

化学原料药



王晔

哈药股份（600664）

证书号 S0190200010075

哈药集团收购辉瑞动物疫苗点评

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

推荐

（维持）

2010年5月31日

投资要点

- 《华尔街日报》等国外媒体日前报道，全球制药巨头——辉瑞制药将其在华猪疫苗业务出售给哈药集团有限公司（哈药集团是哈药股份（600664）的母公司），交易金额估计在 5000 万美元。该交易是为遵从中国商务部去年对辉瑞与制药商惠氏(Wyeth)合并交易展开的反垄断审查而进行的。
- 我们认为，辉瑞出售此项业务对其影响不大，但哈药集团借此机会，将扩大自己在动物疫苗领域的产品线，实现公司向高端疫苗进军的目标。而哈药集团未来业务也由传统的品牌普药为主，转变为处方药、OTC、保健品、医药商业、现代中药和生物技术并举的格局。
- 由于哈药股份是哈药集团最核心的医药平台，未来集团向哈药股份注入资产预期明确。我们维持对哈药股份的“推荐”评级。

点评：

- 此次辉瑞出售疫苗业务的背景，是辉瑞合并惠氏之后，在全球范围内面临反垄断审查。媒体报道指出，辉瑞合并惠氏后，在某类猪疫苗市场占据中国近一半的市场，因此涉及中国的反垄断审查。
- 我们了解，辉瑞出售的疫苗是猪支原体肺炎疫苗(Mycoplasma hyopneumoniae, MH)——瑞倍适(Respire)和瑞倍适旺(Respire One)。这一疫苗利润率很高，为市场领先产品，目前辉瑞在美国内布拉斯加州生产。辉瑞保留了该疫苗在中国境外的知识产权，今后在中国将仅销售市场份额占 12%的惠氏 MH 疫苗。
- 当辉瑞以 680 亿美元价格收购惠氏之时，商务部对其进行反垄断审查，认为辉瑞有可能利用自己的这一产品的优势获取垄断地位，因此要求其在 6 个月内将其出售给其他企业，否则将没收瑞倍适在中国的知识产权。我们了解到，中牧股份、哈药集团以及国外企业诺华、礼来都对这一产品表示兴趣，但最终哈药出价高于对手，获得该产品。根据协议，哈药在三年内可以使用辉瑞在内布拉斯加州的生产设施，辉瑞向哈药提供技术支持和培训。
- 对哈药集团而言，动物疫苗业务是发展迅速、且成为公司未来的重点领域。哈药疫苗最早是与哈尔滨兽医研究所合作建立，产品以禽流感疫苗为主。哈药集团看好动物疫苗的发展前景，但目前国家规定的强制免疫疫苗市场基本上被中牧股份等传统动物疫苗企业分割完毕，而且除非出现新的疫病或者产品升级，否则疫苗市场基本上保持稳定（与动物基数有关）。哈药集团将注意力投向市场化疫苗领域，这一市场基本上都是外资企业垄断，高质高价高利润。目前市场化疫苗的份额低于强制免疫疫苗，但发展潜力巨大。而且国内动物疫苗行业的技术水平与国外差距很大，此次收购辉瑞的产品，意义在于：1)获得一个较大规模的高端产品，目前辉瑞的瑞倍适系列在国内的销售规模估计在 7000 万以上，毛利率估计超过猪口蹄疫疫苗；2)获得先进的生产技术，公司可以使用辉瑞在美国的生产线，并得到技术指导，这

将提升哈药在动物疫苗领域的技术水平，甚至超过国内传统疫苗龙头企业的水准。

- 哈药股份作为哈药集团的核心医药平台，未来有望得到集团的资产注入。2008年8月，哈药股份完成股改，股改条件中明确集团在未来30个月内启动资产注入，36个月内完成。集团将向上市公司注入评估后价值超过26亿的经营性资产和/或现金，其中经营性资产的ROE不低于11%，注入后，上市公司的ROE不被降低。
- 目前，哈药集团下属主要经营性资产包括：哈药股份（600664）、三精制药（600829）、哈药疫苗、哈药生物工程等。从现有资料看，哈药疫苗和哈药生物工程正进入快速发展阶段。我们相信集团在未来完成注资后，哈药作为一家化学药、中药、生物技术、医药商业为一体的综合性大型医药企业，将成为医药板块的蓝筹公司。
- 盈利预测。在不考虑注入资产的前提下，哈药股份2010-2012年EPS分别是：0.9、1.08和1.31元。如果在明年完成资产注入，我们预计业绩将增厚10%左右，达到1.20元。我们看好哈药股份的长期投资价值，维持“推荐”评级。

