

哈药股份 (600664)

强烈推荐

行业：化学制剂

流水不腐,户枢不蠹-哈药股份调研纪要

近日我们对哈药股份进行了深入调研,并与公司管理层就公司近期推出的股权激励计划及公司内部改革进行了深入交流。我们认为近年来公司内部改革不断深入,涉及销售、生产与内部管理多个环节。严苛的股权激励解锁条件,对于公司管理层与员工既是激励也是约束。我们看好公司通过多领域深入改革提高运营效率,通过外延并购丰富公司产品,通过股权激励调动员工积极性的措施。未来通过提高自身盈利能力与外延扩张,业绩有望快速增长,目前公司的估值水平已经进入较低区间,建议投资者给予重点关注。

投资要点:

◇ **龙江第一单,股权激励搅动一池春水。**此次股权激励方案受到了政府有关部门的高度重视,市政府批复速度非常迅速,体现了地方政府与企业的决心。激励对象主要以销售人员为主,附带采购和监察员工,突出企业目前的工作重点是以营销体系改革为主。解锁条件以2014扣非净利润2.29亿为基础,未来三年扣非净利润分别打到6.87亿,10.31亿和14.89亿。较高的解锁条件,体现了本次股权激励方案激励+约束的目的,展现了公司在目前医药整体大环境下背水一战的决心。

◇ **平静湖面下波涛汹涌,公司内部剧烈变革。**公司自2014年营销改革开始,拉开了内部改革的序幕。**第一:理顺公司业务,解决同业竞争。**通过与三精制药的资产重组,理顺了上市公司业务范围,解决了同业竞争。**第二:强化营销整合,重点解决地区窜货和终端销售掌控能力。**在营销改革方面,公司改变了历史上各自为政的分散局面,将各下属公司、厂企销售整合到销售公司平台,极大的增强了公司销售掌控能力和成本控制能力。通过加盟商制度的调整,改变原有地区销售商尾大不掉现状,终端控制深入区县,逐步加强公司终端控制能力。并通过公司严密监控与“哈药产品追溯码”对于药品进行区域监管,强力打击销售商地区间窜货行为。另外,通过组织结构精简,在销售领域打破原有多层级体系,使得公司管理更加扁平化。**第三:整顿梳理产品结构,提高企业经营效率。**公司原有大量亏损产品进行生产销售,造成高营收低盈利的情况。通过产品结构的调整,公司逐步关停亏损和低盈利产品,优化产品结构,从中报中我们也可以看出,虽然营收在下降,但毛利率却提高5.4个百分点。**第四:人力资源改革,新鲜血液的补充和内部减员增效同步推行。**公司在组织机构上进行了改革调整,从下属企业领导班子入手,淘汰冗员,减员增效。并对于关键部门,如招采、监察等部门全部重新竞聘上岗。公司内部人力资源形成了合理流动与竞争淘汰机制。**第五:生产改革推进,精细化管理,提高单位人力产出。**通过生产改革与人员的合理调配,在用人、用时和用料上精细化管理,降

作者

署名:张镞

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与:孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

6-12个月目标价: 11.34

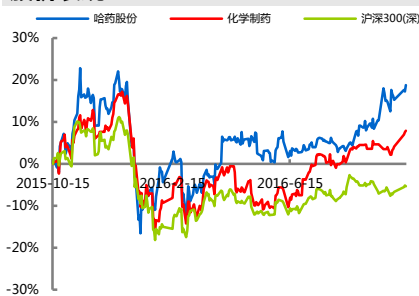
当前股价: 9.32

评级调整: 首次

基本资料

总股本(百万股)	2,493
流通股本(百万股)	2,493
总市值(亿元)	232
流通市值(亿元)	232
成交量(百万股)	3.69
成交额(百万元)	34.53

股价表现



相关报告

低单位产出的人力成本，提高工人单位产出。**流水不腐，户枢不蠹，公司通过销售、生产和内部管理多个环节的剧烈变革，极大的激发了企业活力，一改老国企沉闷风气，我们十分看好公司的改革方向与措施。**

