

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2008年2月12日

华北制药(600812.SH)/8.17元

挺立基因生物制药潮头，舍我其谁

日用消费·医药

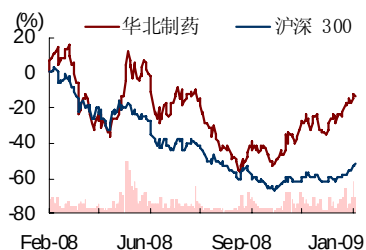
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2261
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	84466
总市值(亿元)	84
流通市值(亿元)	68
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	13.5
资产负债率	78.5%
主要股东	华北制药集团有限责任公司
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	18	12	-18
相对表现	-3	22	35



相关报告

- 1、华北制药(600812)-增发被否，利大于弊 2009/2/9
- 2、华北制药——提高业绩预测，战略重组和产业转型为价值型投资品种 2009/2/4
- 3、华北制药——收购集团旗下新药公司，充实研发平台和产品线，减少关联交易 2009/1/9
- 4、华北制药调研报告——战略重组，公司治理、产品升级和新药上市有望在2010年全面突破 2008/12/16

2月6日由我们招商证券组织了华北制药董事长带队的5位高管与投资者交流会，几十家机构投资者通过现场和电话会议参与了交流。

□ 华北制药当前被市场错误定价。由于公司当前的产品结构、资产质量和公司治理，仍被市场视为周期性股票，而我们前瞻性挖掘到公司正在发生根本性变化：1、以“重组人血白蛋白”和生物抗癌药为代表的新产品2010年上市，公司产品结构将得以根本调整，盈利能力和估值水平同步提升。2、新药公司资产注入已公告，标志着华药集团资产整合正在启动，后续优质医药资产有“金坦生物”（主营疫苗和生物制药）和“凯瑞特”（主营高端头孢抗生素），公司资产质量、盈利能力和产品结构进一步提升。新药公司是我国基因生物制药的领先者，08年获得政府创新药1亿元研发资助。3、华北制药09年完成与DSM合资合作，技术和市场双重突破，打造我国维生素C和青霉素整合平台，获得更强定价权，使得两大传统业务周期性波动大大降低，获得持续稳定增长。公司治理和管理水平同时获得有效提升。

□ 我们十分看重正在注入的新药公司，将为华北制药提供业内领先的研发平台和持续支撑的新药产品线。作为原华药集团最核心的研发资产，新药公司一直领导着我国抗生素、维生素和基因重组生物制药的创新研究，代表了我国新药自主创新的一流水准。新药公司定位于“大规模生物发酵”，与全球新药研发潮流相吻合，是公司新药孵化器，重组人血白蛋白是其成果之一，基于“粘细菌工程菌技术平台”的生物抗癌新药是其重大成果之二，多个国家一类抗癌新药在研。重组人血白蛋白和抗癌新药是华北制药2010年后的重磅产品。

□ 公司在我国抗生素和维生素领域地位突出，是我国民生基础医疗的“中流砥柱”。我国医改“国家基本药物制度”十分有利于公司抗感染药物盈利增长，当前8亿元的普药制剂09年销售规模有望翻番增长，也将改善产品结构。

□ 华北制药正处于战略性拐点，可能成为老国企成功战略转型的典范。我们上调前期保守业绩预测：2009和2010年净利润同比增长70%和61%，实现EPS0.5元和0.8元。公司当前市值仅82亿，09年和2010年预测PE仅16倍和10倍。按照拐点时期2010年20倍PE估值，未来12个月目标价16元（=0.8*20），维持“强烈推荐-A”投资评级。

□ 风险提示：1、最终完成与DSM合资合作的时间有不确定性。2、公司存在债务和资金压力，影响新产品的投产进度低于预期。3、国企效率低，资产整合和销售改革进程可能低于我们的预期。

财务数据与估值

会计年度	2006	2007	2008E	2009E	2010E
主营收入(百万元)	4000	4241	4732	5092	5941
同比增长	1%	6%	12%	8%	17%
营业利润(百万元)	149	662	1046	1549	1549
同比增长	-82%	-531%	345%	58%	48%
净利润(百万元)	-12	61	301	511	820
同比增长	-94%	-606%	397%	70%	61%
每股收益(元)	-0.01	0.06	0.29	0.50	0.80
PE	-702.0	138.8	27.9	16.5	10.2
PB	7.0	6.7	5.4	4.1	2.9

资料来源：招商证券

正文目录

第一部分：根本转变中的华北制药	4
一、核心研发资产“新药公司”09 年注入形成新药梯队，集团资产整合启动，后续优质资产持续注入改善产品结构	4
1、核心研发资产“新药公司”09 年注入，新药梯队形成	4
2、资产整合启动，后续待注入优质资产：金坦生物、凯瑞特公司	6
3、华北制药集团资产整合大幕拉开	7
二、重组人白蛋白和抗癌新药将改善产品结构	7
三、2009 年与 DSM 合资合作，打造我国维生素 C 和青霉素的整合平台，技术和市场双重突破，获得独家定价权	8
1、DSM 维生素 C 和青霉素生产向中国转移	8
2、维生素 C 与 DSM 合作：技术突破，打破现有平衡；同时延长产业链，缩短销售环节	9
3、青霉素业务：引进 DSM 绿色酶法，替代目前的合成法，提高产品质量，由高耗能高污染转为低耗能低污染	9
4、与 DSM 合资合作后，华北制药维生素 C 和青霉素业务将超越竞争对手，打破现有竞争格局，获得全球定价权	10
5、维生素 C 和青霉素合资公司将摆脱价格周期性波动，获得稳定增长	10
6、对比 DSM 和中国制药，华北制药维生素 C 和青霉素业务改善空间巨大	10
四、医改基本药物制度有利于公司抗感染普药，公司重构销售体系，调整产品结构	11
1、青霉素 V 钾：通过 COS 认证的口服抗生素，与两大巨头竞争	11
2、销售公司改革，重构销售体系，扭亏为盈	11
3、基本药物未来销售有望翻番并贡献利润增长	11
五、借整体搬迁，清理长期应收款不良资产	12
第二部分 华北制药被市场错误定价的原因	13
一、当前资产质量较差	13
二、当前产品结构：维生素 C 和青霉素原料药占比过高、周期性波动风险	13
三、当前盈利能力差：公司治理、关联交易、费用率高	14
第三部分：我们推荐的逻辑：战略性拐点时期介入	15
一、新药研发挺立潮头，正处于收获期	15
二、与 DSM 战略合作，老业务脱离原料药周期性波动	15
三、资产整合，公司治理、产品结构和资产质量全面提升	15
四、此次增发被否，公司改善治理和关联交易加速	15
五、业绩预测和投资建议	15
第四部分：华北制药相关历史数据图表	19

