

日期: 2013年4月11日

行业: 化学制剂



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing@shzq.com

执业证书编号: S0870511030004

生物制药业务成新利润增长点

主要观点:

业务多元化, 在各产业内都居于行业前列

按行业来分, 公司的医药工业约为 100 多亿, 商业流通约为 70 多亿。然而, 由于商业流通利润较低, 因此公司的利润主要由工业贡献。按产品来分, 西药、中药为收入规模较大的业务。根据 2012 年中报显示, 西药业务约占公司收入的 68.15%、中药业务占公司收入的 18.67%。

二次创业、转型升级

公司在新经营班子带领下, 提出了“二次创业、转型升级”的口号。实施加快资本运作、整合营销资源、强化自主创新、提升品牌优势、狠抓降本增效和凝聚优秀人才等6项重点工作, 取得显著经营成效。各主要下属公司由于内部调整, 2012年均处于业绩低谷。预计2013年将恢复增长。

生物制药业务成新利润增长点

生物工程公司目前上市的产品有注射用重组人干扰素(商品名: 利分能)、重组人促红素注射液(商品名: 雪达升)、重组人粒细胞刺激因子注射液(商品名: 里亚金)以及前列地尔脂肪乳等新型化学制剂。公司预计2012年生物工程公司收入约为3-4亿, 而净利润贡献达到1.5亿左右(2012年净利预计为3亿左右)。我们预计, 未来生物制药净利润有望保持20%以上的快速增长, 2013-2015年贡献的净利润占比将达到32.83%、31.17%和26.28%。

排除直销业务影响, 2013年“轻装上阵”

公司于2月27日召开董事会审议通过《关于直销业务的整改方案》, 对直销业务进行整改。直销业务发生的退货影响公司2012年净利润2亿元左右。公司认为, 在暂停直销业务后, 2013年将“轻装上阵”。

投资建议:

未来六个月内, 维持“跑赢大市”评级

预计12年、13年的EPS为0.16元、0.28元。以4月10日收盘价6.69元计算, PE分别为41.45倍和24.04倍。化学制剂上市公司12年、13年市盈率中值分别为31.14倍和24.81倍。公司目前的估值水平稍低于行业平均水平。哈药集团规模实力跻身世界制药50强行列, 其经济规模已达到全省医药产业经济总量的70%以上。随着公司完成内部调整, 2013年开始将重新走上增长的道路; 而随着公司将战略重心移到生物制药上, 将极大改善公司的产品结构和利润结构。我们看好公司未来的发展前景, 给予“跑赢大市”评级。

基本数据 (12Q3)

报告日股价(元)	6.69
12mth A 股价格区间(元)	5.40/7.45
总股本(百万股)	1917.48
无限售 A 股/总股本	54.93%
流通市值(亿元)	70.47
每股净资产(元)	4.02
PBR(X)	1.66
DPS(Y11, 元)	不分配

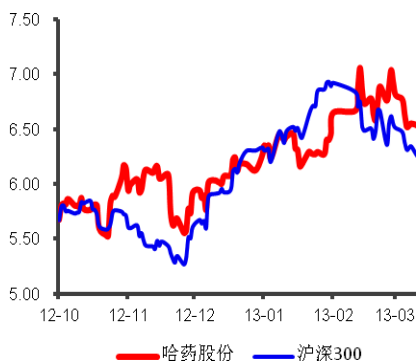
主要股东 (12Q3)

哈药集团有限公司	45.06%
中国建银投资有限责任公司	11.17%
中国证券投资者保护基金	2.24%
农银上海市分行	1.01%

收入结构 (12H1)

西药	68.15%
中药	18.67%
保健品	7.39%
其他	5.04%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB13-CR03

首次报告日期: 2013年4月11日

■ 数据预测与估值:

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	13486.96	16239.00	19315.15	22657.09
增长率	7.59%	20.41%	18.94%	17.30%
归属于母公司的净利润	578.66	309.48	533.69	663.80
增长率	-48.80%	-46.52%	72.44%	24.38%
每股收益 (元)	0.30	0.16	0.28	0.35
PER (X)	22.17	41.45	24.04	19.32

注: 有关指标按最新股本摊薄

一、东北地区医药龙头企业

公司是融医药制造、贸易、科研于一体的国有控股的中外合资企业。主营业务涵盖抗生素、化学药物制剂、非处方药品及保健食品、中药、生物工程药品、动物疫苗及兽药、医药流通七大产业领域，其中，三精牌葡萄糖酸钙口服液销售额 10 亿元，头孢替安、三精牌葡萄糖酸锌口服液及三精牌双黄连口服液销售额 4 亿元以上，新盖中盖牌高钙片销售额 3 亿元以上，护彤销售额 2 亿元以上。公司还拥有“哈药”、“三精”、“盖中盖”、“护彤”及“世一堂”等 5 件中国驰名商标，创全行业及东北三省之最。公司秉承“做地道药品，做厚道企业”的企业宗旨，市场份额迅速提升，业务领域不断扩大，部分产品打入欧洲、亚洲、非洲、中北美洲市场，年出口创汇 1 亿美元以上。

