

哈药股份（600664） 西药

一股改铸就全新哈药

投资评级	推荐	公司评级	A	收盘价	13.23	元
------	----	------	---	-----	-------	---

投资要点:

哈药集团是医药全能选手

经过近20年的发展,集团已经形成了包括原料药及化学处方药、OTC、中药、保健品、医药商业的产业布局,几乎包含了现在医药产业的所有商业模式。

哈药集团的盈利模式是适合我国国情的

哈药集团作为行业内的龙头企业,都是大众药品,安全性好、价格低,适合我国国情。集团的盈利模式是将营销模式改革,加强渠道建设放在首位。建立自己的品牌,目前哈药集团已经拥有包括“哈药”“三精”在内的十大品。在逐渐培育出自己的品牌后,再逐渐加强科技创新,这样也能保证新产品被市场所接受。

哈药集团为国内医药行业的龙头企业之一,营业收入06和07两年在全国医药工业企业排名第二,利润总额05-07三年居第一位。拥有2家上市公司以及27家全资、控股及参股公司。截止到2007年,其上市公司之一哈药股份实现销售收入82.9亿元,实现净利润5.92亿元。是近三年最赚钱的医药上市公司。公司销售收入超过亿元的产品有12个,其中有5个产品是超过3亿元。经过20年的经营,事实证明这种盈利模式是适合我国国情的。

股改后的哈药股份是面貌一新的

股改后公司面貌一新,集团做好公司的热情和意愿都很强。哈药股份之前是由于南方证券违规持股,导致哈药股份出现畸形的股权结构,对公司运营管理及资本市场形象造成不利影响。

哈药股份主要经营情况

- 08年的营业收入预计超过90亿,同比仍然会保持15%左右的平稳增长。预测09、10年公司收入仍然会保持15%平稳增长。
- 目前西药和中药的比例在逐渐增加,而保健品在逐渐减少。保健品的比例从05年的13.27%已经下降到07年的8.75%,预计08年会保持在8%左右,表明公司的产品结构逐渐趋于合理。
- 07年保健品、西药和中药的毛利率分别为:74.78%、28.94%、31.04%,预计08、09年西药和中药的毛利率都会超过30%,而保健品也会维持在75%左右的毛利率。
- 目前中药和西药的总收入已经是保健品收入的10倍左右。

盈利预测: 预计08-10年EPS分别为0.60、0.71、0.79元;由于股改对价支付,08年EPS调整为0.68元。业绩稳定增长确定性很高;作为专业普药生产企业之一,医改受益明确。目前估值很安全,给予“推荐”评级。

风险提示: 集团注入资产的时间不确定可能带来风险。公司短期内出现爆发增长的可能性不大。规模化的企业如何发展。如何保持一个稳定的增长是公司乃至集团都不得不面对的问题。

2009 年 3 月 6 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	14.35/7.64
上证指数/深圳成指	2221.08/8242.28
50 日均成交额(百万元)	66.51
市净率(倍)	3.26
股息率	0.76%

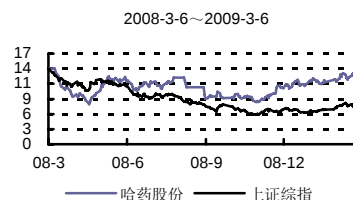
基础数据

流通股(百万股)	810.30
总股本(百万股)	1242.01
流通市值(百万元)	10720.26
总市值(百万元)	16431.73
每股净资产(元)	4.06
净资产负债率	87.10%

股东信息

大股东名称	哈药集团有限公司
持股比例	34.76%

52 周行情图



相关研究报告

《》，2009-2-24

《》，2009-2-19

《》，2009-2-19

联系方式

研究员:	刘晓明
电 话:	021-51097188-1931
电 邮:	
联系人:	朱厚中
电 话:	(86-21) 51097188-1853
电 邮:	zhuhouzhong@gyzq.com.cn
地 址:	中国上海市浦东新区南汇379号金穗大厦 15F (200120)

目 录

1 哈药集团的七大产业基地	4
2 股改后的哈药股份是面貌一新的	5
2.1 公司股权结构	5
2.2 股改中重要内容包括	5
2.3 集团可以注入哈药股份的优质资产	6
3 哈药集团是医药全能选手	7
3.1 哈药总厂是创造利润的冠军	7
3.2 哈药六厂是当之无愧的营销专家	8
4 哈药的盈利模式	8
4.1 营销创新	9
4.2 渠道建设	9
4.3 哈药集团目前拥有十大品牌	9
4.4 事实证明哈药盈利模式是适合我国国情的	10
5 公司的产品结构逐渐合理	11
5.1 公司西药和中药的比例在逐渐增加	11
5.2 公司非广告产品现在已经占主导	12
5.3 公司不断进行产业链延伸和内部整合	13
5.4 公司商业的区域垄断优势非常明显	13
5.5 营业费用率逐渐减少	13
6 盈利预测与价值评估	14
7 风险因素	15