图表目录

图 1: 华北制药毛利率与 VC 价格波动正相关	14
图 2: 海关青霉素工业盐历年出口价格走势	16
图 3: 截至 09 年 2 月, 健康网青霉素工业盐价格走势	16
图 4: 截至 08 年 12 月, 海关维生素 C 历年出口价格走势	16
图 5: 截至 09 年 1 月, 健康网维生素 C 价格走势	16
图 6: 华北制药股权结构重组模式图	19
图 7: 华北制药控股子公司股权比例	19
图 8: 1994~2008Q3 华北制药销售收入及增长率	20
图 9: 1994~2008Q3 华北制药净利润及增长率	20
图 10: 华北制药 2008 年上半年收入构成	21
图 11: 华北制药 2008 年上半年毛利构成	21
表 1: 未来两大重磅新药上市销售和盈利预测	7
表 2: 3 个层次重组人白蛋白的市场情况	8
表 3: 2007 年华北制药、中国制药和 DSM 盈利能力比较	10
表 4: 华北制药应收账款及短期借款	13
表 5: 华北制药历年盈利指标、费税率指标总览	14
表 6: 维生素 C 价格敏感性分析	17
表 7: 分产品销售和盈利预测	18
表 8: 华北制药各子公司主营业务	20
表 9: 华北制药单季度, 季度累计指标	21

第一部分：根本转变中的华北制药

一、核心研发资产“新药公司”09年注入形成新药梯队，集团资产整合启动，后续优质资产持续注入改善产品结构

1、核心研发资产“新药公司”09年注入，新药梯队形成

公司09年1月9日发布董事会决议公告称：拟收购大股东华药集团持有的新药公司77.84%的股权。截至2008年12月31日，华药集团新药公司的股权结构为华药集团占77.84%，华北制药占20.09%，云南微生物研究所占2.07%。我们测算：华北制药将累计持有新药公司97.93%的股权。

新药公司是华药集团的研发平台，我们认为：新药公司09年注入，标志着集团资产整合的开始。

新药公司：我国一流的研发水准，“大规模生物发酵”领域卓有建树

新药公司是我国生物发酵技术的领先者，基因重组生物制药是世界医药发展的方向和潮流。新药公司代表了我国生物制药一流的研发水准，一系列研究成果进入收获期。

新药公司前身为1957年成立的“华北制药厂中心试验室”，1970年组建为“华北制药厂抗生素研究所”，1992年组建为“新药研究开发中心”，2001年改制为“华北制药集团新药研究开发有限责任公司”，注册资金963万元。

新药公司主要研究领域为抗生素、生物技术药物、药物新剂型研制、小分子药物及天然药物筛选研究等。是国家认定的“企业技术中心”、“高技术研究成果产业化基地”、“微生物药物国家工程研究中心”。

新药公司现有员工584人，从事研发的总人数为255人，拥有建筑面积11000平方米的科研大楼和8000平方米多功能中试和生产车间。研究室有5个中试系统、1个清洁级动物实验室和6条GMP生产线。

新药公司的微生物药物国家工程研究中心是2004年经国家发改委批准建设的，2007年5月通过验收。总投资约1.4亿元，是“十五”期间国家重点建设的23个国家工程研究中心之一，也是我国在微生物药物方面惟一由国家命名的工程研究中心。该中心已建成拥有27000株菌的微生物菌种资源库及拥有54000种微生物产物的化合物库和微生物药物高通量筛选及活性评价技术平台、菌种选育技术平台、微生物药物工程化生产验证平台等；该中心还开发成功9个微生物药物新产品。

新药公司研发的产品：

70年代：柔红霉素(Daunorubicin)、庐山霉素(AmpnotericinB)、林可霉素(Lincomycin)、克林霉素(Clindamycin)、氨苄肽酯(Talampicillin)和氯洁霉素磷酸酯(Clindermycin phosphate)等

80年代：安灭菌、去甲万古霉素等

90 年代之后：G-CSF、EPO、降血脂药洛伐他汀、免疫抑制剂雷帕霉素、环孢素口服液和软胶囊、那他霉素滴眼剂、国家一类新药左旋甲磺酸多沙唑嗪、**基因工程乙肝疫苗、重组人血白蛋白等。**

主要研发成就：

✓ 环孢菌素 A：免疫抑制剂，用于角膜移植滴眼液

来源于新药公司的研发成果，已进入上市公司，年销售额超过 1 亿元。

✓ 重组人白蛋白：中试成功，是未来重磅产品之一

新药公司历时近 10 年研发，成功地开发出“重组人白蛋白”，白蛋白是含 585 个氨基酸残基的单链多肽，需要具备吨级大规模生物发酵技术、公斤级蛋白产品的制备技术。白蛋白的使用是克级的。

迄今为止，人类在利用“大规模生物发酵”技术，仅成功地开发了“基因重组人胰岛素”和“基因重组人白蛋白”两个产品，实现分子结构和生物学活性的同步成功，并非易事。

华北制药的重组人白蛋白项目，已中试成功，目前项目在建，是未来重磅产品之一。

✓ “粘细菌工程菌技术平台”：一系列在研抗癌新药，2010 年首个抗癌新药将上市，是未来重磅产品之二

新药公司已建立成熟的开发抗癌新药的“粘细菌工程菌技术平台”，将可诞生一系列的国家一类“埃博霉素”类抗癌新药。已进入临床试验的有两个抗癌新药。其中：1 个已进入 II 期临床试验，已获得 20 年结构专利和工艺专利，预计 2010 年下半年获批上市，主要治疗乳腺癌。第二个抗癌新药已完成临床前研究，即将进入临床试验。

基于粘细菌技术平台的抗癌新药简介：

埃博霉素(Epothilone)是一类十六元环的大环内酯类药物，由微生物粘细菌产生的一新型天然细胞毒化合物，最早由 Holfe 和 Reichenbach 两人在 1992 年从粘细菌 *Sorangium cellulosum* 种中分离得到。

埃博霉素与对人类不同实体瘤细胞有明显抗肿瘤活性的“紫杉醇”在生物学上具有相似性，以同样方式诱导微管蛋白多聚体形成超稳定态，阻碍有丝分裂，阻止肿瘤细胞繁殖。

埃博霉素在许多方面优于紫杉醇：1、它由微生物产生，具有通过微生物发酵大规模生产的潜力；2、水溶性好；3、结构比紫杉醇简单，具有良好的化学修饰潜力；4、对紫杉醇耐药的肿瘤细胞具有高活性。

这些特征使得埃博霉素被认为是紫杉醇的更新换代产品，是极具市场潜力的新型抗癌新药。

因此，自从 1995 年发现埃博霉素的抗癌活性后，其得到了包括化学、生物学、医药学等多方面的广泛而深入的研究。

由美国施贵宝公司开发的埃博霉素 B 内酰胺衍生物 Ixabepilone（商品名 Ixempra，“伊沙匹隆”），于 2007 年 10 月 16 日获得 FDA 批准在美国上市，我国食品药品监督管理局也于 2008 年 2 月 4 日受理了该药品的临床申请。这是迄今第一个上市的埃博霉素衍生物。

Ixabepilone 的治疗费用为每人每年 1.84 万美元至 2.3 万美元。预计到 2012 年，Ixabepilone 的全球销售额将达到 5 亿美元以上。Ixabepilone 注射剂目前的售价为：15mg/支，1380 美元；45mg/支，3518 美元。埃博霉素 B 内酰胺衍生物（伊沙匹隆）是以埃博霉素 B 为起始材料的半合成产物，而埃博霉素 B 本身也是一种即将上市的另一个新抗癌药物。此外，有望近期上市的埃博霉素衍生物如埃博霉素 D 和 21-氨基埃博霉素 B，都是以埃博霉素 B 为原料半合成所得。

