

医药/必需消费

海思科 (002653)

## 减持计划完成, 内生外延有望加速

丁丹 (分析师) 赵旭熙 (研究助理)  
0755-23976735 0755-23976795  
dingdan@gtjas.com zhaoxuzhao@gtjas.com  
证书编号 S0880514030001 S0880114080042

### 本报告导读:

公司减持计划完成, 内部利益结构理顺, 增长动力更加充足, 预计未来内生外延均有望加速。

### 投资要点:

**减持计划完成, 内生外延有望加速, 维持公司增持评级。** 公司实际控制人与天禾广诚累计减持 10773.36 万股, 占公司总股本的 9.97%, 减持计划完成。考虑到公司 2014 年 4 季度政府税收补贴未能按期收到(已公告), 调整公司 2014~2016 年 EPS 至 0.46 (-0.05)、0.70 (+0.05)、0.81 元(假设 2014 年剩余政府税收补贴 2015 年收到)。由于公司内部利益结构理顺, 预计未来内生外延均有望加速, 上调目标价至 28 元, 对应 2015 年 PE 40X, 维持增持评级。

**通过减持完成管理层激励和合理避税。** 天禾广诚通过减持, 公司高管获得股权, 与公司利益更直接地绑定, 公司实际控制人累计向关联方减持 10488.77 万股, 减持计划完成之后, 公司内部利益结构理顺, 公司增长动力更加充足。

**有望从内生向“内生+外延”切换。** 公司核心竞争力在于研发和销售, 目前已具备肠外营养、肝胆疾病和抗感染三大产品线, 拥有转化糖注射液系列、复方氨基酸 18AA-VII、注射用脂溶性维生素、多烯磷脂酰胆碱等多个收入过亿元的品种或系列。公司 2012 和 2013 年有较多品种获批, 前期市场推广投入费用较多, 随着招标推动, 2015 年有望进入快速增长期。预计公司未来还将通过外延并购, 进一步丰富产品线, “内生+外延”推动公司快速增长。

**风险提示:** 新产品市场推广效果低于预期; 西藏税收政策可能出现变化。

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	802	992	1,161	1,451	1,814
(+/-)%	33%	24%	17%	25%	25%
经营利润 (EBIT)	321	417	473	623	812
(+/-)%	14%	30%	13%	32%	30%
净利润	443	519	492	760	872
(+/-)%	42%	17%	-5%	55%	15%
每股净收益 (元)	0.41	0.48	0.46	0.70	0.81
每股股利 (元)	0.22	0.28	0.23	0.35	0.40

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	40.2%	42.2%	40.9%	43.0%	44.8%
净资产收益率 (%)	25.9%	26.9%	22.6%	29.8%	29.2%
投入资本回报率 (%)	23.7%	19.7%	24.2%	38.7%	47.3%
EV/EBITDA	54.0	42.1	35.9	27.6	21.4
市盈率	41.8	35.7	37.6	24.3	21.2
股息率 (%)	1.3%	1.6%	1.3%	2.1%	2.4%

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 23.00

当前价格: 23.41

2015.01.28

### 交易数据

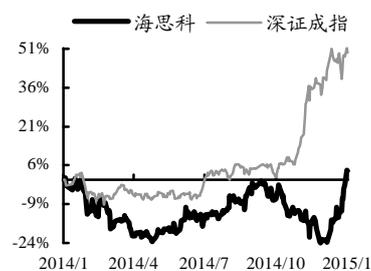
52 周内股价区间 (元)	16.88-24.45
总市值 (百万元)	25,289
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,080/1,080
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	100%
日均成交量 (百万股)	5.45
日均成交值 (百万元)	107.78

### 资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	2,014
每股净资产	1.86
市净率	12.6
净负债率	-22.59%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.10	0.08
Q2	0.18	0.13
Q3	0.05	0.12
Q4	0.15	0.13
全年	0.48	0.46