1.1 收入增长平稳，净利下滑明显

2009-2011 年，公司经营保持平稳，从收入增速看，近几年基本保持 10-20% 的增长。除 2011 年由于“限抗”等因素，导致公司收入下滑明显，其余年份公司的收入增速基本保持在 20% 左右。然而从净利润增速看，近三年利润下滑明显。公司认为，在基药招标、药品降价、抗生素限用政策等市场环境带来的销售压力，以及原材料大幅涨价、人工成本不断提高带来的成本压力影响下，公司发展受到了前所未有的严峻考验。此外，2012 年发生的“直销业务”退货事件，直接导致公司损失 2.8 亿元。根据 2012 年三季报显示，公司收入 134.79 亿元，同比增长 24.40%；实现净利润 2.88 亿元，同比下降 66.67%，实现每股 EPS0.15 元。我们预计，公司 2012 年实现净利润 3 亿元左右，实现每股 EPS0.16 元。

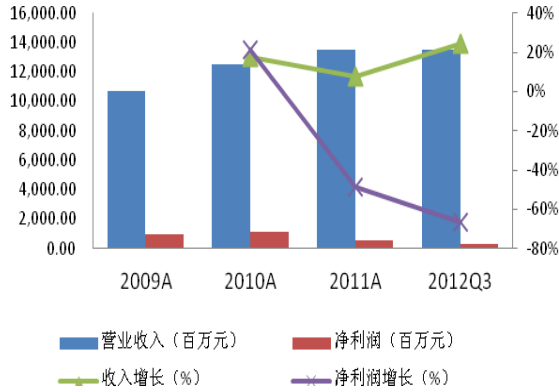
1.2 多措施应对不利环境影响

以产品来分，公司业务主要可分为西药、中药、保健品等几大类。由于公司的产品均包括工业和商业两种业务类型，因此，各业务类型的综合毛利率难以反映整体情况。以 2011 年为例，其西药工业业务毛利达到 30%，而西药商业业务仅为 5%。同时，由于公司下属各子公司均拥有商业和工业业务，且存在自产自销现象，因此从 2012 年起，公司不再分别公布各产品商业和工业的毛利率。

从盈利能力看，近几年公司的销售净利率呈下滑态势。此外，从各项费用率情况看，公司的期间费用率保持下降趋势，除 2012 年第

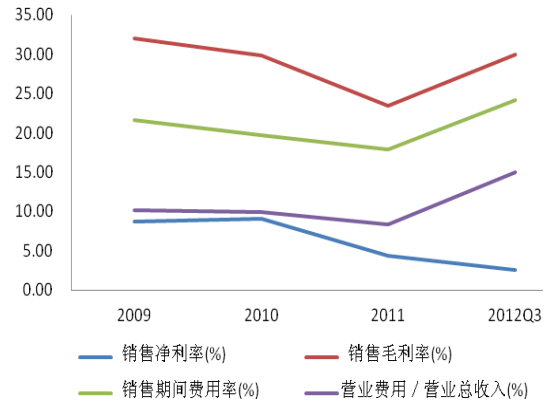
三季度销售费用率上升较快外，其余年份均保持稳定。各项费用率的稳定，有效地缓解了公司成本上涨的压力。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



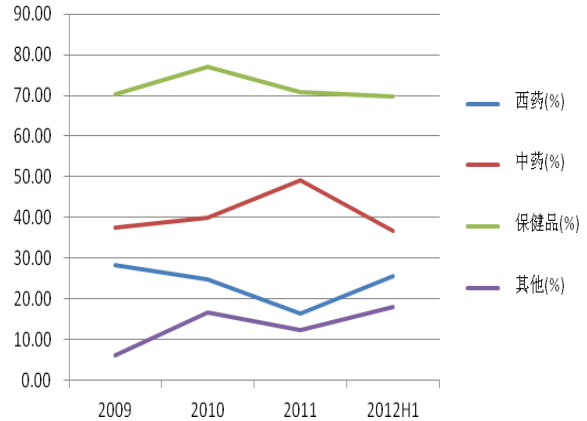
数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来的收入构成变化 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来的毛利率变化 (%)



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、2013 公司主营业务将恢复增长

2.1 公司规模庞大、产业门类齐全

哈药集团规模实力跻身世界制药 50 强行列，连续 5 年蝉联中国制药工业企业百强冠军，连续 5 年入围中国非处方药品生产企业前三强；其经济规模已达到全省医药产业经济总量的 70% 以上。根据公司介绍，公司根据收入、利润情况，将下属公司分为 2 个梯队，即总厂、六厂、三厂（三精制药）为第一梯队；其他的如，销售公司、中

药企业、生物制药企业等均为第二梯队。根据 2010 年的资料显示，经国内品牌价值权威评估机构--北京品牌价值资产评估有限公司的评估，哈药集团以 151.90 亿元的品牌价值成为国内最具价值的医药品牌之一。