图 表 目 录

图表 1 公司的股权结构变化图	5
图表 2 总厂贡献哈药的收入最多	7
图表 3 六厂近几年收入的增长情况	8
图表 4 公司主营业务产品结构占比	11
图表 5 公司主营业务产品毛利率变化	11
图表 6 销售额超千万的非广告产品和广告产品数量对比	12
图表 7 销售额超千万的非广告产品和广告产品销售量对比	12
图表 8 公司三项费用变化情况	14

表 格 目 录

表格 1 集团现有的七大产业领域	4
表格 2 集团可以注入哈药股份的优质资产情况	6
表格 3 总厂业务类型及主导产品	7
表格 4 六厂主要情况概述	8
表格 5 哈药集团十大品牌	10
表格 6 非广告药销售方式和渠道	13
表格 7 公司分产品收入增长情况假设	14
表格 8 预测利润表	15

1 哈药集团的七大产业基地

哈药集团以医药制造为经营基础，医药流通为网络渠道，生物医药与现代中药的研发和产业化为方向，搭建起具有完整生命产业链的七大产业领域发展格局。

表格 1 集团现有的七大产业领域

产业类别	集团内代表厂	主要生产产品
化学药物制剂产业领域	三精制药、制药四厂	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。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。
中药产业领域	中药二厂、中药三厂、世一堂制药厂	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。
抗生素产业领域	总厂	主要生产青霉素类、头孢菌素类抗生素等 30 余个品种。
非处方药物及保健食品产业领域	制药六厂	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、“纯中纯”牌无菌纯净水和系列饮料。
生物工程产业领域	生物工程有限公司	上市产品有注射用重组人干扰素 a-2b(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 a-2b 软膏(商品名:里亚美)等生物工程产品。
动物疫苗及兽药领域	黑龙江省生物制品一厂	生产优良的动物预防用生物制品及保健产品。主导产品鸡传染性法氏囊病活疫苗、禽流感重组鸡痘病毒载体活疫苗(H5 亚型)。
医药流通产业领域	医药有限公司	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。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。

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

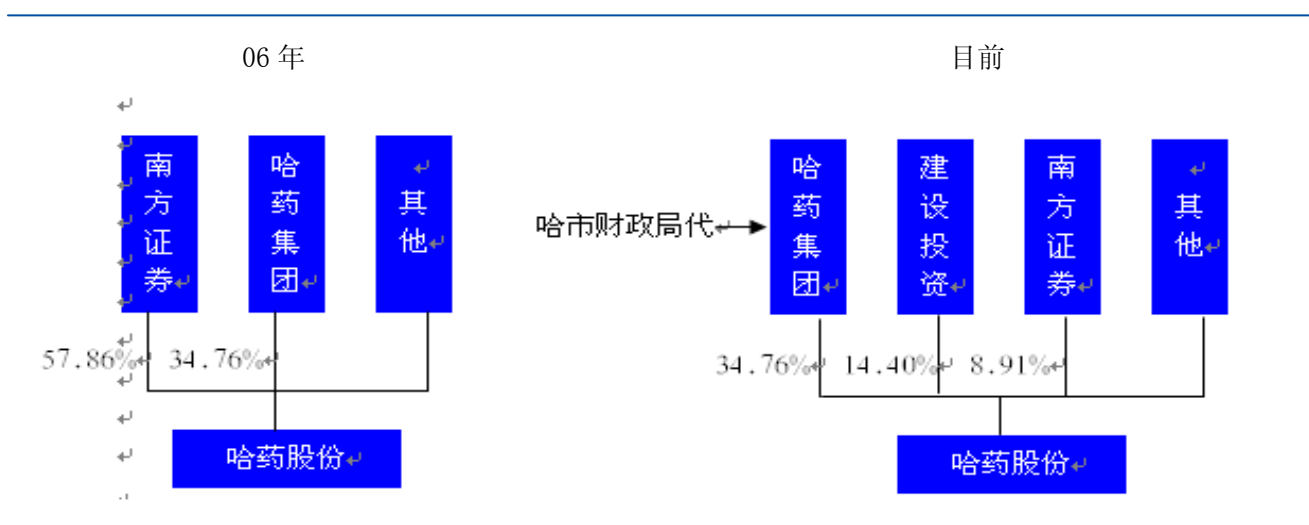
2 股改后的哈药股份是面貌一新的

股改后公司面貌一新，提高了经营者的积极性。集团做好公司的热情和意愿都很强。股改之前的哈药股份是由于南方证券违规持股，导致哈药股份出现畸形的股权结构，对公司运营管理及资本市场形象造成不利影响。