我们看好华北制药抗癌新药的盈利前景

如上面所述，基于粘细菌技术平台的抗癌新药，是紫杉醇的更新换代产品，是极具市场潜力的新型抗癌新药，采用大规模生物发酵技术生产，产品数量比天然提取和化学合成的紫杉醇容易得多。

更重要的是，基于大规模生物发酵技术生产的生物制药，其副反应比化学合成抗癌药的毒副反应要小得多，代表了全球抗癌药的研发趋势，具备高端抗癌药的盈利能力。

新药公司+重组人血白蛋白项目，新近获得国家创新药物 1 亿元资金资助

正是由于华北制药新药公司在中国医药行业创新药物研发中的卓越成就，以及“重组人白蛋白”项目即将进入产业化生产，代表了我国基因生物制药前沿研究水准，所以，才会获得国家重大科研资金的专项扶持。

新药公司是我国首批唯一的医药行业国家级企业技术中心，也是我国唯一一家微生物药物研究中心，菌种库拥有 2 万多种菌株资源

华北制药新药公司是我国 1997 年首批全部行业 6 家国家级企业技术中心里唯一的 1 家医药企业。

2004 年，公司获得发改委批准为我国唯一的一家微生物药物国家工程研究中心。

我们看好华北制药“大规模生物发酵”的产品战略，新药公司是其坚实的研发平台。

2、资产整合启动，后续待注入优质资产：金坦生物、凯瑞特公司

华北制药集团旗下的金坦生物和凯瑞特公司是后续待注入的优质资产。

金坦生物：主营基因重组生物制品

金坦生物公司主导产品有 CHO 乙肝疫苗、G-CSF、GM-CSF、EPO、基因重组狂犬特免等生物制品，金坦生物的主产品，都是来源于新药公司的研发成果。金坦生物的董事长和新药公司的董事长是同一人选。

凯瑞特公司：主营高端头孢类抗生素（头孢噻肟粉针），正在申报 FDA 认证

凯瑞特公司是华北制药集团与安万特于 1995 年合资、主营高端头孢类抗生素（头孢噻肟粉针），2003 年外资安万特退出。

凯瑞特已经开始启动申报 FDA 认证。由于注射剂型药品的进入门槛比口服药高得多，因此，我国目前已经通过 FDA 认证的药品绝大多数为口服剂型，注射剂型药品通过者非常少。

可见，凯瑞特公司拥有前期合资时打下的优良产品质量和生产规范，非常有希望通过 FDA 认证。

当前，华北制药已经占据了我国头孢类抗生素 1.39% 的市场份额，位列第 6，一旦凯瑞特通过了 FDA 认证并且注入到华北制药股份公司，将成为华北制药头孢类抗生素出口到欧美规范市场的制造平台，是贡献公司利润增长点之一。

3、华北制药集团资产整合大幕拉开

我们判断和预测：

新药公司是华北制药集团旗下最核心的优质资产，2009 年开始注入到上市公司，标志着华北制药集团资产整合大幕已经拉开，由新药公司衍生的一系列优质资产“金坦生物”和“凯瑞特”等将陆续注入，公司资产盈利质量获得有效提升。

我们推测：华药集团其它非医药资产将可能注入到集团财务公司进行资产管理。

二、重组人血白蛋白和抗癌新药将改善产品结构

如我们第一部分所述，华北制药未来利润增长主要来自于“重组人血白蛋白”和“生物抗肿瘤药”两大重磅新药，2010 年开始投产上市后的贡献。表 1 是我们的盈利预测。

华北制药“重组人白蛋白”生产厂房和设备，按照 FDA 的标准设计、施工和建设，我们预计：2009 年底完成建设，2010 年初投产，2010~2012 年分别实现销量 12 吨、35 吨和 60 吨，分别贡献净利润 1.7 亿元、4.4 亿元和 7.2 亿元。

表1：未来两大重磅新药上市销售和盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年
重组人白蛋白（百万元）	432	1120	1800
价格（万元/吨）	3600	3200	3000
销量（吨）	12	35	60
净利润贡献（百万元）	173	448	720
抗肿瘤药（百万元）	8	120	200
价格（元/支）	800	600	400
销量（万支）	1	20	50
净利润贡献（百万元）	0.4	8	20
净利润合计	173	456	740

资料来源：招商证券研究

我们看好华北制药“重组人血白蛋白”销售前景的理由：

- ✓ 首先：重组人白蛋白的安全性远远高于血源白蛋白，血源白蛋白有污染了丙肝病毒或爱滋病毒又不易检测出的风险。而且：用作疫苗生产培养基，要求更高，因为疫苗使用者为健康人群。
- ✓ 第二：华北制药“重组人白蛋白”的产品纯度高达 99.9999%，高出血源白蛋白 99% 的水平，其生物学活性与血源白蛋白相当。杂质含量越低，越有利于疫苗生产过程中的细胞培养。当然，用作生物制品保护剂和药品用白蛋白时，产品纯度越高越好。

- ✓ 第三：政府有动力支持华北制药“重组人白蛋白”的推广使用。目前，疫苗生产培养基每年消耗人用血浆 400 多吨。从 2005 年 8 月国家整治血浆站以来，我国血浆资源持续紧张，药用人血白蛋白一直供不应求，患者怨言颇多。因此，卫生部和 SFDA 非常希望能减少疫苗生产培养基对人血白蛋白的分流。当前，华北制药正在 SFDA 支持下，积极推进“重组人白蛋白”在疫苗生产培养基的应用。
 - ✓ 与血源白蛋白受制于血浆资源限制不同，“重组人白蛋白”一旦产业化“吨级发酵”成功，可以增加发酵罐，实现扩产，产量没有瓶颈。
 - ✓ 华北制药“重组人白蛋白”定价比血源白蛋白至少低 20%，非常有利于疫苗生产企业降低生产成本。
 - ✓ 华北制药“重组人白蛋白”战略规划分三步走：第一步，按疫苗生产培养基推广，市场容量 40 吨。第二步，申报 SFDA，获批药用辅料，市场容量 30 吨。第三步，申报 SFDA，获批药用人白蛋白，市场容量 150 吨。
 - ✓ 我们看好华北制药“重组人白蛋白”三步走战略，因为 3 个层次“重组人白蛋白”在国外都已有成熟案例。
- 1、重组人白蛋白在国外已广泛用作疫苗生产培养基。
 - 2、Merk 公司的麻风腮三联疫苗已经采用“重组人白蛋白”作保护剂。
 - 3、日本三菱公司的“药用重组人白蛋白”2007 年已经上市，目前正处四期临床试验。

我们综合判断：

华北制药“重组人白蛋白”具备良好的盈利增长潜力，作为替代我国人血白蛋白的基因重组产品创新性革命，华北制药管理层正在借助 SFDA 的推动，实现广泛应用。

表2：3个层次重组人白蛋白的市场情况

等级		用途	替换后审批	国内市场需求	国内外情况
第一层次	培养基级	疫苗生产所需培养基	不需 SFDA 审批	目前 40 吨，其中狂犬疫苗需求 14 吨	华北制药即将产业化
第二层次	药用辅料级	疫苗和生物制品保护剂和稳定剂	需 SFDA 审批	目前在 30 吨左右。	Merk 公司用作麻腮风三联疫苗的保护剂
第三层次	药用级	替代人血白蛋白作为治疗用药	需 SFDA 审批	约 150 吨左右	日本三菱公司药用重组人白蛋白 07 年上市

