

化学制药

海南海药 (000566.SZ) / 27.40 元

人工耳蜗获批 未来爆发增长值得期待

事项

新华网 2011 年 3 月 3 日报道复旦大学附属耳鼻喉科医院教授、中科院院士王正敏领衔的研究团队，历时 20 年自主开发的人工耳蜗日前获得了正式批文，此举意味着中国近 3000 万听障人士的生活将被改变。

药监局网站医疗器械审批进度显示力声特人工耳蜗已制证完毕

主要观点

一、人工耳蜗项目即将形成产业。力声特人工耳蜗获得器械证书批件即意味着公司人工耳蜗可以生产销售。这是迄今为止国内首家自主研发的人工耳蜗获得批准生产销售，将打破国外厂商垄断局面。我们预计力声特人工耳蜗定价将大幅低于进口产品（预计将是进口产品的 1/3 价格），这将大幅释放我国耳聋人群对人工耳蜗的需求。

虽然国内有数家研发人工耳蜗的企业，但据了解，于 2011 年 3 月 3 日上会的大连红鼎康单声道人工耳蜗已被完全否决，意味着单声道人工耳蜗技术路线将不会得到药监局批准。而同日上会的杭州诺尔康人工耳蜗也需要进一步补充临床试验材料，预计最终过会也需要两年时间。如此，力声特人工耳蜗将占得市场先机，并至少有两年时间建立市场领导地位。且力声特属于完全自主研发，掌握了人工耳蜗关键技术，对于其不断推陈出新将会起到关键作用，这也将是其成为人工耳蜗国内市场领导者的重要原因。

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。

二、海南海药将进入快速发展期。由于人工耳蜗器械证书获批，力声特人工耳蜗可以进行生产销售，扫除了海南海药增发障碍。我们预计海南海药增发可能在 2011 年 5 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。

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

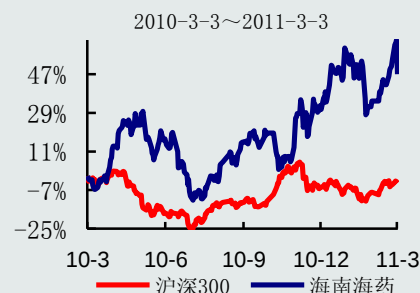
投资评级

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)	20981/0
资产负债率(%)	54.39
每股净资产(元)	2.04
市盈率(倍)	173.97
市净率(倍)	13.43
12 个月内最高/最低价	30.74/16.0

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

《盈利大幅下降 爆发增长可期》	2011-02-27
《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

三、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。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），我们认为今天的大幅下跌属于非理性下跌，维持强烈推荐评级。

风险提示

人工耳蜗上市后销售表现需要观察。公司主营业务有可能低于我们的预期。

附录：财务预测表

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	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	主要财务比率				
负债合计	586	398	440	471	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	58	63	68	73	成长能力				
股本	213	253	253	253	营业收入	18.6%	113.6%	51.9%	39.4%
资本公积	178	1088	1088	1088	营业利润	-2.3%	382.6%	54.6%	36.8%
留存收益	42	252	578	1027	归属于母公司净利润	-48.9%	524.9%	55.8%	37.5%
归属母公司股东权益	434	1593	1920	2369	获利能力				
负债和股东权益	1078	2054	2428	2912	毛利率	36.6%	41.6%	41.1%	40.4%
现金流量表					净利率	5.5%	16.0%	16.4%	16.2%
单位:百万元					ROE	7.7%	13.1%	17.0%	19.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	7.5%	21.0%	25.2%	33.6%
经营活动现金流	52	317	362	498	偿债能力				
净利润	38	214	331	454	资产负债率	54.4%	19.4%	18.1%	16.2%
折旧摊销	19	24	27	29	净负债比率	72.74%	56.81%	53.98%	49.66%
财务费用	20	10	-5	-15	流动比率	1.01	3.20	3.13	3.43
投资损失	-0	0	0	0	速动比率	0.57	2.69	2.62	3.00
营运资金变动	-46	75	7	29	营运能力				
其它	20	-6	2	1	总资产周转率	0.64	0.84	0.89	1.04
投资活动现金流	-158	-353	-272	-78	应收账款周转率	5	11	16	22
资本支出	127	350	250	60	应付账款周转率	5.63	11.14	17.22	24.10
长期投资	-31	-12	2	3	每股指标（元）				
其他	-61	-15	-21	-15	每股收益(最新摊薄)	0.13	0.83	1.29	1.78
筹资活动现金流	157	739	17	11	每股经营现金流(最新摊薄)	0.20	1.25	1.43	1.97
短期借款	198	-98	-1	33	每股净资产(最新摊薄)	1.72	6.30	7.59	9.37
长期借款	-175	-5	-2	-60	估值比率				
普通股增加	2	40	0	0	P/E	181.97	34.59	22.20	16.14
资本公积增加	7	910	0	0	P/B	14.06	4.55	3.77	3.06
其他	125	-108	20	38	EV/EBITDA	70	23	16	12
现金净增加额	51	704	107	431					

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

证监会审核华创证券投资咨询业务资格批文号：证监许可（2009）1210 号

传真：010-59370801