

分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

哈药股份 (600664)

注资兑现承诺，未来前景看好

2011年2月16日

投资要点

事件：

- **哈药股份发布重大资产重组公告**，方案为：哈药股份向哈药集团非公开发行股份，收购哈药集团所持生物工程公司（简称“哈药生物”）标的资产和三精制药标的资产。收购完成后，哈药股份将持有生物工程公司 100% 股权，三精制药的股份将由 30% 上升至 74.82%，哈药集团不再持有三精制药的股份。
- **本次拟购买资产预计的交易价格为 57.47 亿元**，哈药股份截至 2009 年 12 月 31 日资产总额为 100.07 亿元，本次拟购买资产预计交易价格占本公司截至 2009 年 12 月 31 日资产总额的比例为 57.43%。本次交易构成重大资产重组，同时由于涉及非公开发行股份购买资产，故尚需提交中国证监会并购重组审核委员会审核。
- **关于资产定价**。三精制药标的资产，定价为协议签署前 30 个交易日的每日加权平均价格算术平均值为基础，且不低于该算术平均值的 90%。根据协议约定，三精制药每股转让价格确定为 22.49 元，对应三精制药标的资产的交易价格为 38.97 亿元。哈药生物相当于按 2010 年 18 倍市盈率计算，估值在 18.5 亿元。
- **向大股东发行的价格**。本次向哈药集团非公开发行股份的每股价格不低于定价基准日前 20 个交易日公司股票交易均价。经协商约定，公司向哈药集团非公开发行 A 股的发行价格为人民币 24.11 元/股。
- **发行股份规模**。预计此次向大股东增发 2.38 亿股，相比公司目前 12.42 亿股，股本增加 19.2%。

点评：

- **此次注资，是完成哈药集团在公司股改时所做承诺**。2008 年 8 月，公司股改完成，哈药集团曾承诺：自股改实施之日起三十个月之内向哈药股份董事会提出以非公开发行或法律法规允许的其他方式向哈药股份注入优质经营性资产及现金资产的议案，上述优质经营性资产及现金资产的价值合计不少于 261,100 万元人民币，且优质经营性资产扣除非经常性损益后的净资产收益率不低于 11%。
- **方案中，资产规模和 ROE 水平都超过股改承诺**。此次方案注入资产总值合计 57.47 亿元，其中三精制药由于是上市公司，以市场价格为定价依据，其资产规模为 38.97 亿元，2009 年扣除非经常性损益后的 ROE 为 17.72%。哈药生物没有上市，2010 年净利润估计在 1 亿元左右，对其评估值为 18.5 亿元，相当于 2010 年 18 倍市盈率，其 2010 年扣除非经常性损益后的 ROE 为 33.35%。资产总量和 ROE 水平都超

过股改承诺。

- **向大股东增发价格超过当前股价，对二级市场股东有利。**哈药股份停牌前股价为 22.57 元，此次向大股东增发定价在 24.11 元，超过市价。从市场角度看，大股东以更高的价格参与增发，有助于增强二级市场股东信心，对投资者有利。另一方面，由于三精制药在停牌前股票下跌，导致收购三精股权价格也高于市价（受国有股权转让的规定限制）。我们测算，哈药集团持有的三精制药股权 1.73 亿股，将换成 1.61 亿股哈药股份股权，以停牌时价格估算，增值约 3000 万元，对二级市场股东并未有较大的不利影响。
- **三精制药股权注入，有利于哈药解决同业竞争问题。**三精制药在化学药和部分 OTC 品种上，与哈药股份存在一定的竞争关系。同样在哈药集团内部，两家上市公司在品种上的重叠，不利于整体发展。此次三精制药股权注入后，哈药集团不再持有三精制药股权，而哈药股份对三精制药控股，解决了同业竞争问题。
- **哈药生物资产注入，丰富公司的产品线。**哈药股份现有业务覆盖原料药、化学制剂、中成药、OTC 和保健品、医药流通领域。而哈药生物的注入，增加了生物制药业务。哈药生物历史悠久，最早是哈药的生物工程中心，目前是哈药集团基因工程药物基地。公司已经建立多个研发平台，在国内具有一定优势。目前公司主要产品有：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。**未来哈药生物定位于哈药股份的创新药物基地、抗肿瘤药物基地。**哈药生物的成长性良好，盈利能力突出。（参见下表）

表 1、哈药生物主要财务指标（元）

项目	2010年12月31日	2009年12月31日
总资产	45,920.89	26,036.50
净资产	30,029.31	5,593.10
项目	2010年度	2009年度
营业收入	25,032.68	16,505.64
利润总额	11,756.73	3,391.60
净利润	10,016.21	2,871.98