2.1 公司股权结构

完成股改，将使非流通股股东和流通股股东利益一致。过去哈药股份的第一大股东是南方证券，公司的实际控制人并不是其经营者。哈药集团缺乏做强上市公司的积极性。股改后，哈药集团已经成为其第一大股东，集团目前明确将哈药股份作为核心的医药平台，哈药集团的其他优质经营性资产向哈药股份集中，这促使非流通股股东与流通股股东的利益保持一致。而且完成股改后，面对目前行业内面临新一轮整合，公司可以抓住机遇，对外收购合适的企业或产品，实现规模扩张，增强企业实力。

图表 1 公司的股权结构变化图



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

2.2 股改中重要内容包括

- 市政府同意以豁免哈药股份对哈尔滨市财政局技改项目借款等合计1.3亿元债务的方式代哈药集团支付对价，该对价将增加公司每股收益约0.08元。
- 哈药集团承诺，在股改方案实施之日起的三十个月内，集团将有至少超过26亿的资产有望注入上市公司。
- 如果在三十个月内未提出注入优质经营性资产和现金资产的议案，哈药集团将在期满当年及之后历年年度股东大会之前的适当时间提出现金分红（不低

于该年度实现的可分配利润的80%)的议案并保证在股东大会上对此议案赞成票,哈药集团由此历次获得的现金分红将全部立即转赠给所有无限售条件流通股股东直至提出注入优质经营性资产和现金资产。

- 完成股改,将使非流通股股东和流通股股东利益一致。股改后,将明确哈药股份作为核心的医药平台,哈药集团的其他优质经营性资产向哈药股份集中,这促使非流通股股东与流通股股东的利益保持一致。股改后,有助于地方政府明确支持哈药发展,有利于管理层的稳定,有利于现有管理层的稳定,提高经营者的积极性。

2.3 集团可以注入哈药股份的优质资产

集团表示目前可以注入的优质医药资产包括:动物疫苗业务和生物制药业务等。

表格 2 集团可以注入哈药股份的优质资产情况

业务类型	代表厂	基本情况介绍
动物疫苗业务	黑龙江省生物制品一厂	该厂拥有年产 100 亿羽份动物疫苗的生产规模,主导产品为禽类疫苗,哈药疫苗依托农业部哈尔滨兽医研究所的科技力量,在禽流感疫苗方面具有优势。哈药的营销优势与哈药疫苗的产品优势结合,将有助于提升后者的销售能力。未来国家将加大对动物疫病的预防,动物疫苗市场将出现快速增长,我们看好该业务的发展空间。08 年销售收入预计 1 亿元,利润总额 4 千多万,09 年将达到 2 亿以上。
生物制药业务	哈药集团生物工程有限公	哈药生物主要产品包括 EP0、 α -2b 干扰素等产品。国家已经确定哈尔滨为高科技产业基地,哈药集团的生物工程公司将是重要的产业平台。其中注射用重组人干扰素 α -2b 的市场占有率在国内居于首位。大股东承诺,注入资产并不摊薄公司的业绩,同时注入资产提高了集团持股比例,也反映出集团有意将哈药股份作为核心医药平台来做大做强整个集团的意愿。
矿泉水业务	哈药六厂	五大连池矿泉水目前是全球三大冷泉之一,哈药集团已经获得五大连池的开采权,由于水质优越,加之哈药的品牌优势和营销能力,五大连池矿泉水有望成为哈药集团未来的重要盈利增长点。

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

3 哈药集团是医药全能选手

哈药集团为国内医药行业的龙头企业之一，收入及利润水平一直位居医药行业前茅，其中营业收入 06 和 07 两年在全国医药工业企业排名中居第二位，利润总额 05-07 三年居第一位。集团拥有 2 家上市公司以及 27 家全资、控股及参股公司。经过近 20 年的发展，集团已经形成了包括原料药及化学处方药、OTC、中药、保健品、医药商业的产业布局，几乎包含了现在医药产业的所有商业模式。未来集团将进一步集中资源围绕着研发核心打造总厂的抗生素板块、三精制药的 OTC 板块、中药二厂的现代中药板块、哈药六厂的 OTC 及保健食品板块。

3.1 哈药总厂是创造利润的冠军

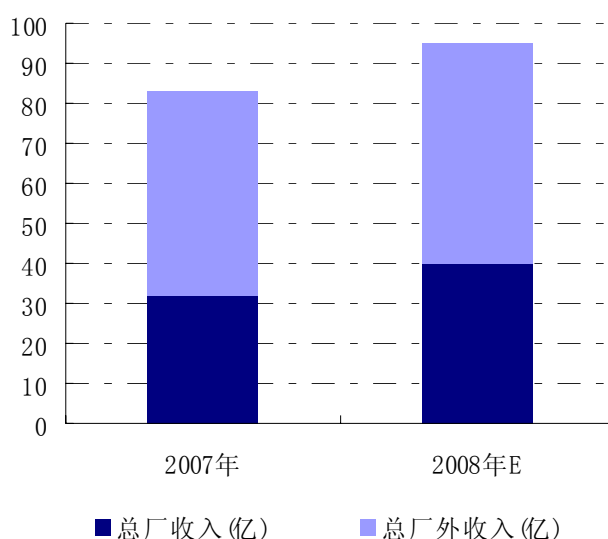
表格 3 总厂业务类型及主导产品

主要业务类型	抗生素原料药、抗生素制剂，少量的 OTC 类产品。
主导产品	青霉素工业盐、头孢两大母核、头孢原料药以及多种制剂产品。
08 年青霉素利润增加原因	07 年基数较低；供应源价格上涨公司受益约 5 千万。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

