

注入优质资产，完善全产业链

--哈药股份资产注入点评



爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO.,LTD.

主要事件:

哈药股份2011年2月16日公告，向哈药集团非公开发行股份，发行价格确定为24.11元/股。收购哈药集团所持生物工程公司100%的股权和三精制药44.82%的股份，生物工程公司预估值为18.5亿元，三精制药每股转让价格确定为22.49元。

投资要点:

1. 完成股改承诺，注入优质资产。三精制药2009年的净资产收益率为17.72%，生物工程公司2010年的净资产收益率为33.35%，均高于股改时净资产收益率不低于11%的承诺。
2. 生物工程公司快速成长，2008-2010年销售收入复合增长率为56.27%，利润复合增长率为222.53%。收购的市盈率仅为18倍，收购价格低。生物工程公司技术优势明显，产品储备丰富。
3. 本次收购填补了公司在生物制药行业的空白，完善了医药全产业链。收购三精制药，解决同业竞争，避免了关联交易。
4. 按照公司增发后的14.8亿股计算，本次收购对公司2011年、2012年每股收益的增厚分别为0.04元、0.07元。预计公司2011年、2012年营业收入为148.50亿元、170.77亿元，每股收益为0.98元、1.13元。给予推荐评级。

风险提示:

基本药物价格受发改委调控，有降价的风险。

主要财务数据:

单位:百万元	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	10677.30	13024.00	14850.00	17077.00
增长率(%)	10.13	21.98	14.02	15.00
归属母公司股东净利润	932.93	1085.00	1450.00	1676.20
增长率(%)	8.19	16.29	16.00	15.60
每股收益(EPS)	0.75	0.87	0.98	1.13
市盈率(P/E)	30.09	25.94	23.03	19.97

哈药股份 600664 2011-2-16

评级 推荐(首次)

目标价格 29.00
当前价格 22.57

基础数据

总市值(百万) 28031.94
总股本/流通股本(百万) 1242.01/810.30
流通市值(百万) 18281.70
每股净资产 5.00
净资产收益率 15.60

交易数据

52 周内股价区间 27.60/16.42
09 年市盈率 30.09
市净率 4.51

一年期走势图



行业研究员: 张欣

联系人: 林兴秋

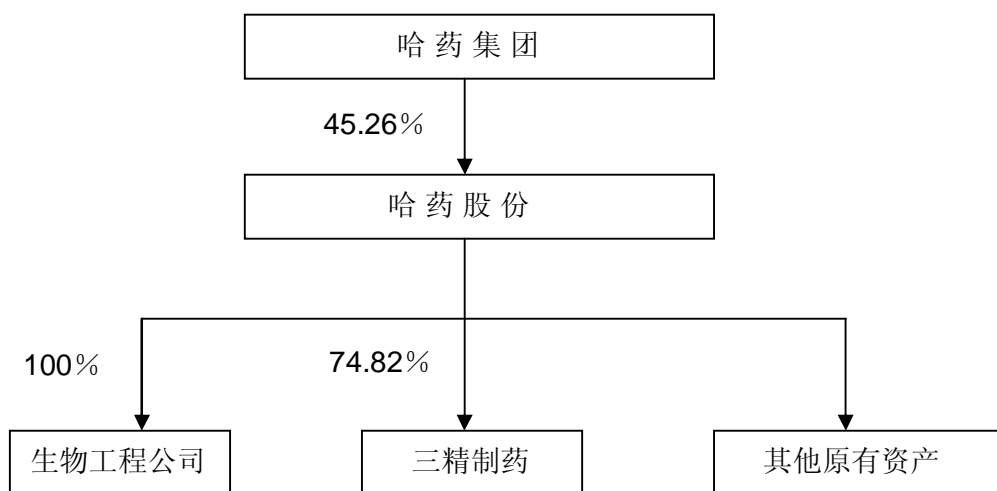
证书编号 S0820208030013
电话 021-32229888-3510
E-mail linxingqiu@ajzq.com