### 52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	35%	12%	3%
相对指数	28%	-36%	-47%

### 相关报告

《整体增速放缓, 把握个股性机会》2014.11.15

《专注新药仿创, 定位特色外包》2011.12.30

模型更新时间: 2015.01.28

**股票研究**

必需消费  
医药

海思科 (002653)

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **28.00**

上次预测: 23.00

当前价格: 23.41

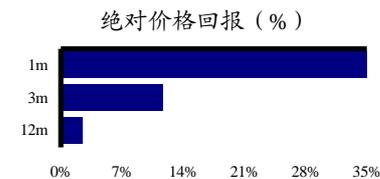
公司网址

www.haisco.com

公司简介

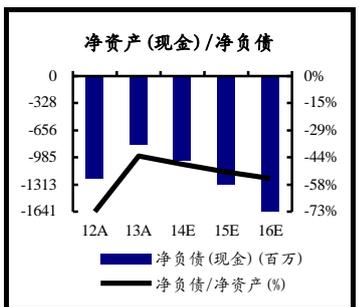
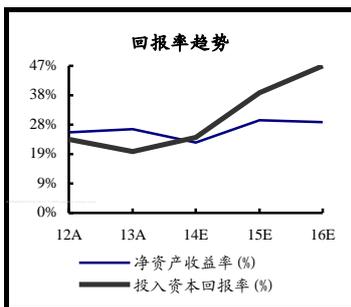
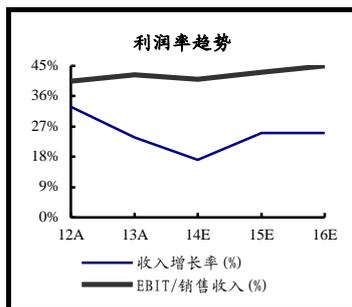
公司是一家以新药研发为核心的现代化药业集团。  
主营业务为化药制剂及原料药的研发、生产、销售。

52 周价格范围 16.88-24.45  
市值 (百万) 25,289



财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>损益表</b>					
营业总收入	802	992	1,161	1,451	1,814
营业成本	204	269	329	406	503
税金及附加	9	15	17	21	27
销售费用	128	144	170	196	218
管理费用	140	148	172	205	255
EBIT	321	417	473	623	812
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	13	10	10	10
财务费用	28	31	-6	0	0
营业利润	349	461	477	633	822
所得税	37	50	47	72	83
少数股东损益	0	0	0	0	0
净利润	443	519	492	760	872
<b>资产负债表</b>					
货币资金、交易性金融资产	1,290	1,055	1,024	1,314	1,640
其他流动资产	244	540	632	791	989
长期投资	21	24	24	24	24
固定资产合计	310	427	433	438	439
无形及其他资产	80	412	411	409	408
资产合计	1,946	2,457	2,524	2,975	3,499
流动负债	197	482	297	362	444
非流动负债	42	48	54	60	66
股东权益	1,708	1,927	2,173	2,553	2,989
投入资本(IC)	1,737	2,133	1,425	1,516	1,626
<b>现金流量表</b>					
NOPLAT	297	382	431	569	743
折旧与摊销	21	26	42	47	50
流动资金增量	30	10	278	93	116
资本支出	125	142	50	50	50
自由现金流	474	560	801	759	959
经营现金流	382	37	495	720	812
投资现金流	-147	-144	-50	-50	-50
融资现金流	556	-129	-476	-380	-436
现金流净增加额	791	-235	-31	290	326
<b>财务指标</b>					
<b>成长性</b>					
收入增长率	32.7%	23.7%	17.0%	25.0%	25.0%
EBIT 增长率	14.0%	29.8%	13.4%	31.6%	30.2%
净利润增长率	41.9%	17.2%	-5.2%	54.5%	14.6%
利润率					
毛利率	73.4%	71.5%	70.2%	70.5%	70.8%
EBIT 率	40.2%	42.2%	40.9%	43.0%	44.8%
净利润率	55.2%	52.3%	42.4%	52.4%	48.0%
<b>收益率</b>					
净资产收益率(ROE)	25.9%	26.9%	22.6%	29.8%	29.2%
总资产收益率(ROA)	22.8%	21.1%	19.5%	25.6%	24.9%
投入资本回报率(ROIC)	23.7%	19.7%	24.2%	38.7%	47.3%
<b>运营能力</b>					
存货周转天数	58	87	84	86	87
应收账款周转天数	51	76	73	74	75
总资产周转天数	874	891	783	738	694
净利润含金量	0.86	0.07	1.01	0.95	0.93
资本支出/收入	15.6%	14.3%	4.3%	3.4%	2.8%
<b>偿债能力</b>					
资产负债率	12.3%	21.6%	13.9%	14.2%	14.6%
净负债率	-72.6%	-42.8%	-47.1%	-51.5%	-54.9%
<b>估值比率</b>					
PE	41.8	35.7	37.6	24.3	21.2
PB	10.8	9.6	8.5	7.3	6.2
EV/EBITDA	54.0	42.1	35.9	27.6	21.4
P/S	23.1	18.7	15.9	12.8	10.2
股息率	1.3%	1.6%	1.3%	2.1%	2.4%