✧ **外延并购不缺资金，品种扩充不缺决心。**通过外延并购扩充公司品种是公司既定方针。作为龙江地区大型医药企业，公司自有资金充裕，银行信誉良好。近 37 亿自有资金和 300 亿银行授信额度给予了公司极大的收购操作空间。外延预期强烈。

✧ **业绩分析，短期向成本要利润，长期向市场要发展：**受到国内限抗政策、医保控费和药品招标政策影响，公司近三年营收小幅下降，公司积极调整产品结构，对于低毛利品种进行限产限销售，导致上半年营收出现 22.12% 的下滑。半年报显示，**工业方面：**原料药板块公司积极调整，逐步停产亏损品种，加大外购力度，同时受原料药行业供需关系影响，收入下滑 60%。化学制剂板块由于对于低毛利产品进行限产限销，同时受到行业政策影响，营收出现 37.45% 的下滑，但毛利提高了 7.67 个百分点，结构调整初见成效。高毛利保健品板块营收稳定。生物制剂板块受到行业政策影响降价压力较大，上半年出现 47% 的下滑。**商业方面：**受到剥离百川医药影响，营收出现 11.76% 的下滑，但产品毛利增加 1.65 个百分点。**短期来看：**公司逐步调整产品结构，放弃低毛利产品，加大内部管控，通过营销改革向销售成本要利润，公司销售费用连年下降，逐步调整卫视广告轰炸策略，广告费用上半年下降至 1.23 亿。精细办公管理，办公差率费用由 14 年 5.5 亿规模下降为 16 年上半年 1.3 亿，其他运输仓储与销售促销费用也下降明显。**长期来看：**公司作为老牌普药企业，产品线丰富，品牌号召力强大，客户粘性较强。通过营销改革的持续深入理顺现有营销体系，加大终端市场管控力度，股权激励方案出台的激励作用进一步调动销售人员工作积极性，未来销售有望出现恢复性增长。强烈的外延预期，也有望通过收购获得具有市场竞争力的大品种支持，助推业绩增长。

✧ **首次覆盖，给予“强烈推荐”评级。**公司品牌号召力十足，产品线丰富，工商业发展协同性良好。本次股权激励方案的推出实施，更是极大的激发了公司员工的积极性。内部在销售、生产和内部管理的深入改革，将促使企业迸发出更大的爆发力。我们看好公司通过持续不断的改革助推业绩持续增长。我们预测的 16/17/18 年 EPS 分别为 0.27/0.41/0.60 元，对应当前股价 PE 为 34/23/16 倍。首次覆盖，给予“强烈推荐”评级，目标价格 11.34。

✧ **风险提示：**营销改革效果不及预期风险，市场环境与行业政策风险，外延并购不及预期风险

主要财务指标

单位：百万元	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15856	13037	14440	16423
收入同比(%)	-4%	-18%	11%	14%
归属母公司净利润	580	679	1029	1494
净利润同比(%)	135%	17%	52%	45%
毛利率(%)	24.9%	24.2%	25.7%	27.3%
ROE(%)	8.2%	8.8%	11.7%	14.6%
每股收益(元)	0.23	0.27	0.41	0.60
P/E	40.18	34.34	22.66	15.60
P/B	3.30	3.01	2.66	2.27

请务必阅读正文之后的免责条款部分

EV/EBITDA	19	18	14	10
-----------	----	----	----	----

资料来源：中国中投证券研究总部

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	8343	8841	10693	13150
现金	1820	3886	5258	7030
应收账款	2427	1996	2210	2514
其它应收款	206	0	0	0
预付账款	183	152	165	183
存货	2227	1981	2149	2393
其他	1481	827	911	1030
非流动资产	5423	4835	4323	3800
长期投资	10	0	0	0
固定资产	4461	4057	3612	3146
无形资产	421	384	348	312
其他	531	394	363	342
资产总计	13766	13677	15016	16951
流动负债	5594	4862	5117	5470
短期借款	50	0	0	0
应付账款	2254	1872	2031	2261
其他	3290	2990	3086	3209
非流动负债	689	614	610	612
长期借款	49	49	49	49
其他	640	565	561	563
负债合计	6283	5476	5727	6082
少数股东权益	430	469	529	615
股本	1917	2493	2493	2493
资本公积	1111	536	536	536
留存收益	4025	4703	5732	7226
归属母公司股东权益	7053	7732	8760	10254
负债和股东权益	13766	13677	15016	16951

