

化学制药

哈药股份 (600664. SH) / 22.57 元

资产重组启动，估值有望提高

事项

公司公告资产重组预案：拟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 100% 的股权和三精制药 44.82% 的股份，发行价格为 24.11 元/股，拟发行约 23,836 万股。

生物工程公司的预估值约为 18.5 亿元；三精制药每股转让价格确定为 22.49 元，对应交易价格为 38.97 亿元。

主要观点

一、重组有望增厚公司业绩。不考虑资产注入，我们预测公司 2011 年净利润为 12.7 亿元，EPS 为 1.02 元。发行后总股本将扩大至约 14.8 亿股。生物工程公司注入 100% 股权后保守预测增厚公司 2011 年净利润约 1 亿元；三精制药注入 44.82% 股权后预计将增厚公司 2011 年净利润约 1.8 亿元。由此计算，发行后公司 2011 年 EPS（摊薄后）为 1.05 元，较发行前（1.02 元）增厚约 0.03 元。

二、生物制品扩充公司产品线。生物工程公司主要致力于研发、生产和销售针对肿瘤、心脑血管疾病及肝病药品，正处于高速成长期，2010 年实现营业收入 2.5 亿元，净利润 1 亿元。注入生物工程制药类资产将为哈药股份增加新的核心业务，有望提升公司估值水平。

三、医药产业平台地位进一步明确。三精制药在 OTC 产品业务方面具备较为明显的竞争优势，本次资产重组完成后，公司将代替哈药集团成为三精制药的控股股东，将三精制药纳入合并报表范围，公司在哈药集团中的医药产业平台地位进一步明确。

四、集团整体上市可彻底解决同业竞争问题。目前哈药股份和三精制药仍然存在生产和销售同类或者相似产品的情况，我们认为，集团整体上市是彻底解决两家上市公司之间同业竞争问题的最佳途径，哈药集团将利用哈药股份作为上市公司所提供的资本运作平台，逐步整合集团系统内部业务、优化资源配置，实现整体上市，减少同业竞争，估值水平有望提高。

五、投资建议：推荐（维持）。由于资产重组预案还需等待国资委、股东大会、证监会审核批准，我们维持公司 2010-2012 年 EPS 为 0.89、1.02 和 1.17 元的盈利预测，对应 PE 分别为 25X、22X 和 19X。公司作为我国普药龙头企业，将受益于基本药物制度推进和新版 GMP 实施带来的行业集中度提高；目前估值水平较低，资产重组启动有望增厚业绩，生物工程制药类资产注入和集团整体上市预期有望提升估值水平，维持“推荐”评级。我们认为公司合理估值应在 35X，按照 2011 年 1.02 元 EPS 计算，其合理股价在 35.7 元。

六、风险提示。1) 资产重组预案还需等待国资委、股东大会、证监会审核批准，时间上存在不确定性；2) 基本药物可能面临降价；3) 原料药价格可能大幅波动。

证券分析师：廖万国
执业编号：S0360210100002

联系人：陈海刚
Tel: 010-59370822
Email: chenhaigang@hczq.com

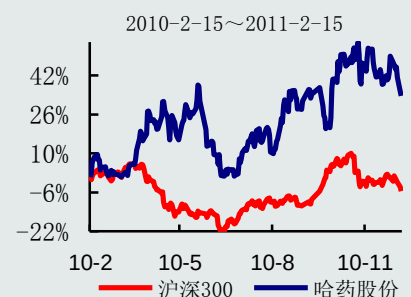
投资评级

投资评级：推荐
评级变动：维持

公司基本数据

总股本(万股)	124201
流通 A 股/B 股(万股)	81030/0
资产负债率(%)	40.20
每股净资产(元)	4.82
市盈率(倍)	30.05
市净率(倍)	4.68
12 个月内最高/最低价	27.6/16.42

市场表现对比图(近 12 个月)



资料来源：港澳资讯

相关研究报告

《业绩稳定增长，持续受益于基层医疗市场扩容》 2010-10-29
《业绩平稳增长，看好长远发展》 2010-08-31

1. 启动资产重组，兑现股改承诺

1.1 资产重组预案公布

本次资产重组预案为：

- 哈药股份拟向哈药集团非公开发行股份，收购哈药集团所持哈药集团生物工程有限公司（以下简称“生物工程公司”）100%的股权和哈药集团三精制药股份有限公司（以下简称“三精制药”）44.82%的股份，发行价格为 24.11 元/股；
- 经初步估算，生物工程公司标的资产的预估值约为 18.5 亿元；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；
- 哈药股份拟发行的股份数量 = 标的资产交易价格/本次发行的股票价格计算，本次拟发行约 23,836 万股，最终发行数量将根据生物工程公司标的资产和三精制药标的资产的交易价格确定。