资料来源：招商证券研究

三、2009 年与 DSM 合资合作，打造我国维生素 C 和青霉素的整合平台，技术和市场双重突破，获得独家定价权

1、DSM 维生素 C 和青霉素生产向中国转移

DSM 2003 年 10 月收购了罗氏的维生素和精细化学业务，组建了营养品部门。DSM 目前生产基地在英格兰 Dairy 公司。我国 VC 四大企业华北制药、江山制药、东北制药和

石家庄制药目前的“两步发酵法”生产工艺的成本比 DSM 的“化学合成莱氏法”还要低，产品质量接近。

因此，DSM 的战略是把维生素 C 和青霉素生产向中国转移。

2、维生素 C 与 DSM 合作：技术突破，打破现有平衡；同时延长产业链，缩短销售环节

技术突破：由目前的两步发酵法转为全球领先的一步发酵工艺，降低成本

“大规模生物发酵”是华北制药的战略定位和强项，华北制药与 DSM 完成合资后，双方技术强强合作，将目前两步发酵法工艺，转变为全球领先的一步发酵法，降低生产成本。而目前的两步发酵法成本已降到极限值。

同时，由于工艺步骤减少，产品纯度等质量标准也随之提高。因此，合资公司将凭借成本领先和质量领先、打破维生素 C 现有 4 家竞争平衡，将拥有全球维生素 C 独家定价权，打造维生素 C 整合平台。

产品链条延伸延长，提高维生素 C 半成品和成品比重，向营养保健品延伸

华北制药维生素 C 目前以维生素 C 原粉为主，半成品和成品比重较低，因此，维生素 C 盈利受原料药价格波动影响较大，制剂价格波动远远低于原料药，DSM 是全球维生素 C 和营养保健品领域的领先者，双方合作，将实现维生素 C 深加工、优势互补。

市场销售突破：借鉴 DSM 销售模式，利用 DSM 销售渠道，压缩销售环节

我国 80% 维生素 C 和 90% 的青霉素工业盐依赖出口销售。当前，华北制药和其它几家维生素 C 和青霉素大宗原料药企业一样，以“代理”为主要出口销售模式，而且，由于代理的中间环节过多，一部分利润被消耗其中。

华北制药与 DSM 合资合作后，将借鉴 DSM 销售模式，利用 DSM 销售渠道，压缩销售环节，提高盈利空间。

3、青霉素业务：引进 DSM 绿色酶法，替代目前的合成法，提高产品质量，由高耗能高污染转为低耗能低污染

DSM 拥有绿色酶法生产青霉素类产品，低耗能低污染。而我国抗生素四大家族生产青霉素仍用化学合成法，其下游产品如“阿莫西林”等产品质量不如绿色酶法。

DSM 绿色酶法生产“水一样纯的阿莫西林”，代表了青霉素类产品的工艺方向，我们看好华北制药与 DSM 合资合作后，绿色酶法替代化学合成法，降低生产成本和环保成本，并且提高下游产品质量。

4、与 DSM 合资合作后，华北制药维生素 C 和青霉素业务将超越竞争对手，打破现有竞争格局，获得全球定价权

综上所述：华北制药与 DSM 合资合作后，强强联合，维生素 C 和青霉素业务的工艺技术、生产成本和产品质量领先，市场销售模式领先，将远远超越国内竞争对手，打破现有竞争格局，获得全球定价权。

5、维生素 C 和青霉素合资公司将摆脱价格周期性波动，获得稳定增长

维生素 C 和青霉素合资公司掌控全球定价权，产品链贯通上下游，将摆脱上游原料药价格波动对业绩的影响，获得长期稳定增长。

6、对比 DSM 和中国制药，华北制药维生素 C 和青霉素业务改善空间巨大

我们仔细研究了华北制药的当前可比公司“中国制药”和未来可比公司 DSM，对比了其维生素 C 的盈利能力和整体盈利能力，不难发现：华北制药受财务费用率、管理费用率和实际所得税率高企的拖累，盈利能力受到很大的压制。

表3：2007年华北制药、中国制药和DSM盈利能力比较

	华北制药	中国制药	DSM
单位	百万人民币	百万港币	百万欧元
营业收入	4241	4986	8757
其中：VC	760	1103	
毛利率	28.5%	30.81%	45.27%
其中：VC	36%	38%	
营业费用率	6.9%	7.61%	
管理费用率	10.3%	9.45%	
财务费用率	6.6%	2.26%	0.97%
营业利润率	3.5%	10.5%	7.4%
应收账款周转率	2.89	7.42	6.19
实际所得税率	48.6%	8.73%	23.86%
净利率	1.75%	9.57%	4.96%

资料来源：招商证券研究

四、医改基本药物制度有利于公司抗感染普药，公司重构销售体系，调整产品结构

1、青霉素 V 钾：通过 COS 认证的口服抗生素，与两大巨头竞争

青霉素 V 钾的抗菌谱与青霉素相似，能够破坏细菌细胞壁，具有杀菌作用。

青霉素 V 钾的优越性：对酸稳定，不被胃酸破坏，口服吸收好。由于青霉素 V 钾被酶破坏比青霉素慢，因此，治疗耐药性金葡菌感染比青霉素更有效。

全球青霉素 V 钾在抗生素类中排序第 4 位。国外口服青霉素均是免皮试的。进口青霉素 V 钾片价格较高。

华北制药自主研发了青霉素 V 钾，是我国唯一的青霉素 V 钾原料药和制剂供应商，居全球第三位，第一位和第二位分别是奥地利 BIOCHEMIE 公司和美国施贵宝公司。

华北制药享受单独定价政策，毛利率较高，是国家基本药物，纳入了国家医保甲类目录，作为口服用抗生素，始终是临床抗感染的首选药物。国家新医改有利于青霉素 V 钾在中等城市和广大农村的应用。

2008 年 11 月，华北制药青霉素 V 钾原料药通过了欧洲 COS 认证，获得了出口许可，其产能正在从 520 吨扩大到 1000 吨。与前两大跨国巨头相比，华北制药青霉素 V 钾拥有成本优势。

华北制药青霉素 V 钾片销售规模接近 1 亿元，占据领先市场份额。我们看好公司青霉素 V 钾片在国内新医改、基层医疗机构的扩大使用，以及其原料药出口到国外规范市场的前景。

2、销售公司改革，重构销售体系，扭亏为盈

90%主营制剂销售的营销公司亏损，是造成华北制药历史上实际所得税率高企的主要原因。2006~2008 年，销售公司亏损正在逐年减少。

与 DSM 完成战略重组后，华北制药将很快重构销售体系，进一步实现扭亏为盈。

3、基本药物未来销售有望翻番并贡献利润增长

“华药”牌是我国抗生素的首选品牌

2007 年，由 SFDA 公布了首批基本药物定点生产企业，华北制药的 3 个基础抗生素（阿莫西林、头孢唑啉和青霉素）都在其中。1953 年以来，华北制药一直以高风险的注射剂为主导产品，公司严格控制产品质量，从未发生过药品质量安全事故，“华药”牌是我国抗生素的首选品牌。