青霉素供应原料自用量是变化的，较灵活，可以根据出口情况调节，因此受全球经济危机影响不很严重，是可控的。公司的头孢系列产品种类齐全，在我国农村市场口碑尤为好，而且自己掌握原料供应，相比那些外购原料的抗生素制剂企业，抗风险能力更强。抗生素制剂，普药受益医改，新药增长快速。总厂 70% 的收入来自于制剂业务，因此受原料药降价影响较其他企业略低。

图表 2 总厂贡献哈药的收入最多



资料来源：公司公告、国元证券研究中心

公司改革营销体系，开始加大自建队伍销售。普药业务受益于公司产业链完整，原料成本低，因此维持较好的毛利率，我们估计维持在 30% 左右。未来基本药物推广，对公司的普药业务有促进作用。抗感染药物仍然是未来国内药品消费增长较快的领域，特别是在农村市场，我们认为公司制剂业务可以维持较快的增长水平。总厂一直是哈药股份最大的收入来源，贡献利润的比例在 50-60% 左右。08 阿莫西林胶囊增速较快，主要是市场需求大，物美价廉，疗效好，安全，主要体现在县一级的农村增长较快。

3.2 哈药六厂是当之无愧的营销专家

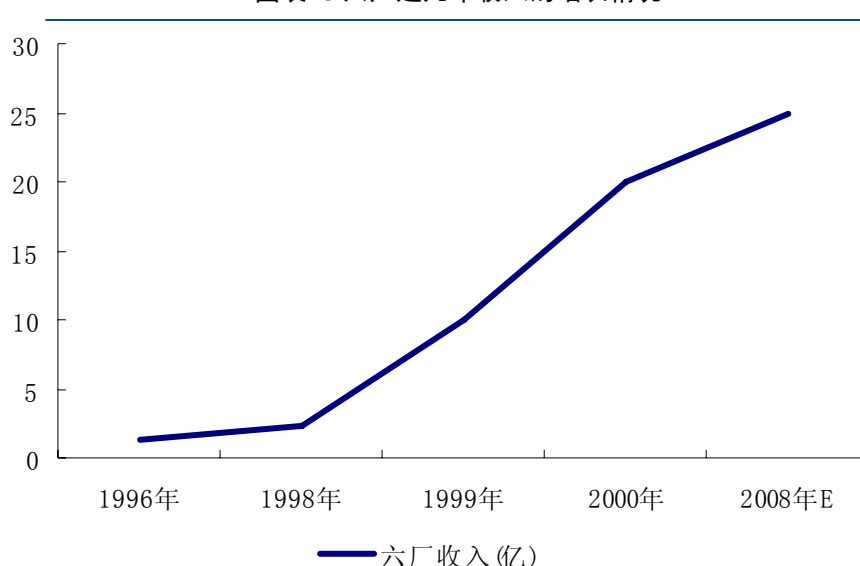
表格 4 六厂主要情况概述

主要业务类型	OTC 药品、保健食品以及水饮料
主导品种	新盖中盖高钙片、护彤、泻利停、严迪、钙加锌、为消、朴雪等
经营策略	“以巧取胜”
产品特点	药品安全性好、价格低，适合我国国情。
收入情况	OTC 占一半收入，08 年 15 亿左右的收入，利润 3 亿左右，占总利润 30% 左右。已经过了高速增长时期，08 年是个位数的增长，未来几年增长都不会很快。

资料来源：公司公告、国元证券研究中心

六厂始终注重营销模式改革，加强渠道建设。研发不是其优势，市场优势比较大。OTC 营销能力强，广告效应提升产品知名度。六厂在上世纪 80 年代就开始打广告，是最早做药品广告的企业之一。公司现有的药品加工下包装下就是新的增长，08 水饮料在省内就创造 3 亿左右的收入。其中纯中纯系列饮用水是主导品种，新近开发的弱碱水、及五大连池天然含碳酸泉水也将成为不错的增长点。未来主导品种都维持稳定发展，新产品推广会适当加速公司业绩增长。

