

化学原料药



王晔

医药行业研究员

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

哈药股份（600664）

增长确定，估值超低

推荐（维持）

2009年11月15日

投资要点

- 我们近日组织了对哈药股份的联合调研，安排约 30 家机构前往公司，分别对哈药股份最主要的分公司：哈药总厂、哈药六厂、中药公司、医药公司以及参股的三精制药进行实地调研，并与公司管理层交流。我们认为哈药未来将保持稳定增长，加之股改承诺有 26 亿的资产注入，有望进一步提升公司的业绩水平，目前公司动态 PE 仅 20 倍，预期明年有 20% 左右的增长（不含资产注入），在医药股中属于非常低的水平，而且哈药流动性好，非常适合机构进行配置，我们维持“推荐”评级。

调研内容

哈药总厂：抗生素基地

- 哈药总厂是哈药集团内的抗生素药物基地，集团的核心企业。2008 年公司收入约 40 亿，我们预计今年有小幅增长。原因在于：去年原料药行情不错，收入和毛利率双增，但今年青霉素工业盐价格处于谷底，相应的收入和毛利率受到一定影响。但市场往往误以为哈药总厂受原料药价格变动，会对业绩造成较大影响，实际上并非如此。
- 哈药总厂的收入构成中，制剂业务占很大比重。公司以青霉素工业盐以及下游 6-APA、7-ACA 两大母核为基础，生产青霉素类、头孢类原料和制剂。对公司最近几年的收入构成分析，制剂业务比重很高，一直在 70-80% 之间。公司制剂产品主要有：青霉素钠、头孢曲松、头孢替安、头孢唑肟、阿莫西林等。需要注意的是：公司小头孢产品增长很快，对收入贡献比较明显。而原料药主要是青霉素工业盐、头孢曲松等原料药，出口印度、俄罗斯等国。
- 哈药总厂的毛利率并不低。我们估计哈药总厂的毛利率不低于 30%，由于公司制剂大部分普药是通过经销商销售，而新药很多都是代理销售，因此销售费用率不高。此外，公司的品牌相比其他公司，有一定的溢价，由此带来同类普药，公司的定价要略高于其他企业。
- 新产品规划，仍以小头孢为主。头孢类药物的市场空间大，未来一段时间仍然是抗感染药物的重点。哈药总厂仍然发展小头孢产品，预计不久后有 1-2 个品种上市。
- 研发投入在 3-4%。公司比较重视研发，整个集团有一个大的研发中心，各个子公司分别有自己的研发平台。总厂每年投入研发的比例在 3-4%，以开发抗感染药物为主。
- 我们预计总厂今年收入比去年略增，毛利率有小幅提升。

哈药六厂：保健品和 OTC 专家

- **广告营销面临新的挑战。**六厂过去是广告营销超牛的企业，曾经创下销售额超过 20 多亿元的佳绩。但国家收紧医药广告后，六厂的销售受到明显影响。目前，OTC 营销面临新的变化，广告投放的效率在下降，对于哈药六厂这样主要通过广告拉动销售的企业不利。公司也开始做终端推广，调整销售渠道。
- **OTC 和保健品产品线丰富。**目前公司新盖中盖、护彤、严迪、朴雪、钙加锌、泻利停等产品销售过亿或接近 1 亿。除此之外，公司的水饮料规模也过亿，但销售半径不大。
- **领导换人，管理上有所调整。**今年上半年，六厂调整了领导班子，老厂长退休，由原医药公司老总接替。新领导上任，基本上沿袭过去的销售方式，但增加了对终端的维护，此外对费用控制更积极。
- **未来有一些新品种推出。**我们一直强调，OTC 企业的产品线并不是最重要的。六厂基本上还是依靠老产品销售，未来有一些品种进行推广，但目前不必给予过高的期望。
- **我们预计今年六厂的收入约 15 亿，利润有较大幅度增长，估计超过 3 亿。**

