

哈药股份(600664)/化学制药

四季度现收入增长拐点, 高现金分红回馈股东

评级: 买入(维持)

市场价格: 8.46

目标价格: 11.76-13.44

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315206

Email: jiangqi@r.qizq.com.cn

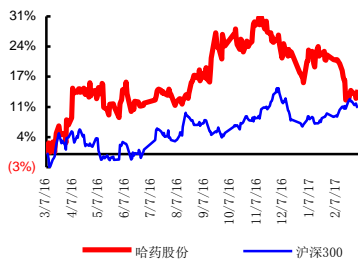
分析师: 池陈森

执业证书编号: S0740517020003

Email: chics@r.qizq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,541
流通股本(百万股)	2,493
市价(元)	8.46
市值(百万元)	21,499
流通市值(百万元)	21,088

股价与行业-市场走势对比

相关报告

公司深度报告-哈药股份(600664.SH): 全方位国企改革, 2017年将是收入增长拐点

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	15856	14127	15879	17781	19724
增长率 yoy%	-3.95%	-10.91%	12.40%	11.98%	10.93%
净利润	580.13	788.10	1144.18	1567.69	1855.04
增长率 yoy%	134.77%	35.85%	45.18%	37.01%	18.33%
每股收益(元)	0.22	0.30	0.44	0.61	0.72
每股现金流量	0.64	1.07	0.43	0.70	0.76
净资产收益率	8.23%	10.04%	14.33%	16.41%	16.26%
P/E	37.77	27.80	19.15	13.98	11.81
PEG	0.28	0.78	0.42	0.38	0.64
P/B	3.11	2.79	2.74	2.29	1.92

备注:

投资要点

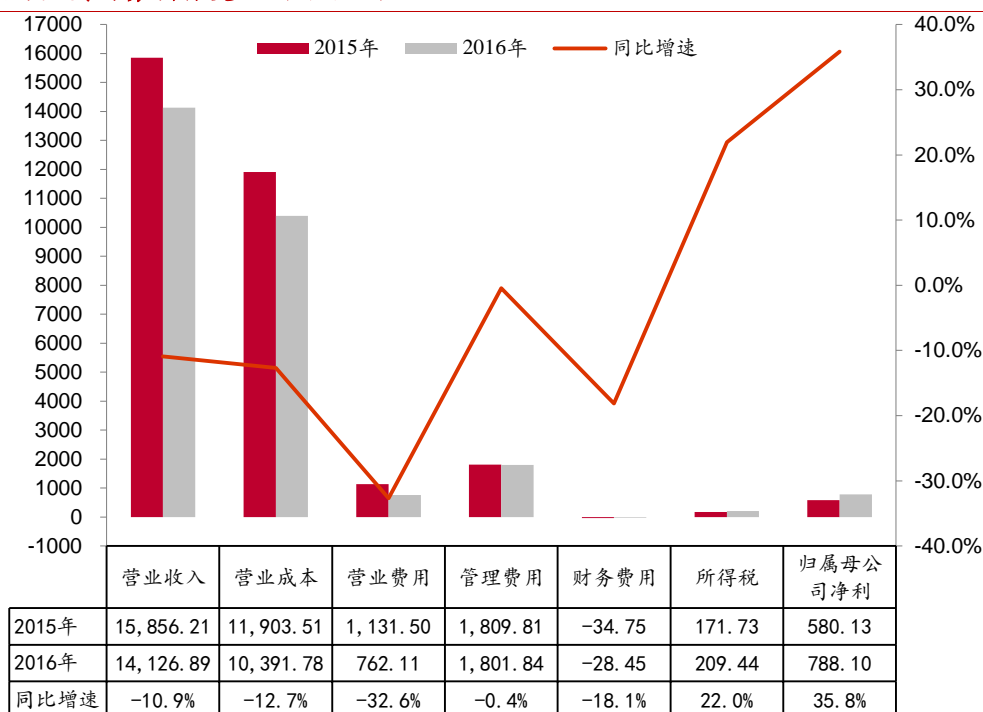
- **事件: 哈药股份3月3日晚发布2016年年度报告, 归属于母公司所有者的净利润为7.88亿元, 同比增长35.85%; 营业收入为141.27亿元, 同比下滑1.09%。同时公告分红方案, 拟每10股派发现金股利5元(含税)。**
- **业绩略超预期, 完成股权激励行权条件。**实现扣非净利润7.12亿元, 同比增长29.64%, 超过股权激励行权要求的扣非净利润6.89亿元。2016年销售费用率降低1.75pp到5.39%。近年来销售费用大幅下降, 主要是营销改革缩短中间环节降低中间费用、调整销售人员考核机制提升效率、优化广告投放策略等改革取得了效果。管理费用总额与2015年基本持平, 但是由于收入下滑, 导致管理费用率上升1.34pp至12.75%。
- **工业板块实现营业收入51.02亿元, 同比减少15.54%; 工业板块实现净利润6.20亿元, 同比增长28.93%。**工业收入下滑主要由于部分渠道受营销改革短期影响、主动调整产品结构停产部分亏损品种以及终端库存的降低等因素影响。由于产品结构调整, 高毛利产品比重提升, 导致工业板块毛利提升3.31pp达55.46%。销售费用率降低0.61pp到12.92%; 管理费用率有所上升。
- **分工业产品来看, 不同产品的增长差异比较大。**OTC明星产品受渠道影响较小, 在专营商制度下增长较快, 其中葡萄糖酸锌口服液销量增长20%, 葡萄糖酸钙口服液和双黄连口服液都取得了正增长。原料药和普药产品受行业环境等影响较大, 收入下滑幅度较大。
- **商业板块实现收入89.82亿元, 同比减少7.09%; 主要由于2016年1月出售了子公司百川医药, 核心子公司人民同泰实现收入增长1.08%; 商业板块实现净利润2.25亿元, 同比增长61.62%。**
- **2016年四季度现收入增长拐点。**Q4实现收入37.82亿元, 同比增长14.00%, 环比增长17.07%。其中工业板块实现收入13.79亿元, 同比增长15.35%, 环比增长20.52%。工业收入单季度恢复增长表明营销改革初见成效。商业板块实现收入24.03亿元, 同比增长13.24%, 环比增长15.18%。
- **高现金分红回馈股东。**按2017年3月3日收盘价计算股息率约5.91%。此前在2015年11月, 公司也曾每10股派现10元。公司现金流良好, 高分红政策有望持续。2015年、2016年分别实现经营性净现金流16.60亿元和27.78亿元。
- **盈利预测与估值:** 预计2017-2019年公司营业收入为159、178和197亿元, 同比增长12.40%、11.98%和10.93%, 归母净利润为11.44、15.68和18.55亿元, 同比增长45.18%、37.01%和18.33%。考虑到公司收入增长拐点已现, 未来利润继续保持高增长, 且现金充足、有外延预期。当前股价对应2017年PE只有19倍, 处于医药行业最低估值区间, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 渠道整合不顺利的风险; 药品降价的风险