图 4 哈药股份组织架构图



数据来源：上海证券研究所

2.2 业务多元化，在各产业内都居于行业前列

由于公司业务横跨医药行业多个子行业，种类繁多，我们将其业务按照产品来划分并梳理。

1) 西药:

A) 抗生素：主要以哈药总厂为主。目前，哈药集团具备年产 8500 吨抗生素原料及中间体、30 亿支西药粉针的生产能力。主要生产青霉素类、头孢菌素类抗生素等 30 余个品种，其中氨苄钠、头孢噻肟钠原粉、头孢唑林钠原粉以及头孢唑林钠粉针的产量和市场份额均居

全国第一位。青霉素工业钾盐通过美国 FDA 认证；部分原料药和制剂通过南非卫生部的 GMP 认证；头孢唑林钠和头孢曲松钠原粉均通过欧洲 EDMP 认证，产品远销世界二十余个国家和地区。

B) 化学制剂：主要以哈药集团三精制药有限公司和哈药集团制药四厂为代表。生产心脑血管系统、消化系统以及维生素类、激素类、抗感染类等多门类综合性治疗药物。企业制剂手段完备，可生产中西药小容量注射剂、粉针剂、口服液、片剂、胶囊等 16 种剂型、700 多个品种。目前哈药集团拥有年产水针 1.4 亿支、片剂 136 亿片。胶囊 65 亿粒的生产规模。主导产品司乐平片、胃必治片、脑安片、强力脑清素片、“三精”葡萄糖酸钙口服液、“三精”葡萄糖酸锌口服液、人参蜂王浆等在同类产品中占有较强的竞争优势。2004 年，“三精”被国家工商管理总局评定为中国驰名商标，实现了东北三省医药行业“零的突破”。

2) 中药

主要以哈药集团中药二厂、哈药集团世一堂制药厂和哈药集团中药三厂为代表。拥有全国乃至全亚洲最大的中药粉针剂生产基地。主要生产双黄连粉针、丹参粉针、刺五加脑灵液、冠心泰、六味地黄丸、世一治感佳、逍遥丸等 200 余种中药产品。其中，中药粉针生产技术为世界首创，属专利产品。目前，哈药集团中药粉针年生产能力 1.2 亿支，规模居全国首位。国际注册的“世一堂”牌商标被国家评定为中国驰名商标、“中华老字号”。

3) 医药商业

主要以哈药集团医药有限公司为代表。该公司下设 200 余家人民同泰药品零售连锁店，规模居黑龙江省首位。目前，主要经营化学药品、中成药、医疗器械等八大类，3000 多个品种规格。作为被国家商务部列为“药品物流配送体系建设”重点扶持企业的哈药集团，将大力发展药品连锁经营、电子商务、现代化物流配送等现代营销方式，通过三至五年的规模运营，建设成为全国销售规模最大、市场覆盖最具活力的特大型医药流通企业。

4) 生物工程

主要以哈药集团生物工程有限公司为代表。现上市产品有注射用重组人干扰素 a2b (商品名：利分能)、重组人促红细胞生成素注射液 (商品名：雪达升)、重组人粒细胞集落刺激因子注射液 (商品名：里亚金)、注射用重组人粒细胞一巨噬细胞集落刺激因子 (商品名：里亚尔) 和重组人干扰素 a2b 软膏 (商品名：里亚美) 等生物工程产品。其中注射用重组人干扰素 a2b 的市场占有率在国内居于首位。企业科技力量雄厚，为国家发改委认定的国家级企业技术中心，科技部认定的国际级企业研发中心。

5) 非处方药及保健食品

主要以哈药集团制药六厂为代表。品种门类齐全,可生产输液剂、口服液、糖浆剂(包括中药提取)、片剂、胶囊剂、颗粒剂等7个剂型、110余种产品。主导产品“新盖中盖”牌高钙片、护彤、朴雪口服液、“为消”牌乳酸菌素片等品种在国内市场具有较高的知名度和占有率。另有跨行业的“纯中纯”牌无菌纯净水和系列饮料。

6) 动物疫苗及兽药

主要以黑龙江省生物制品一厂为代表。该厂是中国农业部专业生产动物用生物制品及各类治疗药物的定点生产企业,被列为“中国动物保健品50强企业”。以生产优良的动物预防用生物制品及保健品而享誉国内外,拥有年产100亿头羽份动物疫苗的生产规模主导产品鸡传染性法氏囊病活疫苗荣获第二届中国农业博览会金奖。2006年3月份该厂的禽流感重组鸡痘病毒载体活疫苗(H5亚型),获得国家生产批准文号,标志哈药集团在抗击禽流感过程中,形成了自己的品牌。

图5 哈药产品梳理图



数据来源: 上海证券研究所

按行业来分,公司的医药工业约为100多亿,商业流通约为70多亿。然而,由于商业流通利润较低,因此公司的利润主要由工业贡献。按产品来分,西药、中药为收入规模较大的业务。根据2012年中报显示,西药业务约占公司收入的68.15%、中药业务占公司收入的18.67%。

