; 紫杉醇毛利率同比上升 7.15 个百分点至 79.24%, 各主导产品毛利率大幅提高使公司综合毛利率上行。
- 期间费用率上升拖累公司营业利润。**报告期内公司期间费用率同比上升 5.46 个百分点至 14.58%。其中, 销售费用率同比上升 4.07 个百分点, 主要是公司为稳固和扩大市场占有率, 加大市场开发投入力度所致; 管理费用率同比上升 0.81 个百分点至 8.02%; 财务费用率同比上升 0.58 个百分点至 3.31%。期间费用率大幅上升是公司营业收入同比大幅增长而营业利润同比下降 2.26 个百分点的最主要原因。
- 营业外收支净额大幅减少致公司业绩下滑。**2010 年, 公司收到政府补贴为 859 万元, 比去年同期减少 2256 万元。此外由于公司受到火灾及水灾损失, 营业外支出比去年同期增加 1490 万元。扣除非经常性损益后, 公司报告期内每股收益为 0.19 元。
- 销售改革推动新特药销售。**枫蓼肠胃康和紫杉醇是公司的优势品种。报告期内, 肠胃康实现营业收入 8570 万元, 同比增长 6.68%, 毛利率提升 9.27 个百分点; 紫杉醇实现营业收入 5051 万元, 与去年同期基本持平, 毛利率提升 7.15 个百分点。枫蓼肠胃康属于国内独家品种, 是国家中药保护和优质优价品种, 对于急慢性肠胃炎、溃疡性结肠炎和肠易激综合症有良好疗效。紫杉醇是国内首批仿制品种, 是医院抗肿瘤用药一线品种, 对乳腺癌、卵巢癌、非小细胞肺癌等恶性肿瘤疗效确切, 作为植物提取紫杉醇, 公司拥有较高的招标价格, 目前招标价格约为 300 元/支。2010 年公司新建招商、普药、胃肠用药及抗肿瘤药四个事业部, 改变过去代理的模式, 加大营销推广, 公司目前在各省市中标情况良好, 为公

司2011年新特药销售放量打下了坚实的基础。

- **定向增发人工耳蜗项目值得期待。**人工耳蜗是目前重度耳聋患者康复的唯一有效方法及装置。世界范围人工耳蜗市场被澳大利亚Cochlear、美国Advanced Bionics和奥地利MED-EL这三家公司垄断，上海力声特是全球第四家正在进入人工耳蜗市场的企业，拥有完全自主知识产权。预计力声特人工耳蜗每套价格为6万元人民币，价格约为进口产品的1/3。此前北京、上海、重庆、天津、青岛、成都等多省相继出台聋人康复计划，宣布每个人工耳蜗3-15万不等巨额补贴。据《全国听力障碍预防与康复规划（2007—2015年）》，我国到2015年新生听力障碍儿童助听器配戴（含人工耳蜗植入）率达90%。我国16-55岁重度耳聋患者人数约为70万人，0-6岁听障儿童约为14万，并且每年新增3万人，市场空间巨大。力声特人工耳蜗性价比高，加上政策扶持，会大大释放被进口耳蜗高昂价格所压制的需求，进而分享这一巨大市场。海南海药拟通过定向增发控股51%上海力声特已得到评审中心专家评委的通过，我们认为本次定向增发若顺利完成，公司业绩将出现拐点。
- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司2011-2012年的每股收益分别为0.42元和0.62元（暂不考虑人工耳蜗项目），对应前一交易日28.66元的收盘价，动态市盈率分别为68倍和46倍，我们看好公司新特药的销售前景，同时人工耳蜗项目市场空间巨大，如项目进展顺利将大幅增厚公司业绩，维持公司“增持”的投资评级。
- **风险提示。**人工耳蜗项目进展低于预期风险；抗生素产品竞争激烈，公司小头孢产品降价风险。

图表 1 海南海药盈利预测（万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	51,721	61,319	86,460	112,398
同比增长	120.20%	18.56%	41.00%	30.00%
减：营业成本	35,092	38,889	52,740	68,001
综合毛利率	32.15%	36.58%	39.00%	39.50%
营业税金及附加	255	336	474	616
资产减值损失	457	899	900	900
减：期间费用	10,581	15,892	20,880	26,076
期间费用率	20.46%	25.92%	24.15%	23.20%
其中：销售费用	5,438	8,942	11,413	13,713
管理费用	3,729	4,918	7,046	9,217
财务费用	1,414	2,032	2,421	3,147
加：公允价值变动净收益	9	(100)	0	0
投资净收益	2	24	0	0
营业利润	5,347	5,226	11,465	16,804
营业利润率	10.34%	8.52%	13.26%	14.95%
加：营业外收支净额	3,081	-665	0	0
利润总额	8,428	4,562	11,465	16,804
减：所得税	1,261	804	1,949	2,857
实际所得税率	14.96%	17.62%	17.00%	17.00%
净利润	7,168	3,758	9,516	13,948
归属母公司所有者净利润	6,560	3,352	8,945	13,205
同比增长	-293.71%	-48.89%	166.81%	47.63%
净利润率	12.68%	5.47%	10.35%	11.75%
少数股东损益	608	405	571	743
每股收益（元）	0.31	0.16	0.42	0.62

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据的客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-83234800 邮编:518040