四季度现收入增长拐点

利润表基本数据解读

- 2016 年实现收入 2016 年归属于母公司所有者的净利润为 7.88 亿元，同比增长 35.85%；营业收入为 141.27 亿元，同比减少 10.91%；基本每股收益为 0.32 元，同比增长 39.13%。
- 工业板块（以哈药股份合并报表减人民同泰数据估计）实现营业收入 51.02 亿元，同比减少 15.54%；工业板块实现净利润 6.20 亿元，同比增长 28.93%。商业板块实现收入 89.82 亿元，同比减少 7.09%，主要由于 2016 年 1 月出售了子公司百川医药，核心子公司人民同泰实现收入增长 1.08%；商业板块实现净利润 2.25 亿元，同比增长 61.62%。

图表 1：哈药股份主要财务指标变化（百万元）



来源：公司公告；中泰证券研究所

- 2016 年销售费用率降低 1.75 个 pp 到 5.39%，主要由于营销改革压缩渠道、营销人员提升效率、促销费用支付主体由公司变为专营商。近年来销售费用大幅下降，主要是营销改革缩短中间环节降低中间费用，调整销售人员考核机制提升效率，优化广告投放策略等改革取得了效果。管理费用总额与 2015 年基本持平，但是由于收入下滑，导致管理费用率上升 1.34 个 pp 至 12.75%。

图表 2：哈药股份销售费用变化（百万元）

	2013年	2014年	2015年	2016年
广告宣传费	878.13	620.39	237.61	221.99
办公差旅费	647.18	550.86	180.61	122.23
职工薪酬	489.55	378.25	358.24	273.47
运输仓储费	217.35	207.38	135.85	71.69
业务招待费	8.25	9.15	14.48	5.36
销售促销费	598.10	350.14	120.81	12.29
其他	298.83	187.33	83.91	55.08
总计	3,137.41	2,303.49	1,131.50	762.11