## 1. 通过减持完成管理层激励

公司 1 月 14 日公告实际控制人减持计划，公司实际控制人王俊民、范秀莲、郑伟及股东天禾广诚计划减持不超过 10802.7 万股，目前已经累计减持 10773.36 万股，占公司总股本的 9.97%，减持计划完成。

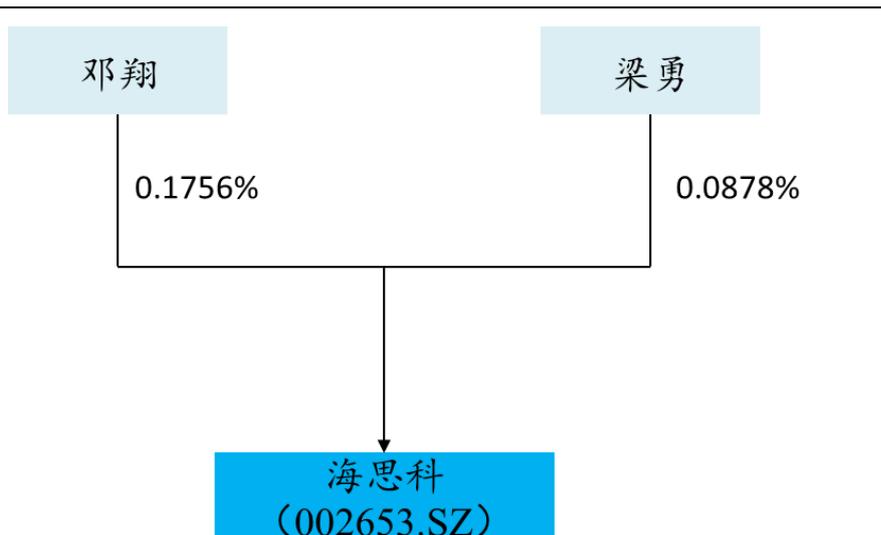
表 1: 公司控股股东减持情况

减持时间	减持股东	受让方	受让方身份	减持数量	减持均价
1 月 21 日	王俊民	申萍	王俊民配偶	2090	18.9
1 月 22 日	王俊民	申萍	王俊民配偶	930	18.88
1 月 22 日	范秀莲	杨飞	范秀莲女儿	2420	18.88
1 月 23 日	天禾广诚	申萍	王俊民配偶	1560	19.61
1 月 23 日	天禾广诚	杨飞	范秀莲女儿	1238.01	19.61
1 月 23 日	天禾广诚	邓翔	副总经理	189.73	19.61
1 月 23 日	天禾广诚	梁勇	副总经理	94.86	19.61
1 月 26 日	王俊民	申萍	王俊民配偶	590	20.02
1 月 27 日	天禾广诚	申萍	王俊民配偶	806.96	21.15
1 月 27 日	天禾广诚	郝聪梅	郑伟配偶	853.80	21.15