2006~2008 年，受益于新医改，华北制药 3 个基础抗生素实现了销售和盈利的快速增长。

五、借整体搬迁，清理长期应收款不良资产

公司 09 年底完成整体搬迁

- ✓ 公司生产车间整体迁建是河北省“1 号工程”，预计 09 年底完成。预计政府将对公司旧厂区土地拨付土地收储金 8 亿元，08 年前三季度已经体现了 1.68 亿元。08 年有望收到 1.8 亿元。
- ✓ 公司目前应收帐款高达 14 亿元，3 年以上应收帐款 6 亿多元。公司计划用土地收储金冲抵长期应收帐款。
- ✓ 政府还将把土地招拍挂收入的 90% 将返还给公司。

第二部分 华北制药被市场错误定价的原因

一、当前资产质量较差

长期应收帐款有待消化，短期应收帐款正在减少

- ✓ 公司 08 年第三季度报显示：应收帐款总计 12.88 亿元，其中：三年以上应收帐款 6.43 亿元，如前面所述：公司计划用土地收储金冲抵长期应收帐款。
- ✓ 我们看到：公司 08 年中期比 07 年报 3 年以内应收帐款合计减少了 4526 万元。08 年前三季度 3 年以下应收帐款仍有 7.9 亿元。

短期借款和财务费用负担重、负债率高、负债结构不合理

08 年前三季度，公司短期借款 37.57 亿元，长期借款仅 1400 万元，负债结构明显不合理。公司负债率高达 78.5%。

表4：华北制药应收账款及短期借款

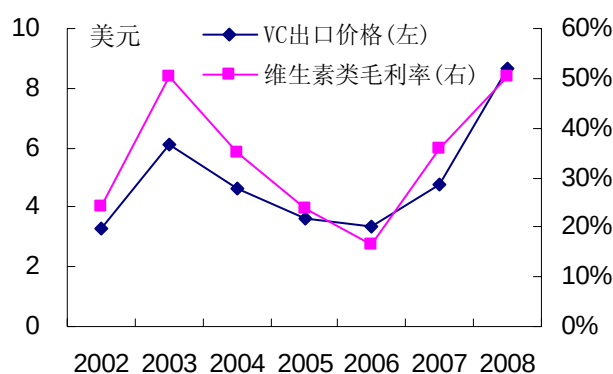
单位：百万元	2005A	2006A	2007A	2008Q2
应收账款	1,341.8	1,608.9	1,323.5	1,288.2
其中：3 年以下	924.7	1170.6	842.8	797.6
3 年以上	562.8	607.8	632.9	643.1
坏账准备	145.7	147.7	152.2	152.5
其中：3 年以下	44.6	75.1	62.3	62.9
3 年以上	101.1	72.6	89.9	89.6
短期借款	3,286.0	4,026.9	3,565.9	3,586.4
财务费用	229.5	244.5	278.4	165.7
实际利率	6.98%	6.07%	7.81%	4.62%

资料来源：招商证券研究

二、当前产品结构：维生素 C 和青霉素原料药占比过高、周期性波动风险

维生素 C 和青霉素原料药由于生产进入壁垒不高，产能过剩，“涨价—复产—降价”循环导致其价格处于周期性波动中，最终企业盈利波动大，因此，市场对于基本按照周期性股票给予估值。

华北制药维生素 C 产能 1.8 万吨，大部分出口，我们看到：其价格与华北制药毛利率呈正相关。

图1：华北制药毛利率与VC价格波动正相关


资料来源：招商证券研究

三、当前盈利能力差：公司治理、关联交易、费用率高

我们看到：由于关联交易、债务负担，当前华北制药盈利能力较差，主要原因财务费用率、管理费用率和实际所得税率高所致。

不难发现：公司每股经营现金流状况一直远高于每股收益。

表5：华北制药历年盈利指标、费税率指标总览

	2003A	2004A	2005A	2006A	2007A	2008Q3
销售毛利率(%)	28.4	17.1	18.7	19.8	28.5	33.2
期间费用率(%)	19.1	14.6	23.4	21.7	23.8	23.7
其中：营业费用率	3.2	3.0	6.9	6.5	6.9	5.6
管理费用率	11.4	8.0	10.7	8.5	10.3	11.5
财务费用率	4.4	3.7	5.8	6.7	6.6	6.6
利润率(%)	9.1	2.5	-4.9	0.6	3.4	8.7
其中：母公司	14.0	3.0	-15.7	-0.3	6.6	11.0
实际所得税率(%)	15.4	30.6	-13.3	28.8	48.6	39.7
其中：母公司	-	0.16	-0.01	73.22	15.64	0.02
净利率(%)	5.95	1.43	-4.72	1.08	1.43	4.84
其中：母公司	14.02	3.04	-15.75	-0.07	5.55	10.96
ROE	8.52	3.89	-14.96	3.31	4.86	12.78
EPS	0.18	0.08	-0.25	0.04	0.06	0.17
每股经营现金流	0.50	0.41	0.29	0.58	0.65	0.81

资料来源：公司年报，季报，招商证券研究

第三部分：我们推荐的逻辑：战略性拐点时期介入

一、新药研发挺立潮头，正处于收获期

如前面所述：新药公司“大规模生物发酵”技术平台国内领先，符合国际新生物技术药物的研发潮流，代表了我国基因重组生物制药的尖端水准。华北制药过去、现在和将来的所有产品线，都源于新药公司。

生物抗癌新药的副反应远远低于化学合成抗癌药，是全球肿瘤药物开发的大趋势。

重组人白蛋白和生物抗癌新药 2010 年上市后，其高毛利率和高净利润率，将大大改善公司产品盈利结构、提升盈利水平，市场将对公司持续的新药研发能力、较强的盈利能力给予溢价。

二、与 DSM 战略合作，老业务脱离原料药周期性波动

我们预计：公司近期将完成 DSM 合资。外资将带入资金约 10 亿元和技术。

如前面所述：与 DSM 合资合作后，公司维生素 C 和青霉素两项传统业务的工艺技术将超越国内其它竞争对手，成本领先，合资产品质量和市场销售领先，树立强有力的定价权，将彻底摆脱原料药周期性波动对公司业绩波动的影响。

三、资产整合，公司治理、产品结构和资产质量全面提升

如前面所述：09 年注入核心研发资产“新药公司”，后续再注入金坦生物和凯瑞特，公司资产质量将得以大幅提升，产品结构随之改善。

我们相信：华北制药完成与 DSM 合资合作后，公司治理也得以大大提升，对目前亏损的销售公司改革，也将提高盈利能力。

四、此次增发被否，公司改善治理和关联交易加速

我们推测：公司此次增发被否的主要原因是关联交易。

正是基于此，增发被否会成为公司改善公司治理、解决关联交易的外在动力。

新药公司、金坦生物和凯瑞特资产注入，改革销售公司的销售体系，都是具体解决关联交易的举措。

五、业绩预测和投资建议

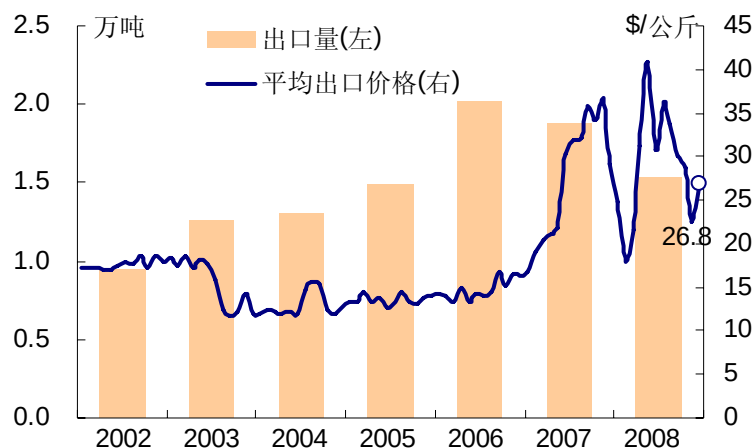
据中国商务部、海关署公告：2009 年 1 月 1 日起，青霉素工业盐、维生素 C、柠檬酸三大原料药出口实行出口许可证管理。