1.2 预案满足资产注入条件

2008 年 9 月，哈药股份完成股权分置改革，在股改说明书中，哈药集团曾承诺：自股改实施之日起 30 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，资产注入的条件包括：

- 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，
- 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%。

本次拟购买资产预计的交易价格为 57.47 亿元，其中三精制药标的资产的交易价格为 38.97 亿元，三精制药 2009 年扣除非经常性损益后的净资产收益率为 17.72%。生物工程公司标的资产的预估值约为 18.5 亿元，2010 年扣除非经常性损益后的净资产收益率为 33.35%（未经审计）。

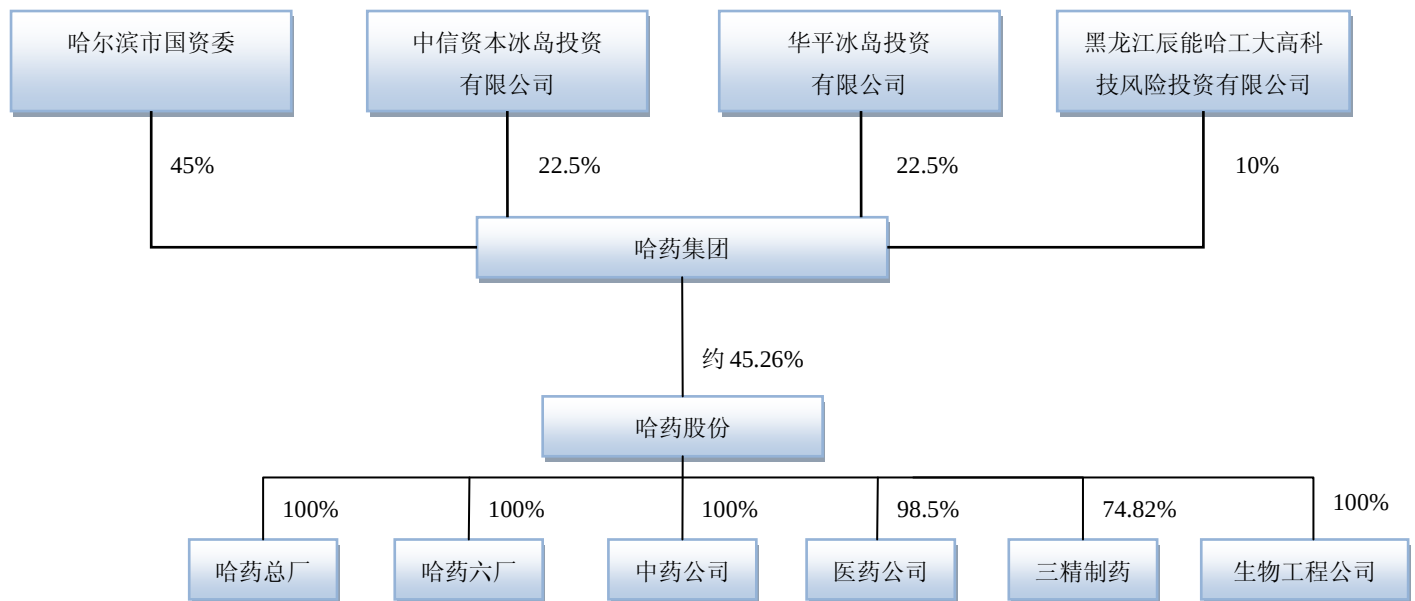
上述资产的预计交易价格和净资产收益率均可以满足哈药集团对哈药股份的股改承诺要求，哈药集团通过本次重组将兑现对哈药股份的股改承诺。

1.3 哈药集团仍是控股股东

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。

本次重组前，哈药集团直接持有哈药股份 34.76%的股份，为本公司的控股股东。根据本预案及有关安排，本次交易完成后，哈药集团将直接持有本公司约 45.26%的股份，仍为哈药股份控股股东。

图表 1 发行后的股权结构



2. 重组有望增厚公司业绩

不考虑资产注入，我们预测公司 2011 年净利润为 12.7 亿元，EPS 为 1.02 元。

公司当前总股本 12.42 亿股，本次拟发行约 23,836 万股，发行后总股本将扩大至约 14.8 亿股。

生物工程公司 2010 年净利润 1 亿元，注入 100% 股权后保守预测增厚公司 2011 年净利润约 1 亿元；我们预测三精制药 2011 年净利润为 3.9 亿元，注入 44.82% 股权后将增厚公司 2011 年净利润约 1.8 亿元。