图表 3 六厂近几年收入的增长情况



资

4 哈药的盈利模式

哈药集团作为行业内的龙头企业，规模大，产品比较普通，都是大众药品，集团新产品多数是原有产品的改良，或剂型延伸，完全自主研发全新产品的可能性不大。集团一直将营销模式改革，及加强渠道建设放在首位。集团多数药品靠广告效应提升知名度，其生产的药品安全性好、价格低，适合我国国情。

4.1 营销创新一直是重点

科技创新固然很重要，但不是每个企业都应该将其放在首位，各个类型企业应该根据自身具体情况来调整。对于哈药这样的大众药品企业，营销创新就显得更加重要些。哈药营销创新起步 87-88 年，到目前为止仍然没有终止。哈药的营销创新工作一直做的比较多和细致，下一步营销创新仍然是重点，而且要面对医改的情况不断的改变和调整自身的营销策略。控制各部分的节奏比例。

4.2 渠道建设

我国人口多，需求大，大众药是不可放弃的一块，而像青霉素、阿莫西林这类的药品，随着医改的量大面广，价格低，疗效好的产品会逐渐得到国家重视，阿莫西林和青霉素的在我国的需求量很大，这些药品都跟广告没有关系，因此营销网络渠道很重要，渠道畅通才能保证普药和新药不断走出去。

目前哈药的渠道建设采取“医药超市”方式，哈药这种“医药超市”是指在各省市建立大型的库，由当地经销商在运作。各地的“医药超市”情况不一样，各种药品的销售情况也不一样，都是根据市场物流情况不断调节的。哈药的“医药超市”是以“品种全、价格便宜、配货效率高”取胜，在哈药的“医药超市”里能保证各类产品达到自己的最低价出厂价。

随着各个产品生产规模扩大，成本也就被逐渐压低，加之营销不断创新和渠道的建设。因此能够保证产品销量和毛利率。在逐渐培育出自己的品牌后，再逐渐加强科技创新，这样也能保证新产品被市场所接受。

4.3 哈药集团目前拥有十大品牌

其中“哈药”、“三精”、“世一堂”均是中国驰名商标，是国内首家拥有 3 个中国驰名商标的企业集团。2007 年未经权威部门评定，“哈药”品牌价值连续三年蝉联全国医药行业第一，达到 136.81 亿元，两年内升值 30 亿元。哈药、三精、哈药六厂及世一堂等 4 个品牌的总评估价值已超过 256 亿元。优势品牌数量居全国医药行业第一，品牌影响力和哈药品牌在行业中的领导作用明显提高。

表格 5 哈药集团十大品牌

哈药集团十大品牌	
总厂	“哈药”
三精制药	“三精”
世一堂制药厂	“世一堂”
哈药六厂	“哈药六”
中药二厂	“宝葫芦”
医药商业零售	“人民同泰”
中药三厂	“满山红”
生物工程	“哈药生物”
疫苗厂	“广为”
哈药四厂	“鸿雁”

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

4.4 事实证明哈药盈利模式是适合我国国情的

哈药的市场战略“打造哈药品牌平台，共享哈药品牌资源效应”。哈药产品营销方式就是以“哈药集团”品牌为依托，以广告产品为策应，以产品技术品质和优质服务为核心，在激烈的市场竞争中赢得了主动。

集团目前的品牌建设已经相对比较成功，已经开始逐渐加大配套的科研工作，加快研发方式由完全仿制到仿创结合的转移步伐，有效促进了科技创新和技术升级，进一步增强了集团作为高科技企业的技术竞争实力。

集团坚定不移地推动从粗放式的传统营销向精细化的直效营销转变，进一步加强与区域经销商的联盟合作，通过强化企业品牌的方式，有效化解了由于药品广告受限所带来的市场风险。

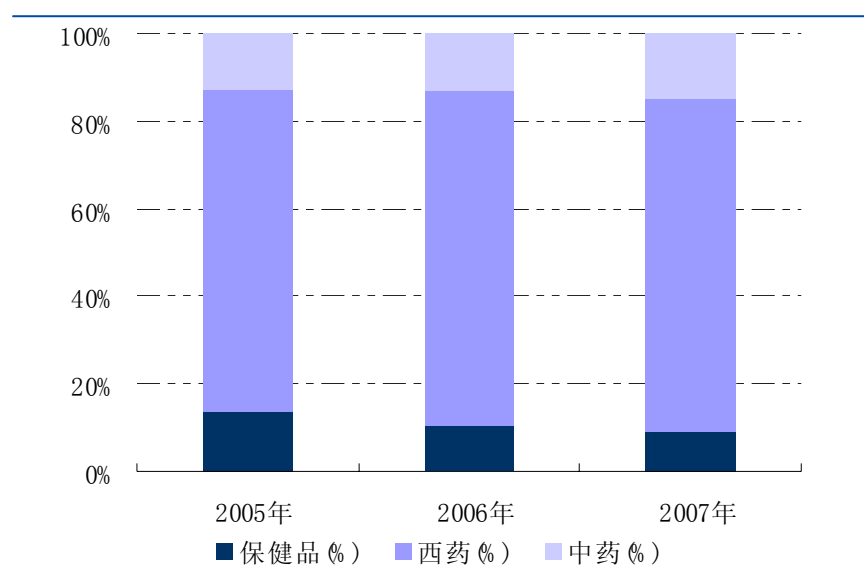
从上世纪 80 年代起开始，大众就一直很质疑哈药这种以营销为手段的盈利方式，但截止到 2007 年，集团下的上市公司哈药股份实现了销售收入 82.9 亿元，实现净利润 5.92 亿元。是近三年最赚钱的医药上市公司。哈药股份销售收入超过亿元的产品有 12 个，其中有 5 个产品是超过 3 亿元。因此哈药经过 20 年的经营，事实证明哈药的这种盈利模式是适合我国国情的。目前哈药企业品牌形象已经树立的比较成功，而现在开始逐渐加大研发的力度，越来越重视产品创新，可以概括为前期重渠道和销售营销，后期重研发加创新。

