

2010年10月12日

哈药股份

业绩稳定增长，资产注入有望引入新的业务增长点

A
未有评级

600664.SS- 人民币 21.89

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 4866 分机 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

| | 今年至今 | 1个月 | 3个月 | 12个月 |
|----------------|------|------|-----|------|
| 绝对(%) | 19 | (4) | 25 | 31 |
| 相对新华富时A50指数(%) | 38 | (12) | 14 | 42 |

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

| | |
|------------------|--------|
| 发行股数(百万) | 1,242 |
| 流通股(%) | 65.24 |
| 流通股市值(人民币 百万) | 17,737 |
| 3个月日均交易额(人民币 百万) | 108 |
| 净负债比率(%) (2010E) | 净现金 |
| 主要股东(%) | |
| 哈药集团 | 34.76 |

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司

哈药股份是国内制药行业龙头企业, 拥有抗生素产品完整的产业链, 掌握现代中药制剂的高端核心技术, 同时又是 OTC 和保健食品行业的营销专家。公司有着一线工作经验丰富的管理团队, 发展平稳, 盈利能力强, 财务健康。随着股改时承诺资产注入的开展, 公司有望获得新的业务增长点; 同时受益于普药市场重心下降和高端原料药制剂的技术升级, 普药走下去与高端原料药和制剂走出去将为公司长久发展提供持续的动力。

主要发现

- **公司业绩增速提高, 发展有望重回快车道。**公司 2010 上半年营业收入和净利润同比增长超 20%, 较 2009 年有显著提高, 发展有望重回快车道。
- **公司盈利能力强, 收益质量高, 现金充裕。**2006 年以来, 公司 ROE 呈逐渐上升趋势, 多个报告期内每股现金流超每股收益。2010 年 6 月末, 公司账面货币资金超 24 亿元, 现金十分充裕。
- **管理水平出众, 经营机制灵活, 执行力强。**公司管理层一线工作经验丰富, 企业归属感强, 善于制定符合实际状况的政策, 不断理顺经营机制, 调动一线干部员工的积极性。
- **2011 年 3 月前注入优质资产。**2008 年 9 月股改时, 公司股东哈药集团特别承诺 30 个月之内向哈药股份注入价值不低于 26.11 亿元优质经营性资产及现金资产, ROE 不低于 11%, 且注入后哈药股份扣除非经常性损益后的加权平均 ROE 不低于上一年, 36 个月内实施完毕。
- **核心业务产品的走下去、走出去是未来发展的动力。**公司规模较大, 单一业务或单一新品种的快速发展已无法对公司的整体业绩产生较大影响, 未来的主要发展动力将来自普药、OTC、保健品的基层市场开发以及高端原料药制剂的出口业务。

图表 1. 投资摘要 (市场一致预期)

| 年结日: 12月31日 | 2008 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-----------------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入(百万元) | 9,695 | 10,677 | 12,569 | 14,454 | 16,489 |
| 增长率(%) | 16.95 | 10.13 | 17.72 | 15.00 | 14.08 |
| 归属母公司股东净利润(百万元) | 862 | 933 | 1,118 | 1,306 | 1,522 |
| 增长率(%) | 45.71 | 8.19 | 19.83 | 16.84 | 16.50 |
| 每股收益(元) | 0.69 | 0.75 | 0.90 | 1.05 | 1.23 |
| 市盈率(倍) | 33 | 31 | 26 | 22 | 19 |
| 每股经营现金流量(元) | 0.47 | 1.49 | 0.32 | 1.03 | 1.13 |