2.3 二次创业、转型升级

“十二五”以来,受国家医改一系列政策影响,医药行业遭遇寒流,哈药总厂经营环境持续低迷。面对生存发展危机,哈药集团提出了“二次创业、转型升级”的品牌战略部署,实施加快资本运作、整

合营销资源、强化自主创新、提升品牌优势、狠抓降本增效和凝聚优秀人才等6项重点工作，取得显著经营成效。以营销为例，为有效应对各种不利因素的影响，公司将营销管理作为各项工作的重中之重，从结构调整、产品梳理、老产品二次开发等方面进行积极探索和大胆创新。近期做出的调整，主要有：针对普药的招标，成立政府事务部；针对公司的OTC产品，专门成立了销售公司，负责二线产品的开发。

随着管理机制的改革与创新，公司各主要子公司在2012年都渡过了业绩低谷。以哈药总厂为例，其生产原料药品种35个、原料药中间体11个、制剂品种208个。经过各项调整，2012年实现销售收入34.36亿元，亏损大幅降低，2013年1至2月份实现销售收入6.6亿元，同比增长15.4%。而受渠道调整等影响，公司另一主要子公司三精制药2012年则出现了业绩下滑，预计2012年收入约为38.65亿，同比增长7.19%；净利润约为3.02亿，同比下降24.23%。

随着集团在发展思路上越来越清晰，在整体不利的形势下，各子公司在过去一年多时间内快速遏制经营下滑趋势，成绩来之不易。公司认为，今后哈药集团仍将把调结构放在发展的突出位置，从产品、运行机制等方面抓好结构问题，这是解决当前困境并实现长远发展、提高竞争力的关键问题。我们预计，2013年西药业务将能取得20%左右的增长，而中药业务则能取得10%左右的增长。

三、生物产业成新利润增长点

2011年，哈药股份通过向哈药集团非公开发行股份，收购了哈药集团所持生物工程公司标的资产和三精制药标的资产。根据公司的收购报告书显示，生物工程公司系黑龙江省高新技术企业，主要致力于研发、生产和销售针对肿瘤、心脑血管疾病及肝病药品。

3.1 生物工程公司贡献净利润占比高

生物工程公司科技力量雄厚，为哈尔滨市国家生物医药产业基地挂牌企业，2008年11月被黑龙江省科学技术厅、黑龙江省财政厅、黑龙江省国家税务局和黑龙江省地方税务局认定为高新技术企业。拥有博士8人、研发人员62人，高级以上技术职称37人，完全具备生物工程药物、药物制剂创新药物开发能力。目前在研品种有国家一类新药2个，抗体类国家二类新药3个，其它多个治疗肿瘤类疾病药物及临床前研究阶段的多肽药物。

生物工程公司拥有一批成熟产品，如注射用重组人干扰素 α -2b、重组人粒细胞刺激因子注射液等、重组人促红素注射液等，市场份额

稳步增长，在同行业确立了较为领先的地位。注射用重组人干扰素 α 2b 市场占有率国内领先于竞争对手，重组人粒细胞刺激因子注射液近4年保持27.5%的年复合增长率，重组人促红素注射液近4年保持85%的年复合增长率。此外，生物工程公司还积极开拓并推出新的拳头产品，于2009年上市的前列地尔注射液是国内首仿产品，该产品生产工艺难度较大，仓储运输条件较高，生物工程公司利用自身技术、质量、服务和品牌优势，迅速成为具备持续、稳定供货能力的少数厂家之一，该产品上市第一年即达到2,500万元的销售额，2010年销售实现跨越式增长，近9,000万元，市场占有率排名第二。

根据收购报告书显示，生物工程公司2009-2011年营业收入以56.27%的复合增长率高速增长，净利润以222.95%的复合增长率快速增长。

表1 生物工程公司主要产品

序号	产品名称	主要原材料
1	利分能	主料为 INF
2	里亚金	主料为 G-CSF
3	紫杉醇	主料为紫杉醇，辅料为蓖麻油等
4	前列地尔	主料为前列地尔，辅料为大豆磷脂等
5	雪达升	主料为 EPO

数据来源：收购报告书，上海证券研究所

3.2 主导产品有望保持快速增长

3.2.1 重组人粒细胞集落刺激因子注射液（商品名：里亚金）

根据收购报告书显示，公司2010年收入约为2.5亿元，按照每年35%增速来推算，2012年收入规模约为4.6亿元。其中，重组人粒细胞集落刺激因子注射液（商品名：里亚金）2011年收入规模约为5千万，占公司收入比重约为15%。我们推测，如果按照30%增速，里亚金在2012年收入规模约为7千万。里亚金主要适应症是，癌症化疗等原因导致中性粒细胞减少症、促进骨髓移植后的中性粒细胞数升高、骨髓发育不良综合征引起的中性粒细胞减少症、再生障碍性贫血引起的中性粒细胞减少症、先天性、特发性中性粒细胞减少症、骨髓增生异常综合征伴中性粒细胞减少症、周期性中性粒细胞减少症。癌症患者使用骨髓抑制性化疗药物，特别在强烈的骨髓剥夺性化学药物治疗后，注射本品有助于预防中性粒细胞减少症的发生，减轻中性粒细胞减少的程度，缩短粒细胞缺乏症的持续时间，加速粒细胞数的恢复，从而减少合并感染发热的危险性。南方所数据显示，2010年在中国抗肿瘤药物医院市场中重组人粒细胞集落刺激因子占据4.33%，