来源：公司公告，中泰证券研究所

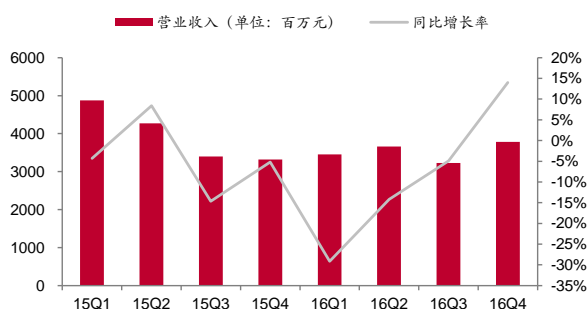
2016 年四季度现收入增长拐点

- Q4 实现收入 37.82 亿元，同比增长 14.00%，环比增长 17.07%。其中工业板块实现收入 13.79 亿元，同比增长 15.35%，环比增长 20.52%。工业收入增长由终端销售拉动，表明营销改革初见成效。商业板块实现收入 24.03 亿元，同比增长 13.24%，环比增长 15.18%。

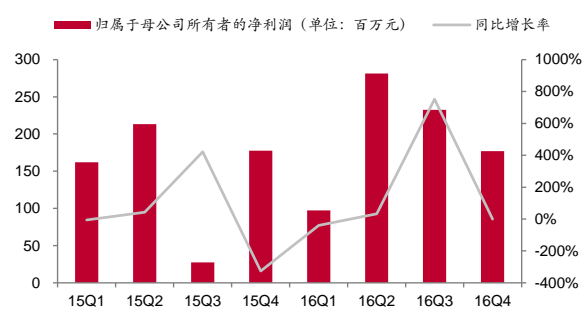
图表 3：哈药股份分季度财务数据(百万元)

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	4,872.67	4,268.51	3,397.77	3,317.26	3,451.76	3,663.18	3,230.27	3,781.68
营收同比增长	-4.30%	8.42%	-14.66%	-5.19%	-29.16%	-14.18%	-4.93%	14.00%
营收环比增长		-12.40%	-20.40%	-2.37%	4.05%	6.13%	-11.82%	17.07%
营业成本	3,667.03	3,202.92	2,555.29	2,478.26	2,663.09	2,671.84	2,366.78	2,690.06
营业费用	502.25	352.30	330.72	-53.76	228.88	279.43	151.88	101.92
管理费用	429.18	386.41	448.69	545.52	417.56	345.82	429.18	609.27
财务费用	-9.56	-7.85	-10.68	-6.66	-2.86	-11.12	-13.54	-0.93
营业利润	219.85	268.29	41.77	211.39	121.52	341.28	275.78	227.76
利润总额	228.99	283.12	46.64	227.46	136.14	359.70	304.00	253.39
所得税	53.94	56.86	9.02	51.91	27.23	58.90	54.32	68.98
归母净利润	162.06	213.11	27.30	177.66	97.38	281.28	232.45	176.99

来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4：哈药股份分季度营收变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5：哈药股份分季度归母净利润变化


来源：公司公告，中泰证券研究所

工业板块产品结构调整，毛利提升带来利润成长

- 工业板块实现净利润 6.20 亿元，同比增长 28.93%。工业板块实现营业收入 51.02 亿元，受营销改革短期影响渠道、主动停产部分亏损品种以及终端库存的降低等因素影响，收入同比减少 15.54%。由于高毛利产品比重提升，导致工业板块毛利提升 3.31 个 pp 达 55.46%。销售费用率降低 0.61 个 pp 到 12.92%；管理费用率有所上升。
- 分工业产品来看，不同产品的增长差异比较大。OTC 明星产品受渠道影响较小，在专营商制度下增长较快，其中葡萄糖酸锌口服液销量增长 20%，葡萄糖酸钙口服液和双黄连口服液都取得了正增长。普药产品受行业政策等影响较大，收入下滑幅度较大。原料药青霉素工业钾盐下滑较多，只销售 1.47 亿元，同比减少 50% 以上。

图表 6：主要工业产品销量变化

主要产品	2016销售量	同比增减 (%)
葡萄糖酸钙口服溶液 (万支)	41,545	1
阿莫西林胶囊 (万粒)	260,239	-26
葡萄糖酸锌口服液 (万支)	27,437	20
拉西地平片 (万片)	32,002	15
小儿氨酚黄那敏颗粒 (万袋)	40,174	-10
双黄连口服液 (万支)	24,861	7
罗红霉素分散片 (万片)	19,583	-8
布洛芬颗粒 (万袋)	14,755	10
钙铁锌口服液 (万支)	7,982	10
前列地尔注射液 (万支)	1,758	-11