5 公司的产品结构逐渐合理

5.1 公司西药和中药的比例在逐渐增加

从公司 2005 年-2007 年保健品、西药、中药所占贡献收入的占比中，我们看到，西药和中药的比例在逐渐增加，而保健品在逐渐减少。表明公司的产品结构逐渐趋于合理。

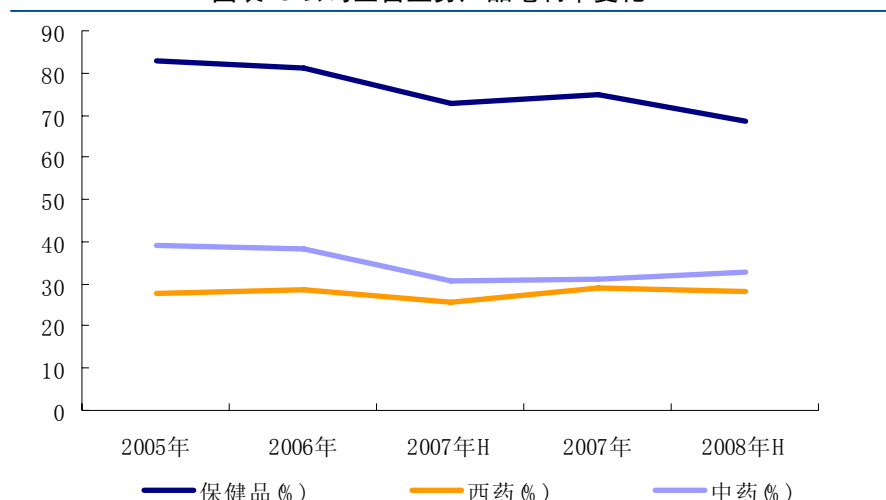
图表 4 公司主营业务产品结构占比



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

从毛利率看，中药、西药的毛利率都在提高，而保健品毛利率下滑。08 中报披露的西药毛利率同比提高 2.76% 个百分点，主要原因是：去年下半年至今，国内部分原料药企业受环保压力，导致限产减产，引起青霉素工业盐价格提升，由此导致哈药总厂的抗生素原料药毛利率大幅提高。我们认为下半年随着其他企业产能恢复，公司的抗生素原料药价格可能回落。