附表：资产负债表、利润表和现金流量表预测

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6552	8021	10035	12376
货币资金	1979	2281	3408	4514
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1521	1786	2123	2518
其他应收款	86	240	218	260
存货	1792	2370	2713	3180
非流动资产	3456	3400	3436	3472
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	2434	2423	2388
在建工程	160	130	115	107
油气资产	0	0	0	0
无形资产	130	130	129	129
资产总计	10007	11421	13471	15848
流动负债	3837	4708	5413	6164
短期借款	14	820	820	820
应付票据	949	900	1106	1387
应付账款	1698	1855	2290	2667
其他	1176	1132	1197	1290
非流动负债	185	221	221	221
长期借款	111	111	111	111
其他	74	110	110	110
负债合计	4023	4929	5635	6386
股本	1242	1242	1242	1242
资本公积	922	922	922	922
未分配利润	2352	2746	3956	5417
少数股东权益	4	5	7	8
股东权益合计	5984	6492	7837	9462
负债及权益合计	10007	11421	13471	15848

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	933	1115	1344	1624
折旧和摊销	318	318	338	357
资产减值准备	-43	63	85	61
无形资产摊销	11	12	11	11
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	4	7	11	5
投资损失	-77	-85	-100	-115
少数股东损益	1	2	2	2
营运资金的变动	-806	1145	266	545
经营活动产生现金流量	1920	388	1422	1388
投资活动产生现金流量	351	-241	-284	-276
融资活动产生现金流量	-1548	154	-11	-5
现金净变动	722	302	1127	1107
现金的期初余额	1564	1979	2281	3408
现金的期末余额	2286	2281	3408	4514

利润表

单位：百万元	2009	2010	2011E	2012
营业收入	10677	12670	14978	17816
营业成本	7262	8561	10166	12070
营业税金及附加	69	82	97	116
销售费用	1084	1292	1528	1817
管理费用	1220	1457	1648	1960
财务费用	4	7	11	5
资产减值损失	31	30	30	30
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	77	85	100	115
营业利润	1084	1326	1598	1932
营业外收入	27	25	25	25
营业外支出	24	22	22	22
利润总额	1087	1329	1601	1935
所得税	153	213	256	310
净利润	934	1116	1345	1626
少数股东损益	1	2	2	2
归属母公司净利润	933	1115	1344	1624
EPS（元）	0.75	0.90	1.08	1.31

主要财务比率

	2009	2010	2011E	2012
成长性(%)				
营业收入增长率	10.1%	18.7%	18.2%	18.9%
营业利润增长率	11.3%	22.3%	20.6%	20.9%
净利润增长率	8.2%	19.5%	20.5%	20.9%
盈利能力(%)				
毛利率	32.0%	32.4%	32.1%	32.2%
净利率	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%
ROE	15.6%	17.2%	17.2%	17.2%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.2%	43.2%	41.8%	40.3%
流动比率	1.71	1.70	1.85	2.01
速动比率	1.24	1.20	1.35	1.49
营运能力(次)				
资产周转率	1.08	1.18	1.20	1.22
应收帐款周转率	6.38	6.57	6.55	6.57
每股资料（元）				
每股收益	0.75	0.90	1.08	1.31
每股经营现金	1.49	0.31	1.14	1.12
每股净资产	4.82	5.22	6.30	7.61
估值比率（倍）				
PE	29.06	24.33	20.18	16.69
PB	4.53	4.18	3.46	2.87

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% ~ 5% 之间

回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部

上海地区销售经理

邓亚萍

电话: 021-38565916

Email: dengyp@xyzq.com.cn

盛英君

电话: 021-38565938

Email: shengyj@xyzq.com.cn

过 枫

电话: 021-38565966

Email: guofeng120@hotmail.com

姜 洋

电话: 021-38565910

Email: jydadao@sina.com

北京地区销售经理

韩吟华

电话: 021-38565933

Email: hanyh@xyzq.com.cn

广东地区销售经理

朱元戥

电话: 021-38565941

Email: zhuyy@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。