市场份额逐年下降。在中国 G-CSF 市场上，山东齐鲁制药厂表现最为突出，公司产品（商品名：瑞白）占有 34.62% 的市场份额，位列榜首。公司产品约占 6.23% 的市场份额。考虑到公司所处市场地位，我们预计未来里亚金有望维持 10-20% 左右的增长。

图 6 2010 年重组人粒细胞集落刺激因子医院市场厂家竞争格局

药名	生产企业	2010 年市场份额
重组人粒细胞集落刺激因子	山东齐鲁制药厂	34.62%
	日本协和发酵麒麟株式会社	14.44%
	浙江杭州九源基因工程有限公司	10.55%
	哈药集团生物工程有限公司	6.23%
	福建厦门特宝生物工程有限公司	5.56%
	北京双鹭药业股份有限公司	4.54%
	华北制药金坦生物技术股份有限公司	4.52%
	日本中外制药株式会社	3.44%
	北京四环生物制药有限公司	3.04%
	江苏吴中医药集团有限公司苏州中凯生物制药厂	2.81%

数据来源：南方所，上海证券研究所

3.2.2 注射用重组人干扰素 a2b（商品名：利分能）

注射用重组人干扰素 a2b（商品名：利分能），主要用于治疗某些病毒性疾病，如急慢性病毒性肝炎、带状疱疹、尖锐湿疣；及用于治疗某些肿瘤，如毛细胞性白血病、慢性髓细胞性白血病、多发性骨髓瘤、非何杰金氏淋巴瘤、恶性黑色素瘤、肾细胞癌、喉乳头状瘤、卡波氏肉瘤、卵巢癌、基底细胞癌、表面膀胱癌等。资料显示，重组人干扰素的国内市场销售规模在 2008 年为 22 亿元，其中进口长效重组人干扰素约为 14 亿元，国产普通重组人干扰素约为 8 亿元。近年基因重组人干扰素国内市场规模增长平稳，除 2007 年的销售规模略有下滑外，其他几年的销售规模均保持 10% 以上的增长。按照拥有同类产品的国内公司天津华立达在 2008 年占 5.42% 的市场规模测算，公司 2012 年，该产品的销售规模约为 6 千万元左右。由于市场基数较小，我们预计利分能未来有望保持 20% 左右的增长。

图 7 重组人干扰素制剂市场份额情况
(1) 注射剂

2006 年			2007 年			2008 年		
排名	名称	市场份额	排名	名称	市场份额	排名	名称	市场份额
1	先灵葆雅	13.89%	1	罗氏制药	42.22%	1	罗氏制药	39.68%
2	深圳科兴	11.16%	2	先灵葆雅	14.35%	2	先灵葆雅	13.91%
3	天津华立达	8.52%	3	天津华立达	7.98%	3	天津华立达	5.42%
4	罗氏制药	8.04%	4	深圳科兴	6.08%	4	北京三元	5.06%
5	北京三元	7.56%	5	北京三元	4.99%	5	北京凯因	3.61%
6	北京凯因	3.45%	6	北京凯因	3.83%	6	安科生物	3.15%
7	沈阳三生	3.44%	7	安科生物	3.51%			

数据来源：南方所，上海证券研究所

3.2.3 前列地尔

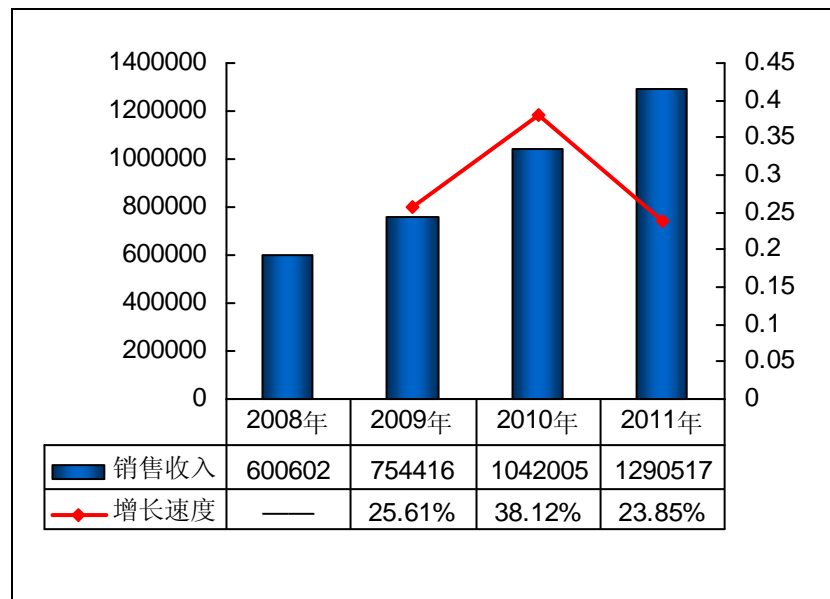
前列地尔是一种公认的内源性生理活性物质，也就是说人体正常组织细胞均能合成，是调节细胞功能的重要物质，它存在于人体的几乎所有生理现象，在体内不积累，不产生耐药性、且无毒、无损害性副作用，治疗效果确切，作用优于外源性药物，专家称其为血管的“清洗剂”。广泛应用于心血管、内分泌、消化、呼吸、生殖、血液系统等领域。目前临床上应用于治疗脑血管疾病、重症肝炎、糖尿病、慢性肝炎、糖尿病并发症、勃起功能障碍等。工业上以羊精囊、月见草油为起始原料，采用酶促工艺提取生产。