由此计算，发行后公司 2011 年 EPS（摊薄后）为 1.05 元，较发行前（1.02 元）增厚约 0.03 元。

3. 盈利能力和估值水平将进一步提高

3.1 生物制品扩充公司产品线

生物工程公司主要致力于研发、生产和销售针对肿瘤、心脑血管疾病及肝病药品。目前上市的产品有注射用重组人干扰素 α -2b（商品名：利分能）、重组人促红素注射液（商品名：雪达升）、重组人粒细胞刺激因子注射液（商品名：里亚金）等多个生物工程医药产品以及前列地尔脂肪乳等新型化学制剂，其中注射用重组人干扰素 α -2b 和前列地尔注射液的市场占有率在国内居于领先地位。2010 年实现营业收入 2.5 亿元，净利润 1 亿元。

生物工程公司正处于高速成长期，盈利增长较快。本次资产重组注入生物工程制药类资产将为哈药股份增加新的核心业务，填补哈药股份在生物制药方面的空白，完善哈药股份的医药产业链，有望提升公司估值水平。

3.2 公司在哈药集团中的医药产业平台地位进一步明确

三精制药目前是以生产销售 OTC 产品为主，以处方药为补充，多品种、多剂型、医药原料和制剂并重的综合性制药企业，主导产品包括葡萄糖酸钙（OTC 药品）、葡萄糖酸锌（保健品）、双黄连口服液（OTC 药品）、司乐平（处方药品）、磷霉素钠（处方药品）等，公司在

OTC 产品业务方面具备较为明显的竞争优势，葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌、双黄连口服液三个支柱品种在细分市场占有率第一，品牌地位已经确立。2010 年前三季度实现收入 22.79 亿元，净利润 2.56 亿元。

本次资产重组完成后，公司将代替哈药集团成为三精制药的控股股东，将三精制药纳入合并报表范围，公司在哈药集团中的医药产业平台地位进一步明确。

4. 集团整体上市可彻底解决同业竞争问题

哈药股份和三精制药为解决同业竞争曾作出了大量的努力，对同业竞争的品种采取了立即停产、适当的限产等措施，但目前双方仍然存在生产和销售同类或者相似产品的情况：同类产品主要集中在阿莫西林胶囊、头孢唑林钠等抗菌类抗生素产品；相似产品主要包括哈药股份的盖中盖与三精制药的葡萄糖酸钙口服溶液，哈药股份的双黄连粉针与三精制药的抗病毒双黄连口服液。

本次重大资产重组后，哈药股份和三精制药计划逐步彻底解决同业竞争问题：

- 两公司在之前逐步消除同业竞争作出努力的基础上，继续积极探索差异化发展模式，力争在品牌、产品种类及功效、适用对象、竞争对手、规模优势品种、销售渠道等方面有所差别，建立差异化细分市场，形成各自独立而稳定的市场格局；
- 两公司将以“统筹规划、逐步实施”为原则，争取在本次重组完成后 3 年内，对三精制药和哈药股份的同类产品进行完全区分，彻底解决两家上市公司之间同业竞争的可能性；
- 未来亦不排除通过资本整合的方式彻底解决两家上市公司之间的同业竞争问题。

我们认为，集团整体上市是彻底解决两家上市公司之间同业竞争问题的最佳途径，哈药集团将利用哈药股份作为上市公司所提供的资本运作平台，逐步整合集团系统内部业务、优化资源配置，实现整体上市，减少同业竞争，估值水平有望提高。

5. 投资建议：推荐（维持）

由于资产重组预案还需等待国资委、股东大会、证监会审核批准，我们维持公司 2010-2012 年 EPS 为 0.89、1.02 和 1.17 元的盈利预测，对应 PE 分别为 25X、22X 和 19X。公司作为我国普药龙头企业，有望受益于基本药物制度推进和新版 GMP 实施带来的行业集中度提高；目前估值水平较低，资产重组启动有望增厚业绩，生物工程制药类资产注入和集团整体上市预期有望提升估值水平，维持“推荐”评级。我们认为公司合理估值应该在 35X，按照 2011 年 1.02 元 EPS 计算，其合理股价在 35.7 元。

