

资产注入提升估值水平

买入首次评级

目标价格：30 元

报告摘要:

- **非公发注入医药资产。**哈药股份将向控股股东哈药集团非公开发行股份 23834 万股,预计发行价为 22.11 元/股,收购哈药集团所持生物工程公司 100%股份和三精制药 44.82%的股份,总支付的对价为 57.47 亿元。
- **完成 08 年股改承诺。**完成 08 年股改时做出的 30 个月内资产注入的承诺,满足注入优质资产 26 亿,以及资产扣非后 ROE 超过 10%的条件。
- **重组后实现集团医药资产整体上市。**资产的注入完善哈药股份的医药产业链,提高企业的资源整合能力,便于更好解决与三精制药之间的同业竞争问题,提升企业的估值水平。
- **生物工程企业前景看好。**公司已具备相当的规模,净利润达亿元。主要品种在业内销售处于领先地位,09 年新产品前列地尔推出后,快速放量,10 年销售了 9000 万,后续储备品种丰富,将借助集团物力财力和品牌优势,继续高速增长。从重组对价来看,18 亿的对价相当于 18X PE 的收购价,相对于生物和新型制剂企业,估值还是相当便宜的。
- **估值水平中等偏低、长期看好。**预计重组后,2011~2012 年哈药股份的 EPS 为 1.11/1.31,对应目前的 PE 为 20.3X、17.1X,重组之后,预计哈药股份将凭借集团的品牌优势,更强大的资源整合能力和更全面的医药产业链,提升企业的盈利能力。生物资产的注入,也会提升市场对公司估值水平。长期看好,给予 12 个月目标价 30 元,给予买入评级。

主要经营指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	9695.07	10677.30	12350.62	18264.29	21127.30
增速(yoy)	16.95%	10.13%	15.67%	47.88%	15.68%
营业成本	6592.31	7261.59	8395.66	11801.31	13666.34
净利润	862.32	932.93	1104.40	1597.88	1890.26
增速(yoy)	45.70%	8.19%	18.38%	44.68%	18.30%
基本每股收益	0.69	0.75	0.89	1.08	1.28

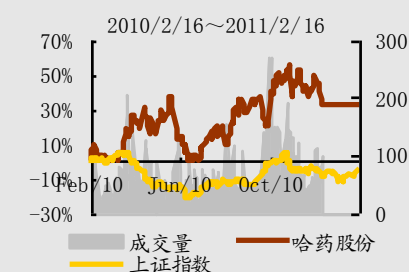
联系人

吴洋

电话: 010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20100930	50164	非常集中
20100630	40472	非常集中
20100331	27166	非常集中

数据来源: 港澳资讯

机构持股汇总

报告日期	20100931	20100631
基金持股	24680.30	35448.52
占流通 A 股比	30.46%	43.75%
持股家数及进出情况	33	115

数据来源: 港澳资讯

相关研究

宏源证券*公司点评*康恩贝—受益基本药物制度超预期 03.01

宏源证券*行业策略*医药行业—紧跟政策,寻找确定性增长的个股 06.21

宏源证券*行业策略*医药行业—政策总体偏利好,行业增长无悬念 11.25

目录

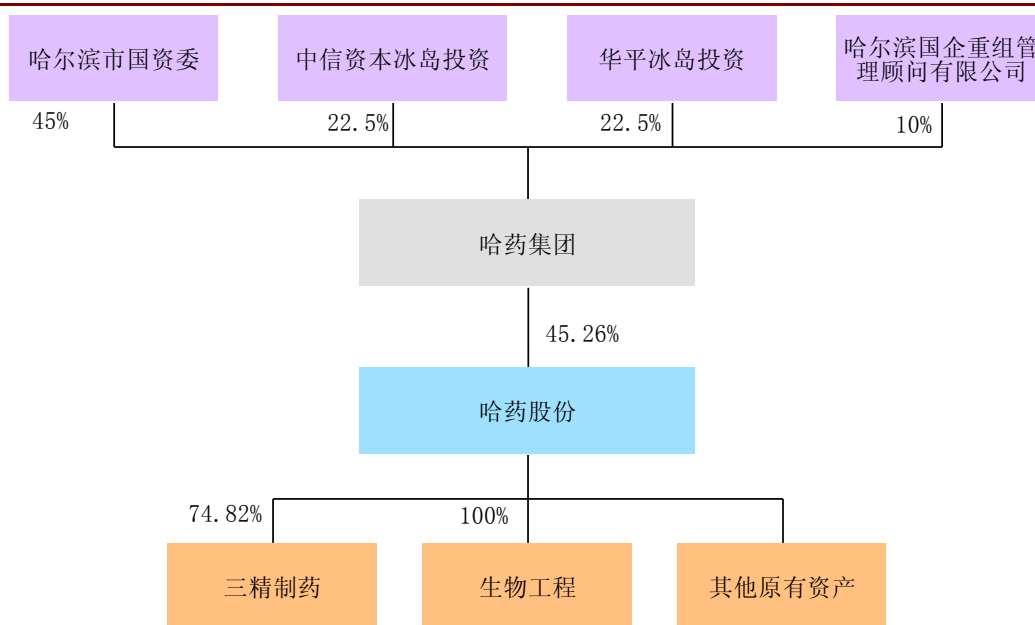
一、哈药重组方案完成股改承诺	3
二、集团医药资产整体上市，长期利好.....	3