图表 5 公司主营业务产品毛利率变化



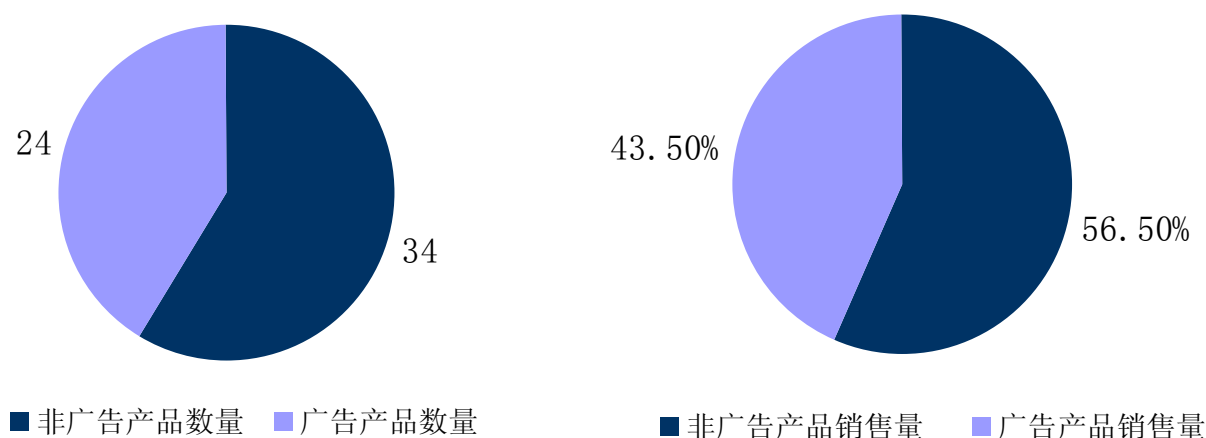
5.2 公司非广告产品现在已经占主导

自 2005 年开始,集团提出了“打造哈药品牌平台,共享哈药品牌资源效应”的市场战略。在这个战略指导下,集团内哈药总厂、三精制药、哈药六厂、中药二厂等以非广告产品营销为主的骨干企业迅速调整市场营销策略,以“哈药集团”主品牌为依托,形成以“主品牌”拉动“副品牌”的“多品牌战略”发展格局。

哈药总厂是一家以处方药营销为主的企业,90%以上的产品都是非广告产品,但这个企业的经济效益占到集团的三分之一以上,公司产品营销方式就是以“哈药集团”品牌为依托,以广告产品为策应,以产品技术品质和优质服务为核心,在激烈的市场竞争中赢得了主动。

在哈药集团 08 年 120 多亿元的销售收入中,广告产品只占到 30%,也就是说哈药集团 70%的收入和利润不是靠广告产品赚到的,而是依靠那些非广告产品创造的。

图表 6 销售额超千万的非广告产品和广告产品数量对比 图表 7 销售额超千万的非广告产品和广告产品销售量对比



资料来源:公司公告、国元证券研究中心

08 年非广告产品抗生素制剂产品及传统优势产品的销量继续呈现大幅度增长态势

- 强势品种阿莫西林胶囊——增长 41%;
- 传统产品青霉素粉针——增长 11%;
- 新产品头孢替唑——增长 46%;
- 头孢唑肟——增长 82%。

非广告产品按其销售方式和渠道可分为处方药类、流通类、中药类,及少量 OTC 类。

表格 6 非广告药销售方式和渠道

处方药类药品	流通类药品	中药类
采用以学术推广为主、自营与代理结合、以开发空白市场和终端医院为营销手段的营销模式；	重点建设渠道，与大的物流公司合作，规范一级商，开拓二级商，并对二级商展开促销。	以学术推广为主导思想、临床带动终端(即第一终端带动第三终端)、大力开发医院、以渠道建设和网络拓展为主的营销模式

资料来源:公司公告、国元证券研究中心

5.3 公司不断进行产业链延伸和内部整合

5.3.1 产业链延伸成效显著

08 年禽流感疫苗系列产品产销业绩创新高。该公司 1-9 月份营业收入同比增长 69.5%，实现利润同比增长 119.6%。

5.3.2 集团内部产业整合初见成效

中药企业品种竞争能力显著增强。年初以来，公司重点对中药二厂、中药三厂、世一堂 3 家中药企业实施了资源整合，联合重组为哈药集团中药有限公司，打造东北地区最大的现代中药及传统中药综合开发生产基地。

目前公司的中药快速增长。公司下属的中药产业包含：世一堂、中药二厂、中药三厂等传统中药以及中药注射液的现代中药。目前公司以下属盈利能力最强的中药二厂为主体，整合了中药的工业资产以期做大做强。目前中药板块中高毛利的中药注射液如双黄连、丹参注射液处于快速增长期，未来随着刺五加的粉针获批，中药板块的盈利能力有望处于快速增长阶段。

5.4 公司商业的区域垄断优势非常明显

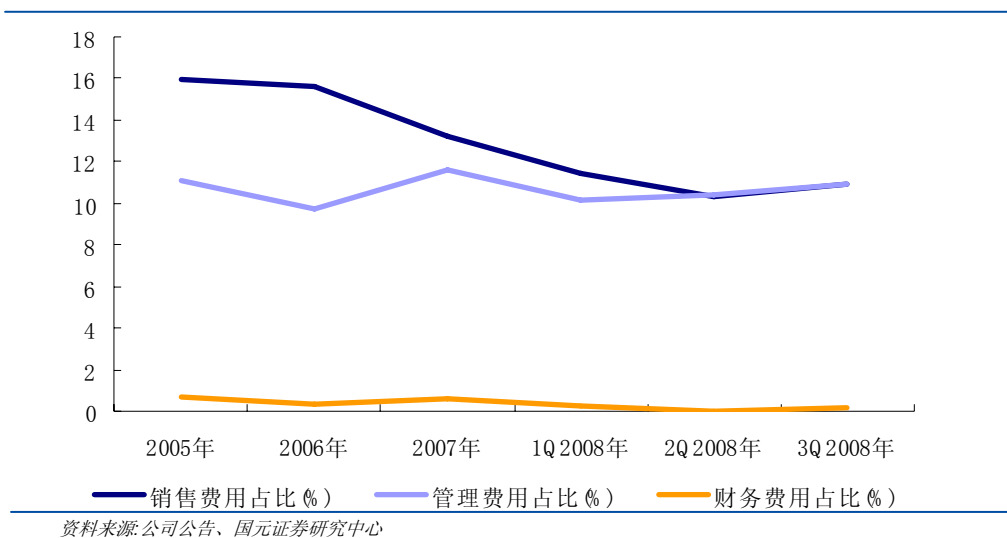
公司的商业销售规模虽然并不突出，但是作为黑龙江省最大的商业企业，公司的区域垄断优势非常明显。旗下的零售药店多达 1200 余家，立足省内，零售占 80%，批发几乎覆盖全省。承销的毛利率超过 10%。商业配送体系则供应了超过 80% 的医院用药，因此其商业的盈利能力远优于国内其他的医药商业企业。商业也在做广告。采取服务到门、送货。但商业的利润较低，不到 1%，即商业收入 30 多亿，3000 万的利润不到，未来，随着新农和、社区医疗带动的药品消费的不断上升，其商业规模仍会保持增长。但短期内仍然是立足于省内。