相关报告

一、资产重组情况及股权变化

哈药股份向哈药集团非公开发行股份，发行价格确定为24.11元/股。收购哈药集团所持生物工程公司100%的股权和三精制药44.82%的股份，生物工程公司预估值为18.5亿元，三精制药每股转让价格确定为22.49元。本次拟购买资产预计的交易价格总共为57.47亿元。本次拟发行约23,836万股面值为1.00元的人民币普通股。最终发行数量将根据生物工程公司标的资产和三精制药标的资产的交易价格确定。发行后股权结构如下图

图1：发行后的公司股权结构

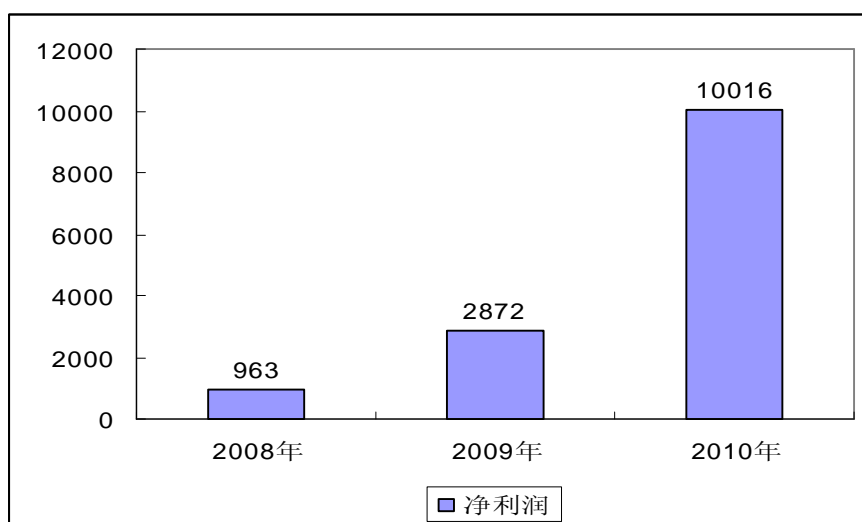


资料来源：公司公告，爱建证券

二、生物工程公司快速成长，产品储备丰富

生物工程公司近几年快速发展，2010年营业收入为25,032.68万元，较2009年增长51.66%，2008-2010年的复合增长率为56.27%；2010年净利润为10,016.21万元，较2009年增长248.7%，2008-2010年的复合增长率为222.53%。

