

化学原料药



哈药股份（600664）

推荐（维持）

业绩稳健增长，注资预期明确

市场数据

报告日期	2010-8-30
收盘价(元)	20.48
总股本(百万股)	1242.01
流通股本(百万股)	810.30
总市值(百万元)	25436.27
流通市值(百万元)	16594.94
净资产(百万元)	6248.80
总资产(百万元)	10671.52
每股净资产	5.03

主要财务指标

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	10677	12670	14978	17816
同比增长(%)	10.1%	18.7%	18.2%	18.9%
净利润(百万元)	933	1115	1344	1624
同比增长(%)	8.2%	19.5%	20.5%	20.9%
毛利率(%)	32.0%	32.4%	32.1%	32.2%
净利率(%)	8.7%	8.8%	9.0%	9.1%
净资产收益率(%)	15.6%	17.2%	17.2%	17.2%
每股收益(元)	0.75	0.90	1.08	1.31
每股经营现金流(元)	1.49	0.31	1.14	1.12

相关报告

《哈药集团收购辉瑞动物疫苗点评》2010-5-31

《优质白马公司，未来还看注资》2010-4-29

《增长确定，估值超低》2009-11-15

投资要点

事件:

哈药股份公布 2010 年中报。上半年公司实现营业收入 65.57 亿元，同比增长 21.36%；净利润 5.64 亿元，同比增长 21.43%，中期每股收益 0.45 元，高于市场普遍预期，也略高于我们预期的 0.42 元。

点评:

- 公司销售收入增长速度加快。上半年收入 65.57 亿元，同比增长 21.36%，增速较 2009 年全年有明显提高（2009 年营收同比增长 10.13%）。从分业务看，收入增长的主要动力来自西药、保健品和其他业务。
- 中药业务上半年收入 7.34 亿元，同比下降 2.59%，营业利润率 38.89%，同比增加 3.22 个百分点。我们认为与 OTC 产品的结构调整有关。
- 西药业务上半年收入 49.41 亿元，同比增长 21.55%，营业利润率 28.16%，同比提高 0.62 个百分点。我们认为主要得益于原料药增长（这一点从国外销售增长 52.31%也可以得到验证）
- 保健品业务上半年收入 5.57 亿元，同比增长 40.90%，营业利润率 67.63%，同比提高 1.08 个百分点。我们认为这与 2009 年保健品增长较慢，基数偏低有关。

王晞 S0190200010075
021-38565926
wangx@xyzq.com.cn

- 上半年期末公司资产负债率为 44.92%，属于合理水平。在总资产中，流动资产占比 68.10%，表明公司并不是一家原料药业务为主的重资产企业。哈药目前已经成为国内品牌药品的代表企业，公司的品牌价值在医药行业位居第一。
- 上半年期末每股经营性现金流为 0.81 元，超过每股收益，表明公司的收益质量较高。
- 总体而言，哈药的业绩增长稳健。公司 2008 年股改承诺是在 30 个月内提出注入资产方案，我们预计今年底之前会公布注资的正式议案。
- 盈利预测。不考虑资产注入，我们预估公司 2010-2012 年 EPS 分别是：0.90、1.08 和 1.31 元，公司目前估值水平偏低，未来成长性确定，维持“推荐”评级。

表、哈药股份分季度业绩对比（单位：百万元、元、%）

主要数据	09-3Q	09-4Q	10-1Q	10-2Q	QOQ	2008	2009	YOY	说明
营业收入	2630	2645	3466	3091	-10.8%	9695	10677	10.1%	三精制药的贡献，比较稳定
营业成本	1703	1827	2388	2077	-13.0%	6592	7262	10.2%	
毛利	927	817	1078	1014	-5.9%	3103	3416	10.1%	
销售费用	287	259	379	328	-13.4%	1001	1084	8.3%	
管理费用	330	367	372	331	-11.0%	1078	1220	13.2%	
财务费用	-2	-6	-3	-3	0.1%	19	4	-76.6%	
资产减值	5	-23	13	7	-45.7%	47	31	-34.5%	
公允价值	0	0	0	0		0	0		
投资收益	24	13	24	25	6.1%	73	77	4.7%	
营业利润	311	220	320	355	11.0%	973	1084	11.3%	
利润总额	310	222	322	355	10.5%	1085	1087	0.2%	
净利润	262	206	268	297	10.7%	862	933	8.2%	
EPS	0.211	0.166	0.216	0.239	10.5%	0.694	0.751	8.2%	
销售费用率	10.9%	9.8%	10.9%	10.6%	-0.3%	10.3%	10.2%	-0.2%	
管理费用率	12.6%	13.9%	10.7%	10.7%	0.0%	11.1%	11.4%	0.3%	
财务费用率	-0.1%	-0.2%	-0.1%	-0.1%	0.0%	0.2%	0.0%	-0.2%	
所得税率	15.1%	7.9%	17.0%	16.4%	-0.6%	20.4%	14.1%	-6.3%	
毛利率	35.3%	30.9%	31.1%	32.8%	1.7%	32.0%	32.0%	0.0%	
净利润率	10.0%	7.8%	7.7%	9.6%	1.9%	8.9%	8.7%	-0.2%	

资料来源：天软投资系统

附表

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	2010E	2011E	2012E
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	2010E	2011E	2012E
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	27.26	22.82	18.93	15.66
PB	4.25	3.92	3.25	2.69

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%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

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。