5.5 营业费用率逐渐减少

公司 08 上半年的营业费用率为 10.38%，较 2007 年全年下降近 3 个百分点。下降原因在于：公司抗生素业务增长快，占营业收入比重提高，而 OTC、保健品业务收

入增长较慢，同时公司上半年根据市场情况调减了一些广告支出。下半年预计公司会增加一些广告投入，但我们预期全年的营业费用率仍然会低于前几个年度水平。

图表 8 公司三项费用变化情况



6 盈利预测与价值评估

全民医保年初已经推出征求意见稿，同时医改的配套政策也逐步推出，医保的推行将提高医疗服务市场的空间，因此中国医药行业未来有望迎来一个较长的投资期。我们认为，行业的龙头企业将在医药产业变革中受益。而且哈药集团在股改的时候承诺过，在未来 30 个月内会对哈药股份注入优良的资产。因此公司未来的发展值得期待。哈药股份是一个被低估的优质医药企业，无论从估值水平还是未来长期增长潜力看，都具有很好的投资价值。

预计 08-10 年 EPS 分别为 0.60、0.71、0.79 元；由于股改对价支付，08 年 EPS 调整为 0.68 元。估值很安全。目前公司市值为 160 亿元左右，考虑到单单公司的品牌价值已经与之相当；此外哈药集团的业绩稳定增长的确性很高；作为专业的普药生产企业之一，医改受益的态势也非常明确。我们认为在目前的估值水平下，给予“推荐”的评级。

表格 7 公司分产品收入增长情况假设

(百万)	2007	2008E	2009F	2010F
保健品	725	800	870	940
西药	6029	7367	8580	9939
中药	1185	1333	1533	1780
合计	7940	9500	10983	12659

表格 8 预测利润表

项目（百万）	2007	2008E	2009E	2010E
主营业务收入	8290	9500	10983	12659
营业成本	5573	6496	7446	8592
营业税金及附加	45	65	66	89
营业费用	1094	1140	1318	1519
管理费用	963	952	1197	1380
财务费用	52	18	20	32
资产减值损失	42	80	40	41
投资净收益	95	108	120	125
营业利润	617	857	1016	1132
利润总额	624	857	1016	1132
所得税	32	112	134	151
净利润	592	745	882	981
每股收益（元）	0.48	0.60	0.71	0.79

7 风险因素

集团注入资产的时间不确定可能带来风险。大股东承诺在股改方案实施后的丧失个月提出注资方案，市场会担心注入时间漫长，变数太多，特别是二级市场股价波动对于大股东注入的时间以及稀释的比例有一定影响。

哈药作为行业内的龙头企业，规模大，产品比较普通，都是大众药品，公司的新产品多少原有产品的改良，或剂型改变，近几年完全自主研发全新产品的可能性不大，因此短期内出现爆发增长的可能性不大。

国家对于环保要求的提高，也可能对企业造成较大的成本压力。但哈药污水问题，政府在其下游已经设计污水处理系统，目前已经快施工，其污水处理能力相当于哈药生产产生污水的一半左右，如果运营好的情况下，哈药全部污水都可以处理。因此这部分的压力会大大减轻。

另一个最大问题是规模化的企业如何发展。集团下属的各家企业均在子行业内是顶尖企业之一，但是这些企业的规模均已比较庞大，未来如何保持一个稳定的增长是不得不面对的问题。因此逐步集中资源，强化企业间的协同作用将非常重要，而且在国家不断提高医药制造企业的壁垒过程中，哈药是否能凭借着管理、品牌优势，而不断的通过内生性和外延式收购其他企业，将自身逐渐整合的更加合理，这势必关系到哈药是否能够持续发展。

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 15%” 以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 10-15%” 以上	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅与上证指数持平在正负 10%” 以内	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 10%” 以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责声明：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn