

**哈药股份 (600664)**
**强烈推荐**
**行业：化学制剂**

## 变则通，通则久——三季度经营拐点渐现

**事件：**公司近期公布了三季报。公司 Q1-Q3 实现营业收入 103.45 亿，同比下滑 17.50%，归属上市公司股东净利润 6.11 亿，同比大增 51.84%，扣非净利润 5.5 亿，同比增长 44.21%。Q3 公司实现营业收入 32.30 亿，与去年相比保持稳定，三季度归母净利润 2.32 亿，同比大增 751%。

### 投资要点：

✧ **下滑趋势企稳，三季报运营拐点渐现。** Q3 单季营收 32.3 亿，同比下滑 4.9%，营收端连续四个季度下滑趋势企稳，营销改革带来的阶段性阵痛逐渐消化。受到产品结构调整、销售费用下降推动，Q3 归母净利润同比大增 751%。公司营销改革深入推进，不断压缩渠道层级，整合产品、渠道、终端和广告，前三季度销售费用同比大幅下滑 44.30%，单季度销售费用同比下降 54.07%。

✧ **产品毛利不断提升，经营质量持续改善。** 受益于公司产品结构调整，对亏损产品进行限产限销，产品毛利逐步提升至 25.55%。销售政策和结款政策的改革，不断降低企业运营风险，经营质量稳步提高：前三季度公司货币资金同比增加 118.42%，应收票据同比降低 74.03%，预收账款同比增加 38.86%。

✧ **内部改革不断深化，股权激励创造活力。** 公司通过销售、生产和内部管理多个环节的不断改革，打破固有模式，极大的提高了公司运营质量与运营效率。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。股权激励适时推出，受到了政府有关部门的高度重视，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，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。高标准的解锁条件，体现了本次股权激励方案激励+约束的目的，也展现了公司在目前医药整体大环境下背水一战的决心。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。同时强烈的外延预期，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。

✧ **维持强烈推荐。** 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。**变则通，通则久，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 35/23/16 倍。维持“强烈推荐”评级，目标价格 11.34 元。

✧ **风险提示：**营销改革不及预期风险，市场环境及行业政策风险，外延并购不及预期风险。

### 作者

署名人：张镭

S0960511020006

0755-82026705

zhanglei@china-invs.cn

参与人：孙明达

S0960116070009

0755-82023402

sunmingda@china-invs.cn

**6 - 12 个月目标价：** 11.34

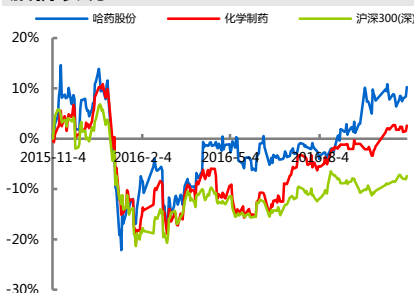
当前股价： 9.56

评级调整： 维持

### 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)	238
流通市值(亿元)	238
成交量(百万股)	12.97
成交额(百万元)	124.24

### 股价表现



### 相关报告

《流水不腐,户枢不蠹-哈药股份调研纪要》20161013

## 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	40.05	34.23	22.58	15.55
P/B	3.29	3.00	2.65	2.27
EV/EBITDA	18	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
<b>流动资产</b>	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
<b>非流动资产</b>	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
<b>资产总计</b>	13766	13677	15016	16951
<b>流动负债</b>	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
<b>非流动负债</b>	689	614	610	612
长期借款	49	49	49	49
其他	640	565	561	563
<b>负债合计</b>	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
<b>负债和股东权益</b>	13766	13677	15016	16951

**现金流量表**

会计年度	2015	2016E	2017E	2018E
<b>经营活动现金流</b>	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
<b>投资活动现金流</b>	-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
<b>筹资活动现金流</b>	-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
<b>现金净增加额</b>	-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
<b>营业收入</b>	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
<b>营业利润</b>	741	818	1288	1903
营业外收入	75	88	81	81
营业外支出	30	9	9	9
<b>利润总额</b>	786	897	1360	1975
所得税	172	179	272	395
<b>净利润</b>	614	718	1088	1580
少数股东损益	34	39	59	86
<b>归属母公司净利润</b>	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
<b>成长能力</b>				
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%
<b>获利能力</b>				
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%
<b>偿债能力</b>				
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
<b>营运能力</b>				
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
<b>每股指标 (元)</b>				
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
<b>估值比率</b>				
P/E	40.05	34.23	22.58	15.55
P/B	3.29	3.00	2.65	2.27
EV/EBITDA	18	18	14	10

## 相关报告

报告日期	报告标题
20161013	《流水不腐,户枢不蠹-哈药股份调研纪要》

## 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，中投证券医药行业研究员，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，旨为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

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

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

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