中药公司：打造中药优势产品

- 08 年，中药三厂、中药二厂和世一堂制药合并成为中药公司。其中中药二厂以现代中药为主，主导品种是双黄连粉针、丹参粉针。新的世一堂以传统中药为主。中药公司占哈药收入和利润的比例不高，但增长较快。
- **中药粉针有优势。**哈药二厂开发了国内第一个中药粉针剂型。公司的双黄连、丹参粉针都销售过亿。然而药监局对新药审批严格，中药注射剂容易出现风险，因此公司申报的新品种还没有获批。
- **收购一个医药商业公司，做自己的渠道。**中药公司今年收购河南一个医药商业公司，作为自己的销售渠道。这与集团的商业公司不同，后者是做区域化销售为主，而中药公司收购的企业面对全国市场。
- **我们预计中药公司今年收入约 8 亿，利润预计为 9 千万左右。**

医药公司：区域商业垄断优势明显

- 哈药的医药公司是黑龙江最大的医药商业企业，覆盖率高。由于区域垄断优势明显，公司对上下游议价能力强，体现了较高的毛利率。
- 未来哈药的商业公司仍然立足本省，有可能向附近区域扩张。
- **我们预计医药公司今年的收入接近 40 亿，贡献利润约 4000 万元。**

三精制药：股权投资收益

- 三精制药最早是哈药的分公司，借壳 600829 实现分拆上市。三精制药业务也很全面，有些象小“哈药”。
- **三精制药的产品优势在于国内最大的口服液生产线。**公司主导产品为：双黄连口服液、葡萄糖酸锌口服液、葡萄糖酸钙口服液和司乐平。公司现有口服液产能 13 亿支，为国内最大。
- **甲流对三精制药产生正面影响。**双黄连口服液也是作为甲型 H1N1 流感的防控用药，公司是国内最大的

双黄连口服液企业，也从中受益。从调研情况看，双黄连口服液增长明显，但产品所用原材料价格也借助甲流主题一路彪升，即使公司产品有所调价，但是原料上涨幅度更猛，加之双黄连口服液毛利率要低于其他品种，因此我们预计公司今年收入和利润变化都不大。

对哈药的总体看法

- **我们对哈药继续看好。**我们持续推荐的理由包括：1) 公司业绩增长稳定，虽然增速不如一些成长期的公司，但是从过往历史看，哈药是少有的几个业绩持续增长的医药公司之一。以公司目前 100 亿的收入、近 10 亿的净利润，取得现有的成果并不容易。2) 公司股息率尚可，未来会保持 30% 以上的分红率。3) 公司流动性很好，适合机构投资者长期持有。
- **公司未来上涨的催化剂。**从业务模式看，公司的产品都比较成熟，短期内不会有爆发增长的可能。从事件因素看，公司在 2008 年 8 月股改时，大股东承诺在未来 30 个月内启动注入资产，其约束条件包括：1) 注入的经营性资产和现金不低于 26 亿元。2) 注入经营性资产的 ROE 不低于 11%。3) 注入资产后，上市公司 ROE 不被降低。4) 如果不能在 30 个月内启动，36 个月内完成，公司将每年实现的可分配利润中，80% 用于向流通股股东分红，大股东放弃自己所得。我们认为从时间表来看，2010 年公司必须启动这项工作。目前哈药集团还有的医药类经营性资产有动物疫苗和生物制药，我们判断注入这两块资产的可能性较大。我们特别看好动物疫苗行业，哈药疫苗主要生产禽流感疫苗，我们估计其净利润率也在 30% 左右（参考中牧股份、金宇集团的疫苗业务），而且疫苗业务的成长性很好。
- **市场对哈药的不理解与其模式有关。**哈药长期处于医药股估值的底部，这与公司行业龙头地位不符。市场给哈药低估值，源于对其发展模式的不理解。我们将在后续报告中，对哈药的模式做深入分析。
- **业绩预期。**我们维持对公司 2009 - 2011 年 EPS 为：0.79、0.96 和 1.12 元的预测，维持“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	6282	6796	8376	10226
货币资金	1564	1919	2628	3480
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1336	1442	1715	2020
其他应收款	152	286	265	333
存货	1825	2064	2454	2859
非流动资产	3401	3387	3422	3465
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	636	673	741	815
投资性房地产	3	0	0	0
固定资产	2419	2441	2420	2387
在建工程	115	107	104	102
油气资产	0	0	0	0
无形资产	136	132	130	128
资产总计	9683	10183	11798	13691
流动负债	3695	3915	4332	4837
短期借款	820	820	820	820
应付票据	597	628	768	899
应付账款	1315	1402	1669	1971
其他	963	1065	1075	1146
非流动负债	199	229	229	229
长期借款	111	111	111	111
其他	88	118	118	118
负债合计	3894	4144	4561	5066
股本	1242	1242	1242	1242
资本公积	927	927	927	927
未分配利润	2237	2388	3464	4711
少数股东权益	3	5	6	8
股东权益合计	5789	6039	7237	8624
负债及权益合计	9683	10183	11798	13691