现金流量表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	1660	2079	1179	1512
净利润	614	718	1088	1580
折旧摊销	484	495	501	503
财务费用	-35	-105	-178	-243
投资损失	-0	-15	0	0
营运资金变动	346	1367	-257	-378
其它	251	-381	25	49
投资活动现金流	-284	111	15	17
资本支出	291	0	0	0
长期投资	0	-66	0	0
其他	6	46	15	17
筹资活动现金流	-1891	-124	178	243
短期借款	36	-50	0	0
长期借款	-4	0	0	0
普通股增加	0	575	0	0
资本公积增加	121	-575	0	0
其他	-2044	-74	178	243
现金净增加额	-515	2066	1372	1772

资料来源：中国中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

利润表

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	15856	13037	14440	16423
营业成本	11904	9886	10724	11942
营业税金及附加	99	81	90	102
营业费用	1132	913	982	1067
管理费用	1810	1369	1444	1560
财务费用	-35	-105	-178	-243
资产减值损失	206	90	90	90
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	15	0	0
营业利润	741	818	1288	1903
营业外收入	75	88	81	81
营业外支出	30	9	9	9
利润总额	786	897	1360	1975
所得税	172	179	272	395
净利润	614	718	1088	1580
少数股东损益	34	39	59	86
归属母公司净利润	580	679	1029	1494
EBITDA	1191	1209	1611	2163
EPS (元)	0.30	0.27	0.41	0.60

主要财务比率

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
成长能力				
营业收入	-4.0%	-17.8%	10.8%	13.7%
营业利润	118.0%	10.4%	57.5%	47.7%
归属于母公司净利润	134.8%	17.0%	51.6%	45.2%
获利能力				
毛利率	24.9%	24.2%	25.7%	27.3%
净利率	3.7%	5.2%	7.1%	9.1%
ROE	8.2%	8.8%	11.7%	14.6%
ROIC	9.1%	12.5%	20.8%	32.5%
偿债能力				
资产负债率	45.6%	40.0%	38.1%	35.9%
净负债比率	3.15%	0.89%	0.85%	0.80%
流动比率	1.49	1.82	2.09	2.40
速动比率	1.06	1.41	1.67	1.97
营运能力				
总资产周转率	1.06	0.95	1.01	1.03
应收账款周转率	6	5	6	6
应付账款周转率	4.58	4.79	5.50	5.57
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.23	0.27	0.41	0.60
每股经营现金流(最新摊薄)	0.67	0.83	0.47	0.61
每股净资产(最新摊薄)	2.83	3.10	3.51	4.11
估值比率				
P/E	40.18	34.34	22.66	15.60
P/B	3.30	3.01	2.66	2.27
EV/EBITDA	19	18	14	10

投资评级定义**公司评级**

- 强烈推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
- 推荐：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数涨幅介于 10%-20%之间
- 中性：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数变动介于±10%之间
- 回避：预期未来 6-12 个月内，股价相对沪深 300 指数跌幅 10%以上

行业评级

- 看好：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现优于沪深 300 指数 5%以上
- 中性：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数持平
- 看淡：预期未来 6-12 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上

研究团队简介

张镭,中国中投证券研究总部首席行业分析师,清华大学经济管理学院 MBA。
孙明达,吉林大学有机化学博士,医药行业两年从业经验。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中国中投证券”)提供,旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中国中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中国中投证券事先书面同意,不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道,由公司授权机构承担相关刊载或转发责任,非通过以上渠道获得的报告均为非法,我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中国中投证券认为可靠的公开信息和资料,但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中国中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测,且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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,也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。

本报告中的内容和意见仅供参考,并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容,独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

该研究报告谢绝一切媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究总部公司网站：<http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编：518000 传真：(0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编：100032 传真：(010) 63222939	上海市虹口区公平路 18 号 8 号楼嘉昱大厦 5 楼 邮编：200082 传真：(021) 62171434