需要重点指出：华北制药制剂子公司（控股 90%）具备消化青霉素工业盐能力，当青霉素工业盐价格低至成本价附近时，制剂子公司的原料药采购成本也随之下降，通过调整产品结构，能部分抵御价格下跌的不利影响。

09 年青霉素工业盐价格走势判断：触底回升是必然

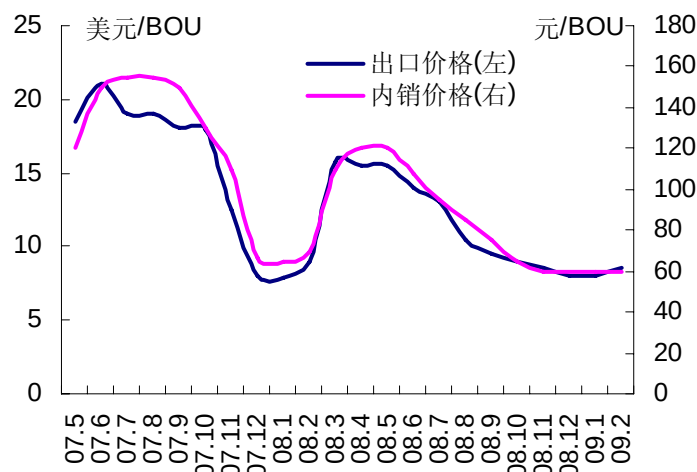
青霉素工业盐出口价格从 08 年 8 月开始下跌，内销价格从 08 年 6 月开始下跌。截至 08 年 12 月，青霉素工业盐目前销售价格接近成本价 60 元/BOU，生产企业徘徊在亏损的边缘。我们预计：09 年在实施配额制以后，其价格将得以逐步回升。

图2：海关青霉素工业盐历年出口价格走势



资料来源：海关，招商证券研究

图3：截至09年2月，健康网青霉素工业盐价格走势



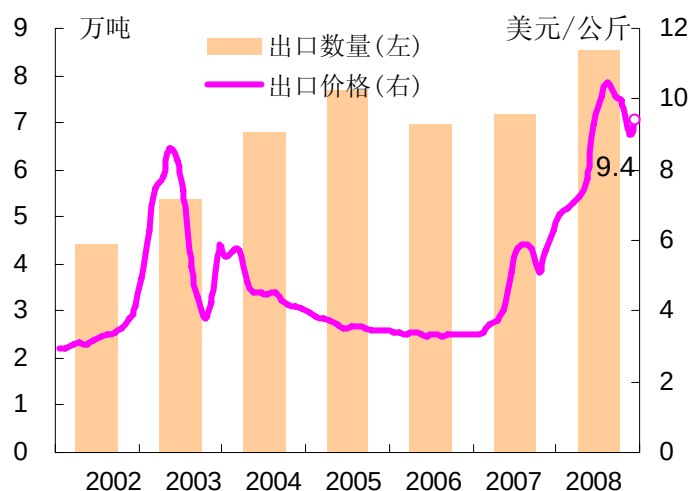
资料来源：健康网，招商证券研究

09 年维生素 C 价格走势判断：

截至 08 年 12 月，海关维生素 C 历年出口价格请见图 4。从 08 年 3 月起，维生素 C 长单价格逐月上涨。

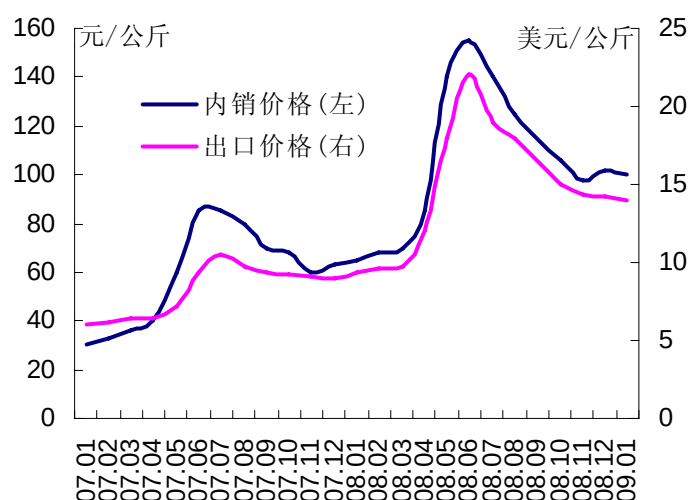
截至 09 年 1 月，健康网维生素 C 价格走势见图 5。维生素 C 散单报价 5 月创新高，目前维持在 15 美元/公斤。

图4：截至08年12月，海关维生素C历年出口价格走势



资料来源：海关，招商证券研究

图5：截至09年1月，健康网维生素C价格走势



资料来源：健康网，招商证券研究

维生素 C 和青霉素工业盐对业绩的敏感性分析

08 年海关数据显示：VC 的销售均价 8.69 美元/公斤，我们对华北制药按照 7.5 美元/公斤测算，09 年公司 VC 70%左右的订单价格已签，价格在 11~14 美元/公斤之间。

我们的 VC 敏感性分析测算结果显示：

VC 价格每往上波动 1 美元/公斤，将直接增加 EPS0.07 元。2009 年，仅 VC 原料药出口将至少贡献 EPS 0.54 元。

我们的假设：1、公司 VC 08 和 09 年销量 1.8 万吨。2、VC 业务期间费用率为 20%。

维尔康公司按 65.2%比例纳入合并报表。

表 6：维生素 C 价格敏感性分析

	2008E	2009E			
VC 价格（美元/公斤）	7.5	11	12	13	14
VC 收入（百万元）	923	1354	1477	1601	1724
毛利率（%）	62.0%	74.1%	76.3%	78.1%	79.6%
净利润（百万元）	330	853	958	1062	1167
EPS 贡献（元）	0.21	0.54	0.61	0.67	0.74

资料来源：招商证券研究

上调业绩预测：09 年 EPS0.5 元（增长 70%）、2010 年 0.8 元（增长 61%）

我们之前对华北制药 VC 和青霉素业务的价格和毛利率预测过于保守，我们上调预测：公司 2009 年和 2010 年销售收入分别同比增长 7.6%和 16.7%，销售毛利率分别同比上升 3.5 和 4 个百分点，净利润分别同比增长 70%和 61%，实现 EPS0.50 元和 0.80 元。

央行大幅下调贷款利率，公司将明显受益，综合预计公司 08 年财务费用将从 07 年 2.78 亿元大幅减少 4700 万元。09 年预计增加 4 亿元短期借款时，财务费用仍将减少 7600 万元，贡献 EPS0.07 元。

