

谨请参阅尾页重要申明及华泰联合证券股票和行业评级标准

目 录

人工耳蜗赢得高发行价.....	4
畅享人工耳蜗蓝海市场.....	5
完善产业链，迎接抗生素产业变革	6
产品优势凸显.....	7
拓展上游，质量和成本更具优势	7
风险提示	8

图表目录

图表 1 头孢西丁样本医院用药金额高增长.....	7
图表 2 头孢西丁市场格局稳定.....	7
图表 3 7-ACCA 价格走势.....	7
图表 4 7-ANCA 价格走势.....	7
表格 1 新旧方案增资完成后力声特股权结构变化.....	4
表格 2 参与增发机构.....	4
表格 3 人工耳蜗利润贡献大幅增加.....	5
表格 4 人工耳蜗市场测算.....	5
表格 5 人工耳蜗价值测算.....	6
表格 6 打通产业链大幅节约生产成本.....	8

人工耳蜗赢得高发行价

海南海药非公开发行完成，发行价格为 23.50 元，发行 3474.5982 万股，共募集资金总额为 8.16 亿元，募集资金净额为 7.76 亿元。增发价格较 2010 年 8 月修正案中的 16.31 元高出 44%，我们认为主要公司对原方案进行修改，在 1.67 亿投资额不变的情况下对力声特持股由 51% 大幅提高至 91.17%，全体股东可以充分受益于人工耳蜗的蓝海市场。

表格 1 新旧方案增资完成后力声特股权结构变化

股东	原计入注册资本 的出资额（万元）	原持股比例	修改后计入注册资 本的出资额（万元）	修改后持 股比例
海南海药股份有限 公司	1405	51%	13945	91.17%
深圳市南方同正投 资有限公司	720	26.13%	720	4.71%
上海汾阳视听医学 技术有限公司	280	10.16%	280	1.83%
刘悉承	130	4.72%	130	0.85%
楼欣	100	3.63%	100	0.65%
李翔宇	30	1.09%	30	0.20%
孙增军	30	1.09%	30	0.20%
赵晓明	30	1.09%	30	0.20%
张应文	30	1.09%	30	0.20%
丁玲	10	0.36%	10	0.07%
合计	2755	100%	15295	100%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

在本次发行中，大股东南方同正认购 1042 万股，占发行股份的 30%，也彰显大股东对人工耳蜗、头孢中间体及新产品的信心。

表格 2 参与增发机构

投资者	获配股数（股）	占发行股数比重
深圳市南方同正投资有限公司	10,423,830	30.00%
大成基金管理有限公司	5,000,000	14.39%
西安长迪投资管理有限合伙企业	4,300,000	12.38%
中国银河投资管理有限公司	4,000,000	11.51%
盛世金泉（天津）股权投资基金管理有限公司	4,000,000	11.51%
西安长国投资管理有限合伙企业	3,200,000	9.21%

齐鲁证券有限公司	3,000,000	8.63%
天津瑞通股权投资基金合伙企业（有限合伙）	822,152	2.37%
合计	34,745,982	100.00%

资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

畅享人工耳蜗蓝海市场

由于公司对力声特持股比例将有 51% 大幅提高至 91.17%，按照力声特 2011~2013 年 800 套、2000 套及 4000 套测算，我们预计人工耳蜗对公司收入贡献大幅提高，2011~2013 年贡献 EPS 分别为 0.06 元、0.21 元和 0.36 元。

表格 3 人工耳蜗利润贡献大幅增加

	2011 年	2012 年	2013 年
销量（套）	800	2000	4000
价格（万元）	6	6	5.5
收入	4800	12000	22000
利润率	43.8%	46.7%	44.6%
净利润（万元）	1635	5607	9812
海南海药份额（万元）	1491	5112	8946
EPS	0.06	0.21	0.36

数据来源：华泰联合证券研究所测算

力声特获批的成人语后聋患者规模约为 50.2 万人，市场容量约为 251~312.2 医院。成人市场大量的重度听力障碍患者使其成为人工耳蜗的最大市场。相对于力声特达产后 1 万台的产能，力声特的人工耳蜗在成人语后耳聋市场拥有充足的发展空间。