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

中银国际研究可在彭博 BOCR <GO>, thomsonreuters.com 以及中银国际研究网站 (www.bociresearch.com.) 上获取

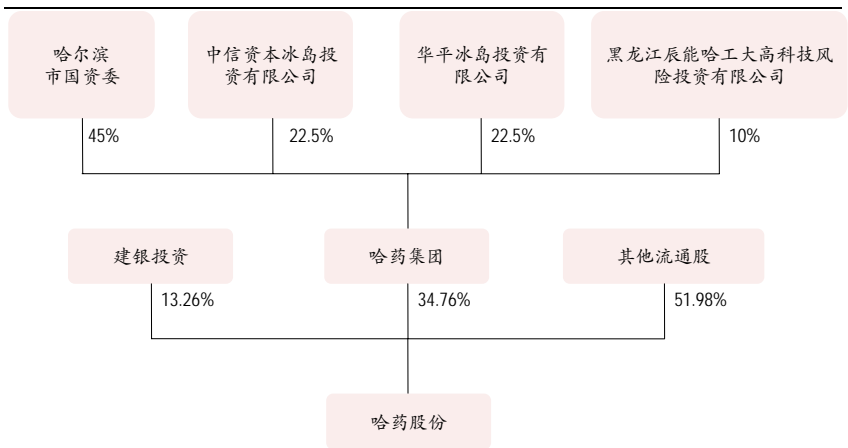
买入(BUY)指预计该行业(股份)在未来6个月中股价相对有关基准指数的升幅多于10%; 卖出(SELL)指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数的降幅多于10%。未有评级(NR)。持有(HOLD)则指预计该行业(股份)在未来6个月中的股价相对上述指数在上下10%区间内波动

公司概况

公司的前身是 1989 年由哈尔滨市医药管理局所属 31 家国企组建成立的“哈尔滨医药集团股份有限公司”。1991 年，公司将 31 家企业中 12 家效益较好的改组为“哈尔滨医药股份有限公司”，同时成立了其控股公司“哈药集团”。1993 年，公司以股票简称“哈医药”挂牌上市。2000 年公司更名为“哈药集团股份有限公司”。

目前，哈药集团有限公司与中国建银投资有限责任公司分别持有 34.76% 和 13.26% 的股份，为公司的前两大股东，其余股东持股均未超过 5%。哈尔滨国资委持有哈药集团有限公司 45% 的股份，是哈药集团的第一大股东。

图表 2. 哈药股份股权结构图



资料来源：公司资料及中银国际研究

业务概况

哈药股份是国内制药行业龙头企业，业务横跨医药工业和医药商业两大领域，其中医药工业包括西药、中药、保健品三个板块，2009 年营业收入超 60 亿元，医药商业在黑龙江省占统治地位，零售总额和批发总量约占全省的 2/3 和 80%，2009 年营业收入约 40 亿元。哈药股份的抗生素业务纵贯中间体、原料药和各类型制剂的全产业链，主要生产青霉素类、头孢菌素类抗生素；中药业务涵盖传统中药和现代中药制剂两大类型，拥有亚洲最大的中药粉针生产基地；保健品包括补钙、补锌、补铁以及纯净水饮料等多个品种，有稳定的消费群体。

哈药股份的西药和保健品业务主要集中在下属制药总厂和制药六厂，中药业务主要在控股子公司中药公司，医药商业业务主要集中在控股子公司医药有限公司。公司西药和保健品业务约贡献了营业收入的60%，净利润的80%。

公司业绩增速提高，发展有望重回快车道

哈药股份 2010 上半年营业收入和净利润同比增长为 21.36% 和 21.43%，较 2009 年有显著提高，发展有望重回快车道。

相对于公司较大的规模，公司业务的增长主要来自于产品的自然增长和常规性更新换代、医药商业网点的增加以及部分新产品上市和出口业务的拓展。公司的抗生素业务位居国内前列，营业收入约占公司整体的 40%，其中国内销售占 90%，俄罗斯、印度、非洲为主的出口业务占 10%，中间体、原料药、制剂三类产品相辅相成，预计未来 3 年收入增速为 20%-25%，毛利率有望小幅提升；西药 OTC 和保健品业务发展平稳，多个拳头产品已步入成熟期，销量稳定，预计未来 3 年的营业收入呈小幅缓慢增长态势，并依靠控制费用取得一定的盈利增长；中药业务发展迅速，其中传统中药业务保持稳定，以粉针为主现代中药制剂业务具有相当的技术优势，预计未来 3 年收入增速将在 20% 左右；医药商业业务将继续保持在黑龙江省内的统治地位，依托业务的重心下移，未来 3 年收入能保持 15%-20% 的增速，并有向国内其他区域扩展的可能；非并表子公司三精制药的收入增长也将保持 15%-25% 的增速，为公司贡献一定的投资收益。