现金流量表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	862	982	1196	1386
折旧和摊销	324	313	331	350
资产减值准备	-4	-3	92	59
无形资产摊销	11	15	13	13
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	19	17	14	10
投资损失	-73	-80	-85	-100
少数股东损益	1	2	2	2
营运资金的变动	405	246	537	551
经营活动产生现金流量	813	1075	1022	1153
投资活动产生现金流量	-217	66	-299	-291
融资活动产生现金流量	-823	-785	-14	-10
现金净变动	-227	356	709	852
现金的期初余额	2110	1564	1919	2628
现金的期末余额	1884	1919	2628	3480

利润表

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	9695	10590	12523	14796
营业成本	6592	7175	8454	10035
营业税金及附加	58	60	73	85
销售费用	1001	1080	1277	1509
管理费用	1078	1112	1315	1554
财务费用	19	17	14	10
资产减值损失	47	60	53	57
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	73	80	85	100
营业利润	973	1166	1421	1646
营业外收入	152	15	15	15
营业外支出	40	10	10	10
利润总额	1085	1171	1426	1651
所得税	221	187	228	264
净利润	864	983	1198	1387
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	862	982	1196	1386
EPS (元)	0.69	0.79	0.96	1.12

主要财务比率

	2008	2009E	2010E	2011E
成长性(%)				
营业收入增长率	16.9%	9.2%	18.3%	18.1%
营业利润增长率	57.9%	19.8%	21.9%	15.9%
净利润增长率	45.7%	13.9%	21.9%	15.8%
盈利能力(%)				
毛利率	32.0%	32.2%	32.5%	32.2%
净利率	8.9%	9.3%	9.6%	9.4%
ROE	14.9%	16.3%	16.5%	16.1%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.2%	40.7%	38.7%	37.0%
流动比率	1.70	1.74	1.93	2.11
速动比率	1.20	1.20	1.36	1.52
营运能力(次)				
资产周转率	1.01	1.07	1.14	1.16
应收帐款周转率	6.40	6.40	6.64	6.64
每股资料(元)				
每股收益	0.69	0.79	0.96	1.12
每股经营现金	0.47	0.87	0.82	0.93
每股净资产	4.66	4.86	5.82	6.94
估值比率(倍)				
PE	24.43	21.45	17.61	15.20
PB	3.64	3.49	2.91	2.44

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,

投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场

中 性: 相对表现与市场持平

回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%

推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间

中 性: 相对大盘涨幅在 -5% 部 ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售部

机构销售负责人

郭 锐

电话: 021-38565929

Email: guor@xyzq.com.cn

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

尹 莉

电话: 021-38565911

Email: yinli@xyzq.com.cn

北京地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

严长胜

电话: 021-38565936

Email: yancs@xyzq.com.cn

朱元曦

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@xyzq.com.cn

研究报告发布

杨 忱

电话: 021-38565915

Email: yangchen@xyzq.com.cn

重要声明

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。