表格 4 人工耳蜗市场测算

年龄范围	20-60 岁
需植入人工耳蜗人数(万人)	97.5
语前聋患者人数（万人）	1600*1/1000*74%*40=47.3
力声特获批人工耳蜗市场规模（万人）	50.2
人工耳蜗销售单价预测（万元）	5~6
市场容量（亿元）	251~312.2

资料来源：中国残疾人联合会，华泰联合证券研究所

注：对于语后聋患者比例测算是基于新生儿中语前聋发病率估计，参考资料是《中国人语前非综合性耳聋患者 GJB2 基因的突变分析》

我们考虑公司产能和销售情况，在销售价格小幅下降的假设下进行现金流折现估值，在全部顺利达产的情况下，假设永续增长率为 2%，得出人工耳蜗业务贡献每股价值为 15.02 元。

关键假设：

1. 公司 2014 年达产 10000 套，2015 年销售量达到 10000 套；

2. 2015 年之后公司结束高增长阶段，年增长率为 20%;
3. 经营成本中不包括折旧和摊销;
4. 折现率 $r=10\%$;
5. 2020 年之后公司进入永续增长阶段，永续增长率为 2%。

表格 5 人工耳蜗价值测算

人工耳蜗	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	永续阶段
现 金 流 入											
销售数量 (套)	800	2000	4000	7000	10000	12000	14400	17280	20736	24883	
单价(万元)	6.0	6.0	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	5.5	
销 售 额 (万 元)	4800	12000	22000	38500	55000	66000	79200	95040	114048	136857	
现 金 留 出											
固定资产投	4000	4000	4000	3954							
资											
无形资产											
更新改造资											
金											
流动资金	780.00										
经营成本	1200	3000	6600	11550	16500	19800	23760	28512	34214	41057	
销售税金及	240	600	1100	1925	2750	3300	3960	4752	5702	6843	
附加											
所得税	504	1260	2145	3754	5363	6435	7722	9266	11120	13344	
净 现 金 流 量	-1924	3140	8155	17317	30388	36465	43758	52510	63012	75614	408862
折 现 系 数 (r=10%)	1.00	0.91	0.83	0.75	0.68	0.62	0.56	0.51	0.47	0.42	0.42
净现金流量现值	-1924	2855	6740	13011	20755	22642	24700	26946	29395	32068	173398
人工耳蜗价值 (亿元)	35.06										
海南海药价值增厚 (元)	12.91										

资料来源：华泰联合证券研究所测算

完善产业链，迎接抗生素产业变革

从发改委公布的药品最高零售价目录及各地招投标结果看，药品价格均有不同程度的下降。即将出台的抗生素新政，将严格规范抗生素使用，抗生素产业已处于变革之中。公司一方面具有产品优势，另一方面通过完善产业链，使产品质量和成本更具优势。

公司抗生素业务同样受到降价及政策的影响。上半年公司头孢制剂增长 22.58%，低于预期，主要原因有：一方面是核心品种头孢西丁和头孢唑肟保持较高增长，另一方面是低毛利的其他头孢制剂出现下降所致。抗生素结构发生变化的同时，毛利率提升 1.82%至 30.68%。公司的品种优势、募投头孢中间体项目带来产业链完善优势，将使公司有望从抗生素产业变革中脱颖而出。

产品优势凸显

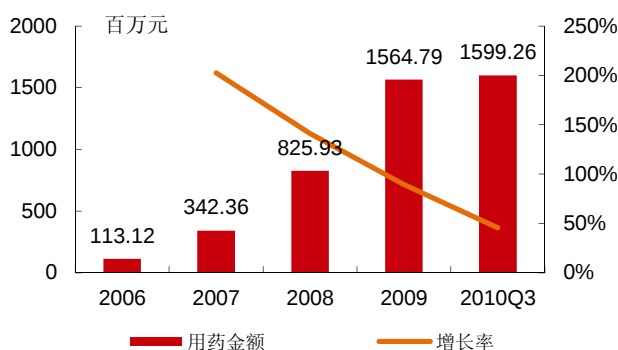
新政策下，抗生素品种至关重要。公司是头孢西丁的首仿企业和头孢唑肟的第二家仿制企业的，这两个品种分别为第二代和第三代头孢，在新政策下用药金额有望迅速增长，公司也将从中受益。