6. 风险提示

- 资产重组预案还需等待国资委、股东大会、证监会审核批准，时间上存在不确定性。
- 基本药物可能面临降价。
- 原料药价格可能大幅波动。

附录：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	6552	8418	9320	10615
现金	1979	2543	2650	3143
应收账款	1521	1864	2118	2431
其它应收款	86	190	200	208
预付账款	205	178	224	269
存货	1792	2393	2641	2982
其他	968	1250	1486	1582
非流动资产	3456	3099	2775	2453
长期投资	636	623	632	630
固定资产	2419	2112	1817	1521
无形资产	130	88	63	36
其他	270	275	264	266
资产总计	10007	11517	12095	13068
流动负债	3837	4930	4902	5343
短期借款	14	1659	1483	1720
应付账款	1698	1360	1458	1505
其他	2125	1911	1961	2117
非流动负债	185	109	71	29
长期借款	111	36	-7	-46
其他	74	73	78	75
负债合计	4023	5039	4973	5371
少数股东权益	4	5	5	6
股本	1242	1242	1242	1242
资本公积金	922	922	922	922
留存收益	3816	4309	4952	5527
归属母公司股东权益	5981	6473	7116	7691
负债和股东权益	10007	11517	12095	13068

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1852	-478	985	1053
净利润	934	1102	1273	1454
折旧摊销	318	309	309	309
财务费用	4	10	41	34
投资损失	-77	-81	-77	-78
营运资金变动	601	-1991	-555	-612
其它	71	172	-5	-54
投资活动现金流	166	48	40	150
资本支出	223	0	0	0
长期投资	312	-30	10	3
其他	701	19	50	153
筹资活动现金流	-1602	994	-917	-710
短期借款	-806	1645	-177	237
长期借款	-0	-75	-43	-39
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-5	0	0	0
其他	-790	-577	-698	-908
现金净增加额	416	564	107	493

资料来源：公司报表、华创证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	10677	12690	14534	16599
营业成本	7262	8634	9879	11292
营业税金及附加	69	79	93	105
营业费用	1084	1294	1479	1691
管理费用	1220	1431	1599	1826
财务费用	4	10	41	34
资产减值损失	31	40	39	36
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	77	81	77	78
营业利润	1084	1283	1482	1692
营业外收入	27	0	0	0
营业外支出	24	0	0	0
利润总额	1087	1283	1482	1692
所得税	153	181	209	239
净利润	934	1102	1273	1454
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	933	1101	1272	1453
EBITDA	1406	1602	1832	2036
EPS（元）	0.75	0.89	1.02	1.17

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	10.1%	18.8%	14.5%	14.2%
营业利润	11.3%	18.4%	15.5%	14.2%
归属母公司净利润	8.2%	18.0%	15.5%	14.2%
获利能力				
毛利率	32.0%	32.0%	32.0%	32.0%
净利率	8.7%	8.7%	8.8%	8.8%
ROE	15.6%	17.0%	17.9%	18.9%
ROIC	27.6%	23.0%	25.7%	27.3%
偿债能力				
资产负债率	40.2%	43.8%	41.1%	41.1%
净负债比率	4.01%	35.20%	30.68%	32.18%
流动比率	1.71	1.71	1.90	1.99
速动比率	1.24	1.22	1.36	1.43
营运能力				
总资产周转率	1.08	1.18	1.23	1.32
应收帐款周转率	7	7	7	7
应付帐款周转率	4.82	5.65	7.01	7.62
每股指标(元)				
每股收益	0.75	0.89	1.02	1.17
每股经营现金	1.49	-0.39	0.79	0.85
每股净资产	4.82	5.21	5.73	6.19
估值比率				
P/E	30.05	25.46	22.04	19.29
P/B	4.69	4.33	3.94	3.64
EV/EBITDA	18	16	14	13

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6 个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6 个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6 个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明:

分析师撰写本报告是基于可靠的已公开信息,准确表述了分析师的个人观点;分析师在本报告中所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断;分析师对任何其他券商发布的所有可能存在雷同的研究报告不负有任何直接或者间接的可能责任。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告信息均来源于公开资料,本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司在知晓范围内履行披露义务。

报告中的内容和意见仅供参考,并不构成本公司对所述证券买卖的出价或询价。本报告所载信息均为个人观点,并不构成对所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的预期收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有,本公司对本报告保留一切权利,未经本公司事先书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的,需在允许的范围内使用,并注明出处为“华创证券研究”,且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

证券市场是一个风险无时不在的市场,请您务必对盈亏风险有清醒的认识,认真考虑是否进行证券交易。市场有风险,投资需谨慎。

利益冲突披露事项

华创证券研究所

地址:北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801