图2：生物工程公司近3年净利润（单位：万元）



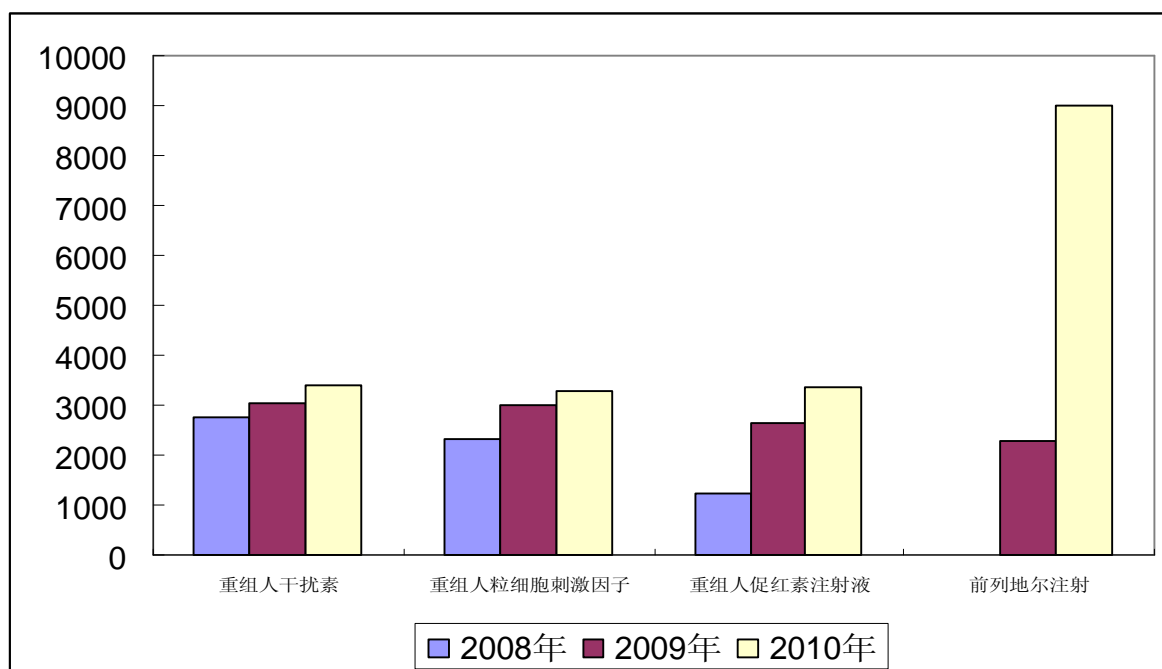
资料来源：公司公告，爱建证券

请务必阅读正文之后的重要声明

公司研究

生物工程公司以前列地尔注射液、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、紫杉醇注射液等主导品种为主。生物工程公司收入大幅增长的原因在于已有品种保持两位数的增长速度，以及在于2009年推出新产品前列地尔注射液，上市后销售收入和利润快速增长，2010年其销售收入即达到9000万元。而净利润的增速更是高于收入增速，新产品前列地尔注射液的毛利率远高于其它原有产品，直接提高了公司综合毛利率近5个百分点。

图3：生物工程公司主要产品的销售收入（单位：万元）



资料来源：公司公告，爱建证券

生物工程公司产品储备丰富，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。预计未来5年平均每年有2个左右新产品上市。公司配备了国内外一流的生产设备，完全符合国家即将施行的新版GMP标准要求，保证了产品质量，未来发展前景看好。

三、收购三精制药，解决同业竞争

本次重大资产重组后，哈药股份成为三精制药的控股股东，三精制药所有业务均纳入哈药股份合并范围，哈药股份不存在与哈药集团间的同业竞争问题。本次资产重组完成后，哈药股份和三精制药计划通过两个方面逐步彻底解决同业竞争问题。一方面，哈药股份和三精制药继续积极探索差异化发展模式，建立差异化细分市场。公司计划重组后3年内，通过各种方式彻底解决两家上市公司之间同业竞争。本次交易完成后公司与三精制药及生物工程公司之间的关联交易将得以避免。

请务必阅读正文之后的重要声明

四、收购资产质优价廉，未来盈利能力得到进一步提升

生物工程公司2010年净利润为10,016.21万元，收购价格为18.5亿元，市盈率为18倍，2008-2010年的利润复合增长率为222.53%，未来还将保持高速增长，我们认为对于这样快速成长的新兴生物制药行业，18倍是低估的，而且填补了公司在生物制药行业的空白，完善了医药全产业链。三精制药每股转让价格确定为22.49元，市盈率为25倍，三精制药2009年净资产收益率为17.72%，收购价格是合理的，收购后，进一步完善哈药股份医药产业链，提升公司的竞争力。按照公司增发后的14.8亿股计算，对公司2011年、2012年每股收益的增厚分别为0.04元、0.07元。预计公司2011年、2012年营业收入148.50亿元、170.77亿元，每股收益为0.98元、1.13元。给予推荐评级，目标价29.00元。

分析师承诺:

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果, 引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内, 公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准:

I 公司评级

强烈推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅15%以上

推荐: 预期未来6个月内, 个股相对大盘涨幅5%~15%

中性: 预期未来6个月内, 个股相对大盘变动在±5%以内

回避: 预期未来6个月内, 个股相对大盘跌幅5%以上

I 行业评级

强于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅5%以上

中性: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘涨幅介于-5%~5%之间

弱于大势: 预期未来6个月内, 行业指数相对大盘跌幅5%以上

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。