得到前列地尔的生产准字号的企业共有 46 家企业，可是市场销售额、市场占有率却相当的集中。1995 年得到日本炎症学会会长水岛裕教授将其靶向药物的制药专利技术赠送给中国，北京泰德制药有限公司利用了这一技术，成功研制了前列地尔注射液，商品名为“凯时”。“凯时”以 90% 的市场份额的绝对优势占据着前列地尔市场的头把交椅。该产品上市以来市场销售额年年攀升，目前年销售额将近 10 亿元。这些年来没有其他公司可以撼动“凯时”在这一领域的地位，德国许瓦兹大药厂的前列地尔在珠海的珠海许瓦兹有限公司经过分装，在中国以“保达新”上市，虽然多年以来许瓦兹对此药有比较大的广告宣传投入，销售额也逐年增长，但是市场份额却有所萎缩。公司的“曼新妥”作为前列地尔的首仿产品，上市以来实现跨越式增长，已经超过“保达新”，位居第二位。

前列地尔在 1998 年进入中国以来，在经过 1998-2000 年储备发展期以后，前列地尔已经进入了飞速发展时期，从 2006 年到 2010 年，前列地尔的平均增长率达到 33%。根据前列地尔的应用领域、抽样

框的覆盖率以及化药协会上报产量，有研究机构推测 2010 年前列地尔的销售规模达 15 亿元，随着临床用药的需要及给药途径的扩大，预期未来几年前列地尔将保持 20%左右的增速。公司产品在 2010 年收入约为 9 千万，市场份额占比约为 6%；如果以 25%速度的增长，预计 2012 年收入将达到 1.4 亿元左右。

图 8 2008-2011 年中国前列地尔产品行业销售收入增长情况（千元）



数据来源：中国市场调查研究中心，上海证券研究所

表 2 重点企业市场份额分析（2009 年）

企业名称	市场份额
北京泰德制药股份有限公司	46.25%
重庆药友制药有限责任公司	8.38%
西安力邦制药有限公司	6.09%
海南碧凯药业有限公司	5.28%
哈尔滨三联药业有限公司	1.32%
哈药集团生物工程有限公司	0.78%
吉林英联生物制药股份有限公司	0.65%
沈阳格林制药有限公司	0.58%
内蒙古白医制药股份有限公司	0.46%
哈高科白天鹅药业集团有限公司	0.42%

数据来源：中国市场调查研究中心，上海证券研究所

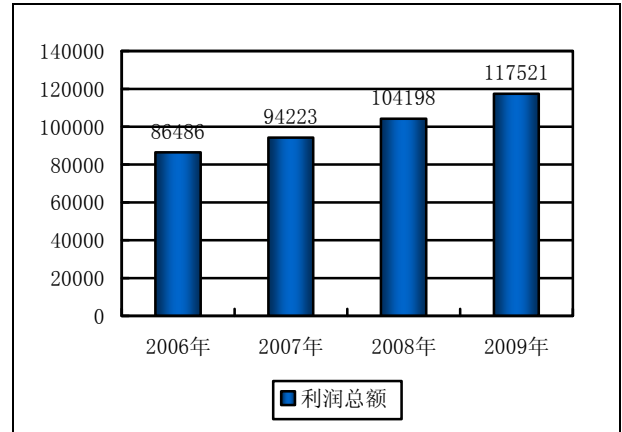
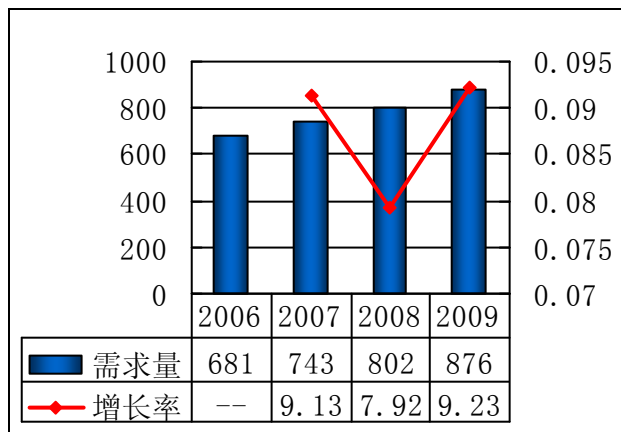
3.2.4 重组人促红细胞生成素注射液（商品名：雪达升）