首先，均属于医保乙类，易为患者接受；

其次，头孢西丁为二代头孢，属于政策内相对鼓励使用品种，易为医师接受；

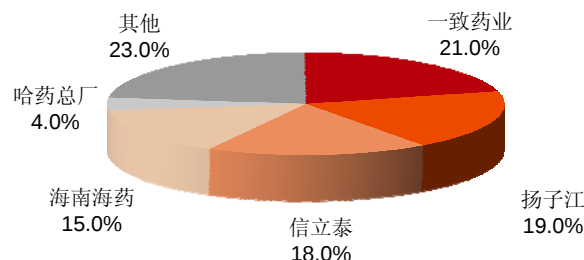
最后，市场格局稳定，价格体系相对稳定，不会出现劣药驱良药现象，用药安全也可以得到保障。如头孢西丁 5 家企业市场集中度达到 82.2%。

图表 1 头孢西丁样本医院用药金额高增长



数据来源：IMS Health，华泰联合证券研究所

图表 2 头孢西丁市场格局稳定



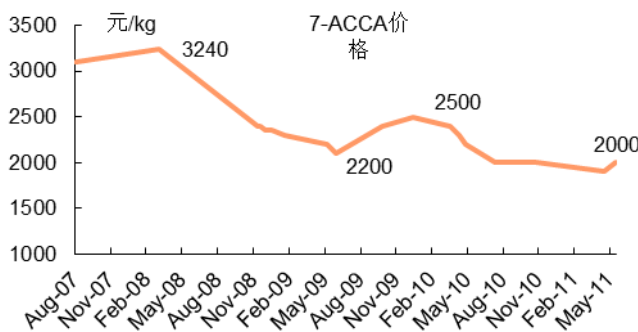
数据来源：IMS Health，华泰联合证券研究所

拓展上游，质量和成本更具优势

公司拟增发对天地药业增资用以生产 390 吨头孢类中间体，包括 140 吨 7-ACCA、50 吨 7-ANCA 和 200 吨头孢噻吩酸。中间体项目完成后，公司将形成中间体—原料药—制剂的全产业链生产体系，产品质量更易得到保障，成本更具优势。

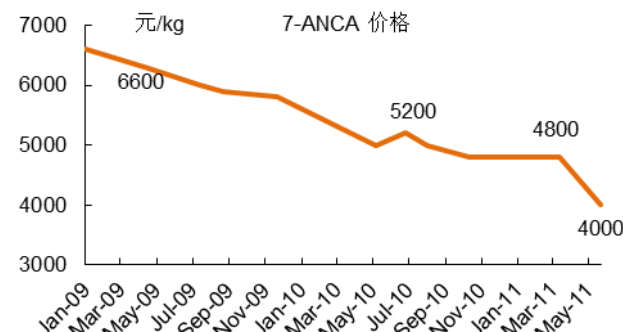
7-ACCA、7-ANCA 和头孢噻吩酸是头孢西丁、头孢唑肟等抗生素的关键中间体。7-ACCA 和 7-ANCA 相对于 7-ACA 需求量较小，但其价格分别为 2000 元/kg 和 4000 元/kg，远高于 7-ACA 的 500 元/kg。同时随着环保要求的提高，绿色酶法工艺也必将替代合成工艺。

图表 3 7-ACCA 价格走势



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

图表 4 7-ANCA 价格走势



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

我们以 7-ANCA 为例对全产业链生产成本进行简单测算,每千克 7-ANCA 起的生产流程,节约生产成本达到 1840 元。因此我们认为 7-ANCA 等中间体的投产使得公司凭借完善的产业链占据成本优势,在变革中脱颖而出。