一、哈药重组方案完成股改承诺

哈药集团公布了重大资产重组的方案，哈药股份向控股股东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%股份和三精制药 44.82%的股份，完成 08 年股改时做出的 30 个月内资产注入的承诺，实现哈药集团医药资产的整体上市。

本次拟购买资产预计总值为 57.47 亿元，占哈药股份 09 年底总资产的比例为 57.43%。其中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，09 年扣非后 ROE 为 17.72%。生物工程公司标的资产的预估值约为 18.5 亿元，2010 年扣非后的 ROE 为 33.35%。该次资产注入完成了股改时的资产注入根据停牌前 30 日成交平均价的 90%确定哈药股份非公开发行的价格为 24.11 元/股，发行数量为 23836 万股。

图 1：股权结构图



资料来源：宏源证券

二、集团医药资产整体上市，长期利好

哈药集团是国内规模最大的医药产业集团之一，哈尔滨市国资委控股 45% 是实际控制人，资产总额 150 余亿元人民币。目前集团包括医药、动物疫苗及兽药、房地产及物业管理等业务板块，其中医药业务为哈药集团最重要的业务板块，包括哈药股份、三精制药和生物工程公司，共生产抗生素原料药及粉针、中成药、中药粉针、综合制剂等 7 大系列、20 多种剂型、1,000 多个品种。

本次交易前，哈药股份主要致力于抗生素原料药及制剂、传统中药、现代中药及保健食品等产品的生产和销售，注入的生物工程企业近年来新产品上市，利润快速增加，该资产的注入将完善哈药股份的医药产业链，提升企业的估值水平。三精药业近年来一直与哈药股份错位经营，集中于化学合成原料药及制剂（除抗生素原料药及制剂外）的生产和销售，两个企业仅在极少数普药品种上还有竞争，未来将会继续差异化发展，彻底解决同业竞争问题。本次资产重组注入之后，实际上哈药集团的重要医药资产都已经注入了上市公司，未来将利用集团更大的平台，推动实现医药资产的全面整体上市。

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、重组人促红素注射液、重组人粒细胞刺激因子注射液等多个生物产品以及前列地尔脂肪乳等新化学制剂，受益于行业快速发展和公司品牌、销售上的优势，主要品种近年来快速增长，尤其在2009年推出新品种前列地尔注射液之后，由于该品种是国内首仿产品，该生产工艺难度较大，从而快速占领的市场，2010年销售已近9,000万元，市场占有率排名第二。2008~2010年生物工程公司的净利润为962.84万元、2871.98万元、10016.21万元，复合增长率高达222.53%。

表 1：生物工程公司主要产品

主要产品	适应症	2008 年销售收入	2009 年销售收入	2010 年销售收入
注射用重组人干扰素 a-2b	抗病毒、抗肿瘤等	2775	031	3395
重组人粒细胞刺激因子注射液	促白细胞生成	2321	2966	3292
重组人促红素注射液	肾功能不全所致贫血，外科手术及肿瘤化疗后升红细胞	1249	2651	3351
紫杉醇注射液	抗肿瘤	668	987	1067
前列地尔脂肪乳注射液	血管扩张、肝炎	-	2585	9000

资料来源

我们认为未来几年生物工程公司仍将保持较快的发展速度，原因在于公司经过几年的发展，主要品种已占据市场前列，并有了一定的人才、技术和经验积累，在研品种有国家一类新药2个，抗体类国家二类新药3个，其它多个治疗肿瘤类疾病药物及临床前研究阶段的多肽药物。预计未来5年平均每年有2个左右新产品上市，凭借哈药集团的品牌和渠道优势，有望保持快速的增长趋势。另外如果以生物类制药公司40X来估值，则相应的收购价格还是比较合算的。

目前哈药股份的估值水平也在行业中处于中等偏低的水平。预计重组后，2011~2012年哈药股份的EPS为1.08/1.28，对应目前的PE为21X、18X，重组之后，预计哈药股份将凭借哈药集团的品牌优势，更强大的资源整合能力和更全面的医药产业链，提升企业创造价值的能力。生物资产的注入，也会提升公司估值水平。长期看好，目标价30元，给予买入评级。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%~20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离-5%~+5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的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，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。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，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。