重组人促红细胞生成素是细胞因子的一种，在骨髓造血微环境下促进红细胞的生成。其在医疗上用途主要是增加红血球的数目，用于

贫血、组织断离、早产儿，用在癌学和血液学方面。在体育上，还可用于增加训练耐力和训练负荷，属于国际奥委会规定的违禁药物。目前，重组人促红细胞生成素的临床应用主要是：肾功能衰竭所致的贫血，癌性贫血，结缔组织病贫血，骨髓增生异常综合征贫血等。

1985 年科学家应用基因重组技术，在实验室获得重组人 EPO (rhEPO)，1989 年安进 (Amgen) 公司的第一个基因重组药物 Epogen 获得 FDA 的批准。2003 年销售值达到 24.4 亿美元，成为名副其实的“重磅炸弹”基因药物。2003 年全世界 EPO 的年销售额超过 50 亿美元。创下生物工程药品单个品种之最，是当今最成功的基因工程药物。目前，国内已有 10 多家单位获准生产红细胞生成素。沈阳三生和上海麒麟鲲鹏 (中国) 生物药业的产品在国内医院的销售额独领风骚。根据中国市场调查研究中心报告显示，2009 年 EOP 的利润总额约为 1.17 亿元，净利率约为 15%，预计其销售收入约为 7.8 亿。如果行业以 8% 的速度增长，EOP 在 2012 年的销售收入应达到 9.83 亿规模。假定公司在 2009 年占市场份额为 1%，且近三年均以 80% 的增速度增长，则 2012 年 EOP 的销售收入将达到 5700 万左右。由于公司产品基数小，预计未来仍有望保持 30% 以上的快速增长。

图 9 2006-2009 年我国重组人红细胞生长因子需求量(万支) 图 10 2006-2009 年重组人红细胞生长因子(EOP)产业利润总额(千元)



数据来源：中国市场调查研究中心，上海证券研究所

数据来源：中国市场调查研究中心，上海证券研究所

3.3 生物制药贡献利润提高将提升估值

根据公司公布的收购报告书显示，未来生物工程公司有望保持 20% 以上的净利增速。公司认为，2012 年，生物工程公司净利润约为 1.4-1.7 亿元，其占公司净利润的比重约为 50% 左右。由于 2012 年公司发生直销退货这一意外事件，我们预计，公司 2013-2015 年净利润约为 5.33 亿、6.64 亿、9.32 亿元，即使按照收购报告书的预测，生

物公司贡献的净利润占比将达到 32.83%、31.17%和 26.28%。我们认为，随着公司生物制药业务贡献的净利润逐年提高，将极大改善公司现有业务的利润结构，也有助于改善公司长期以来“品种落后”、“普药为主”的业内形象，将有助于提升公司的估值。

表 3 生物工程公司盈利预测

项目	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E
净利润（亿元）	0.28	1.00	1.21	1.45	1.75	2.07	2.45
净利润增速		257.14%	20.77%	20.28%	20.47%	18.05%	18.45%

数据来源：收购报告书，上海证券研究所

四、排除直销业务影响，2013 年“轻装上阵”

2012 年 2 月 14 日，公司收到所属分公司哈药集团股份有限公司黑龙江销售分公司及子公司哈尔滨哈药健康产业有限公司提交的《直销业务自查报告》，发现上述两家公司在直销业务运营过程中存在不规范运作情况。公司于 2 月 27 日召开六届六次董事会审议通过《关于直销业务的整改方案》，对直销业务进行整改，要求两家公司立即终止与经销商的现有经营行为，并妥善处理与经销商终止经营行为后的相关事宜，对于愿意转为店铺经营的经销商，应在制定具体业务运营规则后转入店铺经营；对于要求退货退款的经销商，应向审核确认的经销商进行退货退款。上述事项影响公司 2012 年净利润 2 亿元左右。公司认为，在暂停直销业务后，2013 年将“轻装上阵”。

五、盈利预测及主要假设

5.1 主要假设

关键假设如下：

- 1) 2013 年起，公司各主要子公司完成内部调整，各项业务步入正常增长；
- 2) 抗生素行业渡过 2012 年业务低谷，产量、毛利率逐步上升；
- 3) 中药及生物制药推广顺利，未来保持快速增长。