表格 6 打通产业链大幅节约生产成本

	生产成本(元)
7-ANCA 生产成本	3200
7-ANCA 销售价格	4000
头孢唑肟生产成本	5040
头孢唑肟原料销售价格(1.4kg)	6300
节约成本	=5040-3200=1840

资料来源:健康网,华泰联合证券研究所测算

注:各环节按照 20%的毛利率测算成本

风险提示

人工耳蜗推广进度低于预期;

抗生素新政影响不确定性,公司抗生素业务受政策影响可能低于预期。

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	1309	1389	1716	营业收入	613	917	1236	1555
现金	104	605	485	567	营业成本	389	558	732	917
应收账款	126	201	249	322	营业税金及附加	3	5	6	8
其他应收款	31	48	58	77	营业费用	89	105	136	171
预付账款	26	57	65	82	管理费用	49	69	96	140
存货	251	341	454	570	财务费用	20	22	12	8
其他流动资产	0	58	78	98	资产减值损失	9	2	0	0
非流动资产	499	548	552	540	公允价值变动收	-1	0	0	0
长期投资	25	35	35	35	投资净收益	0	73	0	0
固定资产	269	291	298	289	营业利润	52	230	253	311
无形资产	163	175	187	197	营业外收入	0	10	0	0
其他非流动资产	0	0	33	20	营业外支出	15	0	0	0
资产总计	1078	1857	1941	2256	利润总额	46	239	253	311
流动负债	575	379	248	300	所得税	8	36	38	47
短期借款	272	136	0	0	净利润	38	204	215	264
应付账款	70	111	140	176	少数股东损益	4	14	13	16
其他流动负债	0	132	108	123	归属母公司净利	34	189	203	249
非流动负债	12	7	6	6	BITDA	73	275	292	346
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.14	0.76	0.82	1.00
其他非流动负	7	7	6	6					
负债合计	586	386	254	305	主要财务比率				
少数股东权益	58	72	85	101	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	213	248	248	248	成长能力				
资本公积	178	920	920	920	营业收入	18.6%	49.5%	34.8%	25.8%
留存收益	42	232	434	683	营业利润	-2.3%	339.2	10.4%	22.6%
归属母公司股	434	1399	1601	1850	归属母公司净利	-48.9%	464.2	7.2%	22.6%
负债和股东权	1078	1857	1941	2256	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	39.2%	40.8%	41.0%
					净利率(%)	5.5%	20.6%	16.4%	16.0%
					ROE(%)	7.7%	13.5%	12.7%	13.4%
					ROIC(%)	9.1%	21.0%	19.3%	20.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	54.4%	20.8%	13.1%	13.5%
					净负债比率(%)	144.39	46.87	0.00%	0.00%
					流动比率	1.01	3.45	5.60	5.73
					速动比率	0.57	2.55	3.76	3.82
					营运能力				
					总资产周转率	0.64	0.62	0.65	0.74
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	5.63	6.17	5.83	5.80
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新	0.14	0.76	0.82	1.00
					每股经营现金流	0.21	-0.03	0.42	0.43
					每股净资产(最	1.99	5.65	6.47	7.47
					估值比率				
					P/E	200.74	35.58	33.19	27.07
					P/B	13.68	4.81	4.20	3.64
					EV/EBITDA	97	22	21	18

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

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

免责声明

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司 (以下简称“华泰联合”) 签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通, 对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制, 但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动, 涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期, 或因使用不同假设和标准, 采用不同观点和分析方法, 致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告, 对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给华泰联合客户作参考之用, 在任何情况下并不构成私人咨询建议, 也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况; 同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险, 投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售, 投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估, 并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求, 必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下, 华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下, 华泰联合投资业务部门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, 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, 可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准, 采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定, 分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定, 但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关, 其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合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。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权, 未经华泰联合事先书面授权, 本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责, 华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司