母公司、主营 VC 维尔康公司、先泰和华日子公司从 08 年开始首次执行 15%所得税率，以及销售公司减亏，都将使公司实际所得税率逐年下降。

如上所述：09 年仅 VC 业务就贡献 EPS 0.54 元，我们保守预测青霉素业务 09 年贡献有限，充分考虑财务费用、迁建时资产减值损失、实际所得税率较高等减利因素，因此，我们预测 09 年 EPS0.50 元是有安全边际的。

表 7: 分产品销售和盈利预测

百万元、%、元	2007A	2008E	2009E	2010E
维生素类	760	923	1354	1600
毛利率	38.0%	62.0%	74%	72%
毛利贡献	289	572	948	1136
抗生素类	2496	2800	2700	2800
毛利率	23.9%	29.0%	27.0%	29.5%
毛利贡献	597	812	729	826
白蛋白				432
毛利率				60.0%
毛利贡献				259.2
其它	848	856	873	917
毛利率	36.6%	36.8%	37.0%	37.1%
毛利贡献	310	315	323	340
销售收入合计	4104	4579	4927	5749
同比+/-%	17.9%	11.6%	7.6%	16.7%
整体销售毛利率	29.4%	37.1%	40.6%	44.6%
毛利合计	1208	1699	2000	2561
同比+/-%	65.5%	40.7%	17.7%	28.1%

备注：预测中尚未考虑 3 个基础抗生素进入基本药物目录、新药公司等资产注入的贡献。

资料来源：招商证券研究

公司行业地位和转型：

华北制药总股本 10 亿，流通股 8.4 亿，具备良好的流动性。公司当前市值仅 82 亿，公司在我国抗生素和维生素领域地位突出，是我国民生基础医疗的“中流砥柱”，公司强大的新药研发能力已经获得了政府 1 亿元专项资金药物创新研究的支持，华北制药已经获得了医改资源和行业资源的优先配置。

公司 09 年正在积极转型之中，新药公司 09 年注入到上市公司是资产整合“里程碑式”大跨越，新产品“重组人白蛋白”和生物抗癌新药 2010 年上市将是公司产品结构调整的分水岭。

我们认为：华北制药正处于经营拐点，资产整合调整产品结构、注入优质资产提升盈利能力，引进外资战略投资者改善公司治理和管理水平，公司可能成为老国企成功战略转型的典范。

估值和投资建议：

当前市场仍给予华北制药周期性股票估值水平公司当前股价没有包含 09 年业绩和 VC 的高景气度预期，09 年预测 PE 仅 16 倍。我们认为公司应享受一线医药股的合理估值水平，按照 2010 年 20 倍 PE 估值，未来 12 个月目标价 16 元（=0.8*20），维持“强烈推荐-A”投资评级。

风险提示：

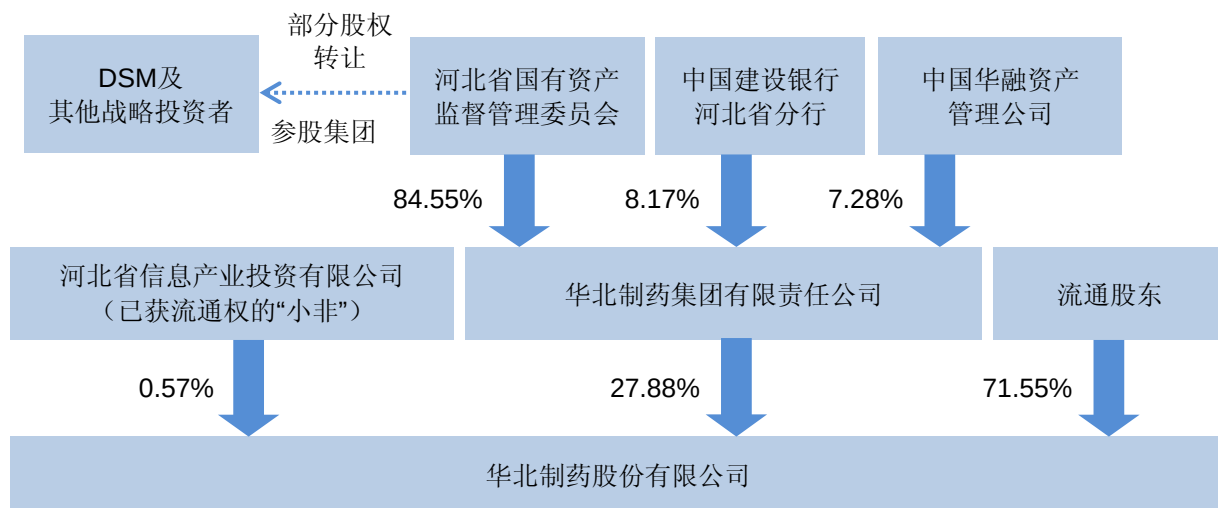
- ✓ 最终完成与 DSM 合资合作的时间有不确定性。
- ✓ 公司存在债务和资金压力，影响新产品的投产进度低于预期。
- ✓ 国企效率低，资产整合和销售改革进程可能低于我们的预测。