5.2 盈利预测

我们预计，2012-2014 年，净利润将实现年递增-46.52%、72.44%

和 24.38%，相应的每股收益为 0.16 元、0.28 元和 0.35 元。

六、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

预计 12 年、13 年的 EPS 为 0.16 元、0.28 元。以 4 月 10 日收盘价 6.69 元计算，PE 分别为 41.45 倍和 24.04 倍。化学制剂上市公司 12 年、13 年市盈率中值分别为 31.14 倍和 24.81 倍。公司目前的估值水平稍低于行业平均水平。哈药集团规模实力跻身世界制药 50 强行列，其经济规模已达到全省医药产业经济总量的 70% 以上。随着公司完成内部调整，2013 年开始将重新走上增长的道路；而随着公司将战略重心移到生物制药上，将极大改善公司的产品结构和利润结构。我们看好公司未来的发展前景，给予“跑赢大市”评级。

七、风险提示

7.1 价格调整风险

国家《药品政府定价办法》规定，国家对药品价格进行政府管制。随着国家药品价格改革、医疗保险制度改革的深入及相关政策、法规的调整或出台，预计药品的降价趋势仍将持续随着医药产品市场竞争的进一步加剧。此外，随着医院以招投标方式采购药品的进一步推广，公司产品的医院招标价格也存在下滑的风险。假如产品售价出现较大下降，将对公司未来的盈利能力构成不利影响。

7.2 产品质量风险

公司生物制药产品主要用于癌症、心血管等疾病的治疗，生物制品对产品质量有着严格的要求。截至目前，公司从未发生任何重大产品质量事故，但不排除未来因产品出现质量问题而影响公司生产经营的风险。

7.3 环保成本增加的风险

公司生产过程中会产生废水、废气和废渣，若处理不当会污染周边环境。如果未来国家和地方政府进一步提高环保标准，将会导致公司需要加大环保投入，从而会提高公司经营成本，影响公司经营业绩。

八、附表

附表1 哈药股份损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	13,486.96	16,239.00	19,315.15	22,657.09	26,395.08
二、营业总成本	12,912.37	15,679.13	18,694.58	21,885.23	25,390.62
营业成本	10,325.76	12,578.41	15,087.32	17,768.26	20,644.70
营业税金及附加	73.12	96.51	111.22	129.32	153.17
销售费用	1,121.07	1,591.42	1,738.36	1,925.85	2,190.79
管理费用	1,340.52	1,461.51	1,738.36	2,039.14	2,375.56
财务费用	-50.82	-64.96	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	102.71	16.24	19.32	22.66	26.40
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	107.59	0.00	0.00	0.00	
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	682.18	559.86	620.56	771.86	1,004.46
加: 营业外收入	89.00	100.00	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	69.66	300.00	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	701.52	359.86	620.56	771.86	1,004.46
减: 所得税	120.30	50.38	86.88	108.06	140.62
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	581.22	309.48	533.69	663.80	863.84
减: 少数股东损益	2.56	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	578.66	309.48	533.69	663.80	863.84
七、摊薄每股收益(元)	0.30	0.16	0.28	0.35	0.45

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
西药	10637.17	12765.73	15435.53	18222.70
中药	1206.49	1832.45	1983.62	2213.79
保健品	948.88	1089.82	1280.09	1525.32
其他	497.37	550.99	615.91	695.28
合计	13486.96	16239.00	19315.15	22657.09
分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
西药	8877.47	10823.37	13164.07	15586.93
中药	612.19	943.69	1003.78	1102.57
保健品	277.48	355.05	451.67	573.06
其他	435.56	456.30	467.80	505.70

合计	10325.76	12578.41	15087.32	17768.26
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
西药	11.17%	20.01%	20.91%	18.06%
中药	-11.39%	51.88%	8.25%	11.60%
保健品	5.59%	14.85%	17.46%	19.16%
其他	-13.14%	10.78%	11.78%	12.89%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
西药	16.54%	15.22%	14.72%	14.46%
中药	49.25%	48.50%	49.40%	50.20%
保健品	70.75%	67.42%	64.72%	62.43%
其他	12.42%	17.19%	24.05%	27.27%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 哈药股份历年财务指标

指标名称	2009 年	2010 年	2011 年	2012 年 Q3
销售毛利率(%)	31.99	29.83	23.44	29.91
EBIT/主营业务收入(%)	10.22	10.27	4.78	3.58
销售净利率(%)	8.74	9.04	4.31	2.59
净资产收益率(全面摊薄)(%)	15.86	18.10	8.98	4.08
流动比率	1.71	1.65	1.62	1.66
速动比率	1.24	1.16	1.12	1.24
资产负债率(%)	40.20	44.35	44.99	45.53
存货周转率	4.02	4.21	4.33	3.74
应收账款周转率	7.48	7.72	7.52	5.76
总资产周转率	1.08	1.15	1.15	1.00
净利润同比增长率(%)	8.19	21.15	-48.80	-73.71
每股收益(全面摊薄)	0.75	0.91	0.36	0.15
每股经营性现金流量	1.49	0.93	-0.02	0.33
每股未分配利润	1.89	2.23	1.60	1.88
每股资本公积金	0.74	0.75	0.58	0.49

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大势	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大势同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大势	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。