资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

此次减持实现了管理层的激励：通过天禾广诚减持，公司高管获得了公司股权（邓翔获得 189.73 万股，梁勇获得 94.86 万股），与公司利益更直接地绑定。

图 1: 公司高管获得公司股权



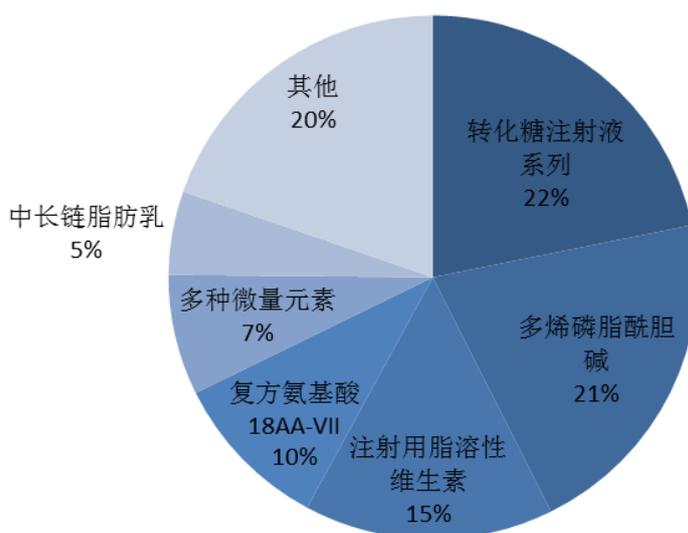
资料来源：公司公告，国泰君安证券研究

## 2. 内生与外延均有望加速

此次减持的完成,进一步理顺公司内部利益结构,公司有望迎来新一轮增长,内生与外延均有望加速。

- **内生:** 公司为国内高端肠外营养药品龙头,公司核心竞争力在于研发和销售,低端生产外包,轻资产运营,目前已具备肠外营养、肝胆疾病和抗感染三大产品线,拥有转化糖注射液系列、复方氨基酸 18AA-VII、注射用脂溶性维生素、多烯磷脂酰胆碱等多个收入过亿元的品种或系列。

图 2: 2013 年公司收入结构



资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

公司 2012 和 2013 年有较多品种获批,前期市场推广投入费用较多,2015 年有望进入快速增长期。随着招标推进,公司复方氨基酸 18AA-VII、中长链脂肪乳等品种有望放量增长。2015 年公司的复方维生素注射液 (13)、三腔袋和精氨酸谷氨酸盐等几个重磅产品有望获批,将进一步丰富公司产品线。

表 2: 公司 2012-2013 年获批品种

药品名称	药品类别	适应症	获批时间
盐酸马尼地平	3 类	高血压	2012
注射用盐酸头孢甲肟	6 类	抗感染	2012
注射用盐酸头孢替安	6 类	抗感染	2012
恩替卡韦胶囊	6 类	乙型肝炎	2013
注射用复方维生素 (3)	3 类	维生素补充	2013
注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	6 类	抗炎、免疫抑制、血液疾病	2013

资料来源: 公司公告, 国泰君安证券研究

- **外延:** 考虑到公司独特的“研发+销售”模式,我们预计公司未来的外延并购将以收购品种为主,进一步丰富公司产品线,随着公司内部利益结构的理顺,预计未来外延并购有望加速。

### 3. 维持增持评级

公司减持计划完成,内部利益结构理顺,增长动力更加充足,预计未来内生外延均有望加速。考虑到公司 2014 年 4 季度政府补贴未能按期收到,调整公司 2014~2016 年 EPS 至 0.46 (-0.05)、0.70 (+0.05)、0.81 元(假设 2014 年剩余政府补贴 2015 年收到)。上调目标价至 28 元,对应 2015 年 PE 40X,维持增持评级。

## 本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

### 分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

### 免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 评级说明

#### 1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

#### 2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

## 国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		