公司盈利能力强，收益质量高，现金充裕

哈药股份 2009 年和 2010 年上半年 ROE 分别为 15.9% 和 9.5%，保持是上升态势，每股现金流分别为 1.50 元和 0.81 元，高于同期每股收益。2005 年以来，除 2008 年因债务豁免导致净利润增加外，其余历年经营性现金流皆高于净利润。2010 年 6 月末，公司资产负债率为 45%，账面现金达 24 亿元，银行借款仅为 1.26 亿元，现金十分充裕。公司盈利能力强于一般普药企业，财务稳健，只需少量的资本性支出即可保持现有业务的稳定增长，过去两年的股息率分别为 2.7% 和 2.2%，是理想的现金牛公司。

管理水平出众，经营机制灵活，执行力强

公司管理层为哈药服务多年，经历了公司的跌宕起伏，有很强的企业归属感和荣誉感。他们一线工作经验丰富，了解基层实际情况，善于制定相关政策，理顺经营机制，调动一线干部员工的积极性，保持企业的稳定快速发展。

2011年3月前注入优质资产

2008年9月股改时，公司股东哈药集团特别承诺30个月之内向哈药股份注入价值不低于26.11亿元优质经营性资产及现金资产，ROE不低于11%，且注入后哈药股份扣除非经常性损益后的加权平均ROE不低于上一年，36个月内实施完毕。

目前，可供集团选择的现有资产有生物疫苗公司、生物工程公司、三精制药的其余股权以及集团拥有的其他资产。上述资产的ROE于公司基本相当，注入对公司的业绩增厚较为有限，但可以为公司带来新的业务增长点，在战略层面推动公司的发展。

核心业务产品的走下去、走出去是未来发展的动力

鉴于公司规模较大，单一业务或单一新品种的快速发展已无法对公司整体的业绩产生较大影响，公司未来的主要发展动力将来自于核心业务的走下去、走出去。核心业务的走下去包括普药、OTC、保健品基层市场开发以及医药商业在第三终端的加速布局；走出去包括医药商业向国内其他省份扩张以及高端原料药、制剂的出口业务。受益于医改的实施以及公司优秀的品牌形象，借助公司医药商业网在第三终端的推动作用，公司在普药、OTC、保健品市场重心下移方面较为成功；公司也在不断加强技改力度，实施头孢类原料药COS认证项目和头孢类粉针剂EUGMP认证项目，为高端原料药、制剂的出口打下良好的基础；受益于即将出台的药品流通行业“十二五”规划纲要，公司的医药商业业务有望进入文化相类似、经济水平相近的周边地区，形成外延式扩张。

风险

原料药价格的波动可能会影响公司的西药板块业务业绩。

公司多个处于成熟期的 OTC 和保健品拳头产品可能逐渐进入衰退期。

中药注射剂行业对质量要求非常严格，风险较高，其他同类产品不良反应事故可能殃及公司的销售。

初步结论

公司是国内制药行业龙头企业，拥有抗生素产品完整的产业链，掌握现代中药制剂的高端核心技术，同时又是 OTC 和保健食品行业的营销专家。公司发展平稳，盈利能力强，财务健康。管理团队具有丰富的一线工作经验，有很强的企业归属感和荣誉感。随着股改时承诺资产注入的开展，公司有望获得新的业务增长点；同时受益于普药市场重心下降和高端原料药制剂的技术升级，普药走下去与高端原料药和制剂走出去将为公司长久发展提供持续的动力。我们认为公司目前的股价较为低估，资产注入的开展将成为股价的催化剂。