资料来源：公司公告

- **我们对此次重组方案的看法，对公司前景乐观。**根据我们测算，在不考虑注入资产情况下，哈药股份 2010-2011 年 EPS 分别是 0.87/1.04 元。若 2011 年完成注资，则公司 EPS 约在 1.10 元，增厚 0.06 元。从增厚幅度看，并不大，原因在于：哈药股份资产规模庞大，净利润高，很难产生明显的增厚效应。**业绩增厚不是我们关注的重点，完成注资，更大的意义在于哈药治理结构得到改善。**
- **哈药股份将成为哈药集团的核心医药平台。**完成注资后，哈药集团下的医药资产全部在股份公司，减少了内部同业竞争的可能性。此外，哈药集团过去一直是行业的带头大哥，无论是抗生素普药、OTC 和保健品，都在业内占有举足轻重地位。哈药的发展历史，是一个“国有体制下，市场化运作”的典范。哈药内部的优胜劣汰，促进各个子公司都有积极性发展，而那些落后企业，都被优势企业所兼并。哈药股份从上市之初的 10 多个分（子）公司，发展到现在就剩下哈药总厂、制药六厂、中药公司、商业公司

几块业务为主（不考虑三精制药），就是内部竞争的结果。

- **未来哈药股份将迎来“二次创业”的变革。**过去分（子）公司各自发展的模式，虽然促进了公司整体的做大做强，但现在看内部资源的消耗也不少。哈药股份通过对下属企业管理团队的调整，逐步强化母公司对下属企业的管理，未来统一研发、统一采购、协调产品开发和营销，降低管理成本，都有助于公司业绩保持稳定增长。
- **业绩预期。**若不考虑注入资产，我们预估哈药股份 2010-2012 年 EPS 为 0.87/1.04 和 1.24 元。若 2011 年完成注资，我们预估 2011-2012 年 EPS 分别是：1.10/1.32 元。以公司目前估值看，今年动态市盈率在 20 倍左右，明显低估，维持“推荐”评级。（我们后续有深度报告分析哈药股份的投资价值）

附表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6552	7220	9083	11240
货币资金	1979	1498	2663	3775
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	1521	1750	2021	2351
其他应收款	86	235	208	243
存货	1792	2413	2684	3084
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	10620	12519	14712
流动负债	3837	3948	4560	5216
短期借款	14	14	14	14
应付票据	949	917	1094	1345
应付账款	1698	1889	2266	2587
其他	1176	1128	1186	1271
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	4170	4781	5438
股本	1242	1242	1242	1242
资本公积	922	922	922	922
未分配利润	2352	2711	3869	5250
少数股东权益	4	4	5	6
股东权益合计	5984	6450	7738	9274
负债及权益合计	10007	10620	12519	14712

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	933	1075	1287	1535
折旧和摊销	318	318	338	357
资产减值准备	-43	56	71	49
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	0	-1	-7
投资损失	-77	-95	-115	-140
少数股东损益	1	0	1	1
营运资金的变动	-806	1074	157	439
经营活动产生现金流量	1920	395	1432	1355
投资活动产生现金流量	351	-231	-269	-251
融资活动产生现金流量	-1548	-645	1	7
现金净变动	722	-481	1165	1111
现金的期初余额	1564	1979	1498	2663
现金的期末余额	2286	1498	2663	3775

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10677	12412	14261	16631
营业成本	7262	8718	10057	11706
营业税金及附加	69	77	91	104
销售费用	1084	1179	1284	1497
管理费用	1220	1241	1398	1630
财务费用	4	0	-1	-7
资产减值损失	31	25	30	28
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	77	95	115	140
营业利润	1084	1267	1519	1813
营业外收入	27	25	25	25
营业外支出	24	20	20	20
利润总额	1087	1272	1524	1818
所得税	153	197	236	282
净利润	934	1075	1288	1536
少数股东损益	1	0	1	1
归属母公司净利润	933	1075	1287	1535
EPS（元）	0.75	0.87	1.04	1.24

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	10.1%	16.2%	14.9%	16.6%
营业利润增长率	11.3%	16.9%	19.9%	19.4%
净利润增长率	8.2%	15.2%	19.7%	19.3%
盈利能力(%)				
毛利率	32.0%	29.8%	29.5%	29.6%
净利率	8.7%	8.7%	9.0%	9.2%
ROE	15.6%	16.7%	16.6%	16.6%
偿债能力(%)				
资产负债率	40.2%	39.3%	38.2%	37.0%
流动比率	1.71	1.83	1.99	2.15
速动比率	1.24	1.21	1.40	1.56
营运能力(次)				
资产周转率	1.08	1.20	1.23	1.22
应收帐款周转率	6.38	6.50	6.47	6.51
每股资料(元)				
每股收益	0.75	0.87	1.04	1.24
每股经营现金	1.49	0.32	1.15	1.09
每股净资产	4.82	5.19	6.23	7.46
估值比率(倍)				
PE	30.05	26.08	21.79	18.26
PB	4.69	4.35	3.62	3.02

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

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。