来源：公司公告；中泰证券研究所

图表 7：工业板块分季度财务数据 (单位：百万元)

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	2,167.06	2,154.78	1,429.75	1,195.30	1,147.91	1,450.54	1,144.06	1,378.83
营收同比增长	-50.81%	-39.87%	-60.57%	-62.11%	-47.03%	-32.68%	-19.98%	15.35%
营收环比增长		-0.57%	-33.65%	-16.40%	-3.97%	26.36%	-21.13%	20.52%
营业成本	1,395.81	1,280.54	765.71	540.03	581.38	673.07	501.60	532.67
营业费用	375.95	330.59	309.38	-76.17	178.45	227.82	96.46	158.71
管理费用	256.14	298.70	355.52	431.56	349.15	280.65	361.85	386.89
财务费用	-18.04	-10.87	-12.19	-6.87	-3.54	-11.90	-13.36	-1.60
营业利润	138.14	210.40	-3.22	175.89	36.69	261.74	186.00	188.84
利润总额	144.46	223.86	0.32	188.19	50.05	279.32	212.11	209.16
所得税	26.08	39.03	-4.34	14.12	4.96	40.25	30.94	55.20
归母净利润	114.89	182.11	2.64	176.55	49.64	235.09	181.19	154.21

来源：公司公告；中泰证券研究所 (注：工业板块数据由哈药股份合并报表数据扣除人民同泰数据近似得出)

商业板块毛利提升，费用率降低，业绩高增长

- 商业板块实现收入 89.82 亿元，同比减少 7.09%，主要由于 2016 年 1 月出售了子公司百川医药；商业板块主体子公司人民同泰实现营业收入 900,556 万元，同比增长 1.08%；净利润 2.25 亿元，同比增长 61.62%。

人民同泰的业绩高增长主要靠优化业务结构、提升运营效率带来的毛利率提升以及加强内部管理带来的费用率降低所带来。批发业务毛利率提升 1.20 个 pp 到 6.80%；零售业务毛利率提升 1.75 个 pp 到 28.28%。销售费用率降低 1.03 个 pp，管理费用率下降 0.55 个 pp，财务费用率下降 0.13 个 pp。

图表 8：人民同泰分季度财务数据（单位：百万元）

	2015-1Q	2015-2Q	2015-3Q	2015-4Q	2016-1Q	2016-2Q	2016-3Q	2016-4Q
营业收入	2,705.62	2,113.73	1,968.02	2,121.96	2,303.85	2,212.65	2,086.21	2,402.85
营收同比增长	294.73%	498.00%	453.87%	515.84%	-14.85%	4.68%	6.01%	13.24%
营收环比增长		-21.88%	-6.89%	7.82%	8.57%	-3.96%	-5.71%	15.18%
营业成本	2,271.22	1,922.38	1,789.59	1,938.24	2,081.71	1,998.77	1,865.18	2,157.39
营业费用	126.29	21.70	21.33	22.41	50.44	51.61	55.42	-56.78
管理费用	173.04	87.72	93.17	113.96	68.42	65.18	67.33	222.38
财务费用	8.49	3.02	1.50	0.20	0.67	0.77	-0.18	0.68
营业利润	81.71	57.89	45.00	35.50	84.84	79.53	89.78	38.93
利润总额	84.53	59.26	46.32	39.27	86.09	80.38	91.90	44.23
所得税	27.86	17.83	13.35	37.79	22.27	18.65	23.39	13.78
归母净利润	63.04	41.43	32.96	1.48	63.82	61.73	68.51	30.45

来源：中泰证券研究所

- **批发业务方面：**医药批发业务实现营业收入 774,903.68 万元，同比增长 5.33%。其中实现医疗分销营业收入 520,553.61 万元，同比增长 5.46%。实现商业调拨及第三方终端业务营业收入 254,350.07 万元，同比增长 5.07%。紧抓医疗分销和商业调拨两条业务主线，积极拓展第三终端配送市场，强化与上游重点供应商的合作，提高经营质量。
- **零售业务方面：**医药零售业务实现营业收入 115,186.83 万元，同比增长 15.44%。毛利率提升 1.75 个 pp 至 28.28%。公司完善“药店+便利店”新业态经营模式，发挥规模采购优势，丰富并优化品种结构，利用批零一体化的资源优势，引入高端 DTP 品种，开展 DTP 药房模式，不断提升市场份额，带动销售收入和毛利率的有效提升。