披露声明

本报告准确表述了分析员的个人观点。每位分析员声明，不论个人或他/她的有联系者都没有担任该分析员在本报告内评论的上市法团的高级人员，也不拥有与该上市法团有关的任何财务权益。本报告涉及的上市法团或其它第三方都没有或同意向分析员或中银国际集团提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。中银国际集团的成员个别及共同地确认：(i)他们不拥有相等于或高于上市法团市场资本值的 1%的财务权益；(ii)他们不涉及有关上市法团证券的做市活动；(iii)他们的雇员或其有联系的个人都没有担任有关上市法团的高级人员；及(iv) 他们与有关上市法团之间在过去 12 个月内不存在投资银行业务关系。

本披露声明是根据《香港证券及期货事务监察委员会持牌人或注册人操守准则》第十六段的要求发出，资料已经按照 2009 年 9 月 3 日的情况更新。中银国际控股有限公司已经获得香港证券及期货事务监察委员会批准，豁免披露中国银行集团在本报告潜在的利益。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告并非针对或打算在违反任何法律或规则的情况，或导致中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司(统称“中银国际集团”)须要受制于任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域的注册或牌照规定，向任何在这些地方的公民或居民或存在的机构准备或发表。未经中银国际集团事先书面明文批准下，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容或复印本予任何其它人。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际集团的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供給閣下作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投資目的、財務狀況、特殊需要或個別人士。本報告中提及的投資產品未必適合所有投資者。任何人收到或閱讀本報告均須在承諾購買任何報告中所指之投資產品之前，就該投資產品的適合性，包括投資人的特殊投資目的、財務狀況及其特別需要尋求財務顧問的意見。本報告中發表看法、描述或提及的任何投資產品或策略，其可行性將取決於投資者的自身情況及目標。投資者須在採取或執行該投資(無論有否修改)之前諮詢獨立專業顧問。中銀國際集團不一定採取任何行動，確保本報告涉及的證券適合個別投資者。本報告的內容不構成對任何人的投資建議，而收件人不會因為收到本報告而成為中銀國際集團的客戶。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际集团从相信可靠的来源取得或达到，但中银国际集团不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。中银国际集团可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

中银国际集团在法律许可的情况下，可参与或投资本报告涉及的股票的发行人的金融交易，向有关发行人提供或建议服务，及/或持有其证券或期权或进行证券或期权交易。中银国际集团在法律允许下，可于发报材料前使用于本报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。中银国际集团及编写本报告的分析员(“分析员”)可能与本报告涉及的任何或所有公司(“上市法团”)之间存在相关关系、财务权益或商务关系。详情请参阅《披露声明》部份。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映中银国际集团在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或任何保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人咨询的建议。

本报告在中国境内由中银国际证券有限责任公司准备及发表；在中国境外由中银国际研究有限公司准备，分别由中银国际研究有限公司及中银国际证券有限公司在香港发送，由中银国际(新加坡)有限公司(BOC International (Singapore) Pte. Ltd.)在新加坡发送。

在沒有影響上述免責聲明的情況下，如果閣下是根據新加坡 Financial Advisers Act (FAA) 之 Financial Advisors Regulation (FAR) (第 110 章)之 Regulation 2 定義下的“合格投資人”或“專業投資人”，BOC International (Singapore) Pte. Ltd. 仍將(1)因為 FAR 之 Regulation 34 而獲豁免按 FAA 第 27 條之強制規定作出任何推薦須有合理基礎；(2)因為 FAR 之 Regulation 35 而獲豁免按 FAA 第 36 條之強制規定披露其在本報告中提及的任何證券(包括收購或出售)之利益，或其聯繫人或關聯人士之利益。

中银国际证券有限责任公司、中银国际控股有限公司及其附属及联营公司 2009 版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构：

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打：10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打：10800 1521065
新加坡客户请拨打：800 852 3392
传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话:(852) 2867 6333
传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编:100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371