高现金分红回馈股东

- 按 2017 年 3 月 3 日收盘价计算股息率约 5.91%。此前在 2015 年 11 月，公司也曾每 10 股派现 10 元。公司现金流良好，2015 年、2016 年分别实现经营性净现金流 16.60 亿元和 27.78 亿元。同时公司公告了《2017-2019 年股东回报规划》，在目前工业现款现货的环境下，公司的良好现金流有望继续保持，高分红政策有望持续。

风险提示

营销渠道整合不顺利的风险

- 公司对医药工业的营销体系进行了系统变革，专营商网络和“码上有”扫码系统只是初步建成，后续仍存在营销渠道整合不顺利的风险。

药品降价的风险

- 公司处方药产品有降价的风险。

图表 9: 哈药股份财务模型预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	10059	11093	13709	16612	营业收入	14127	15879	17781	19724
现金	4636	4873	6854	9012	营业成本	10392	11559	12784	14081
应收账款	2957	3323	3721	4128	营业税金及附加	97	104	120	131
其他应收款	147	185	194	225	营业费用	762	856	958	1063
预付账款	128	205	194	212	管理费用	1802	1874	1920	2130
存货	1749	2017	2205	2438	财务费用	-28	-123	-153	-210
其他流动资产	443	490	541	597	资产减值损失	142	171	167	164
非流动资产	4993	4519	4067	3612	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	6	0	0	0
固定资产	4101	3708	3293	2868	营业利润	966	1438	1984	2364
无形资产	410	383	356	329	营业外收入	137	137	137	137
其他非流动资产	482	428	418	415	营业外支出	51	51	51	51
资产总计	15053	15613	17776	20224	利润总额	1053	1524	2071	2451
流动负债	6070	6428	6936	7427	所得税	209	303	412	487
短期借款	0	21	24	15	净利润	844	1221	1659	1964
应付账款	2620	2914	3223	3550	少数股东损益	56	77	92	109
其他流动负债	3450	3492	3689	3862	归属母公司净利润	788	1144	1568	1855
非流动负债	685	676	671	665	EBITDA	1415	1770	2290	2614
长期借款	49	46	44	42	EPS (元)	0.31	0.44	0.61	0.72
其他非流动负债	636	630	628	623					
负债合计	6755	7104	7608	8092	主要财务比率				
少数股东权益	446	523	615	723	会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
股本	2541	2590	2590	2590	成长能力				
资本公积	710	710	710	710	营业收入	-10.9%	12.4%	12.0%	10.9%
留存收益	4813	4686	6254	8109	营业利润	30.4%	48.8%	38.0%	19.1%
归属母公司股东权益	7852	7986	9554	11409	归属于母公司净利润	35.8%	45.2%	37.0%	18.3%
负债和股东权益	15053	15613	17776	20224	获利能力				
					毛利率(%)	26.4%	27.2%	28.1%	28.6%
					净利率(%)	5.6%	7.2%	8.8%	9.4%
					ROE(%)	10.0%	14.3%	16.4%	16.3%
					ROIC(%)	19.1%	26.6%	40.4%	50.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.9%	45.5%	42.8%	40.0%
					净负债比率(%)	2.20%	2.33%	2.18%	1.92%
					流动比率	1.66	1.73	1.98	2.24
					速动比率	1.35	1.39	1.64	1.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.98	1.04	1.07	1.04
					应收账款周转率	5	4	4	4
					应付账款周转率	4.26	4.18	4.17	4.16
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.30	0.44	0.61	0.72
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.07	0.43	0.70	0.76
					每股净资产(最新摊薄)	3.03	3.08	3.69	4.41
					估值比率				
					P/E	27.80	19.15	13.98	11.81
					P/B	2.79	2.74	2.29	1.92
					EV/EBITDA	12	10	8	7

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2778	1107	1825	1957
净利润	844	1221	1659	1964
折旧摊销	477	456	459	460
财务费用	-28	-123	-153	-210
投资损失	-6	0	0	0
营运资金变动	1373	-549	-240	-344
其他经营现金流	118	102	101	87
投资活动现金流	-76	0	2	1
资本支出	107	0	0	0
长期投资	0	1	-0	0
其他投资现金流	31	1	2	1
筹资活动现金流	114	-870	154	200
短期借款	-50	21	2	-9
长期借款	0	-3	-2	-2
普通股增加	624	49	0	0
资本公积增加	-401	0	0	0
其他筹资现金流	-59	-937	153	210
现金净增加额	2816	238	1981	2158

来源: 中泰证券研究所

投资评级说明：

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

重要声明：

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。