第四部分：华北制药相关历史数据图表

1、华北制药股权结构和战略重组

华药集团仅持有华北制药27.88%股权。

图 6：华北制药股权结构重组模式图

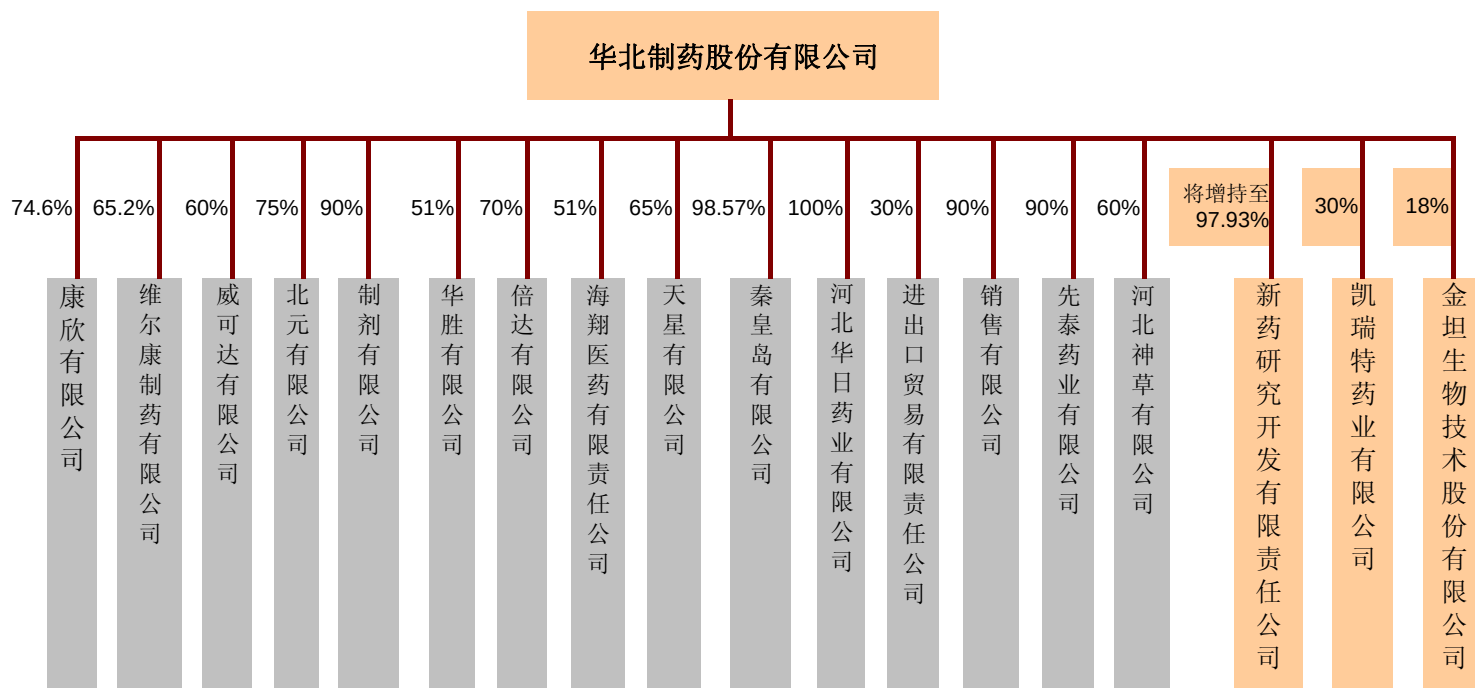


资料来源：招商证券研究

2、华北制药控股子公司及其主业

华北制药目前有 15 家合并报表子公司，新药公司已公告增持到 97.93%，分别持有金坦生物 18%和凯瑞特 30%的股权，我们预计公司将采取增持方式，控股金坦生物和凯瑞特。

图 7：华北制药控股子公司股权比例



资料来源：招商证券研究

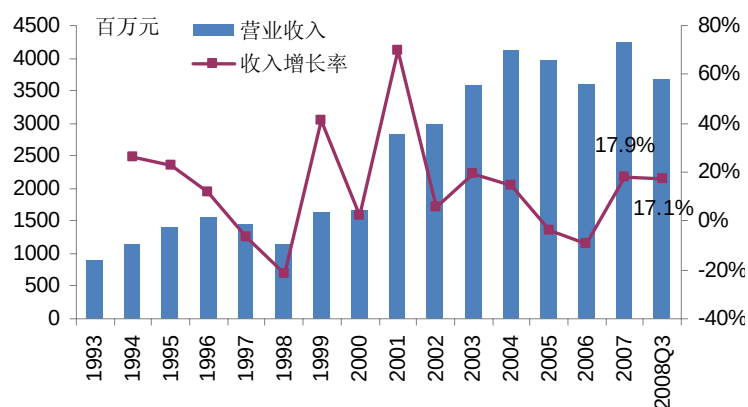
敬请阅读末页的重要说明

表 8: 华北制药各子公司主营业务

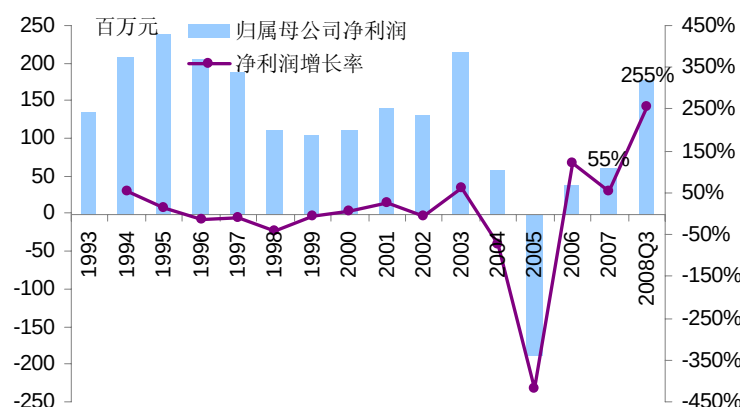
华北制药子公司	持股比例	经营范围
华北制药康欣有限公司	74.60%	产销淀粉, VB12 及制剂
河北维尔康制药有限公司	65.20%	产销维生素 C
华北制药威可达有限公司	60.00%	产销维生素 B12
华北制药集团北元有限公司	75.00%	产销氨苄青霉素
华北制药集团制剂有限公司	90.00%	产销粉针颗粒剂水针胶囊
华北制药华胜有限公司	51.00%	产销链霉素及相关产品
华北制药集团倍达有限公司	70.00%	产销半合抗及中间体
华北制药集团海翔医药有限责任公司	51.00%	产销克林霉素磷酸酯
华北制药天星有限公司	65.00%	产销四环素盐
华北制药秦皇岛有限公司	98.57%	产销制剂药
河北华日药业有限公司	100.00%	产销抗生素原料及制剂等
华北制药进出口贸易有限责任公司	30.00%	医药产品的经营出口
华北制药集团销售有限公司	90.00%	医药产品销售
华北制药集团先泰药业有限公司	90.00%	产销合成抗生素原料药及中间体
华北制药(河北)神草有限公司	60.00%	中药产品的生产和销售
华北制药新药研究开发有限责任公司	将增持至 97.93%	中西药、生物技术产品等
华北制药凯瑞特药业有限公司	30%	加工制造销售药品
华北制药金坦生物技术股份有限公司	18%	生物制药

资料来源: 招商证券研究

3、华北制药历年主营收入和净利润增长回顾

图 8: 1994~2008Q3 华北制药销售收入及增长率


资料来源: wind, 招商证券研究

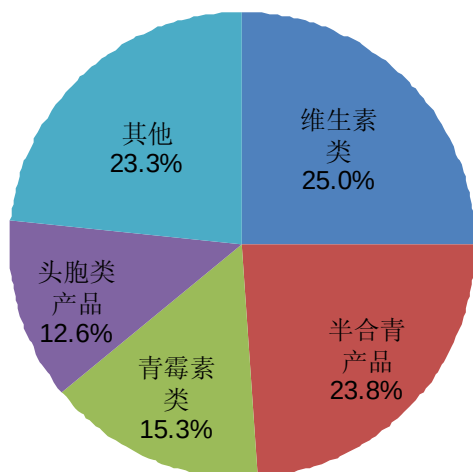
图 9: 1994~2008Q3 华北制药净利润及增长率


资料来源: wind, 招商证券研究

4、2008 年上半年华北制药销售收入构成和毛利构成

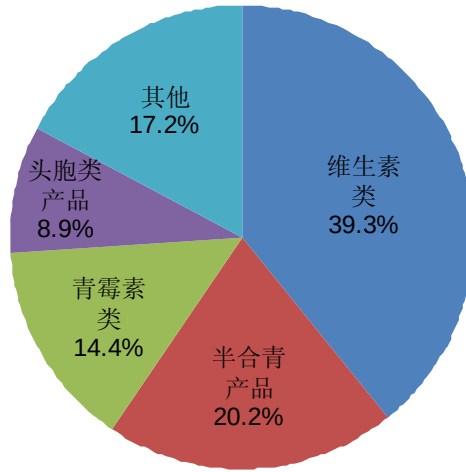
从华北制药 08 年前三季报来看，维生素 C 类销售占比 25%，毛利占比 39.3%；青霉素类销售占比 15.3%，毛利占比 14.4%。头孢类销售比 12.6%，毛利占比 8.9%。

图 10：华北制药 2008 年上半年收入构成



资料来源：公司年报，招商证券研究

图 11：华北制药 2008 年上半年毛利构成



资料来源：公司年报，招商证券研究

5、华北制药单季度和季度累计指标

表 9：华北制药单季度，季度累计指标

单位:百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	07Q1-3	08Q1-3
一、营业总收入	988	916	923	1173	899	1078	1157	1108	1088	1233	1349	3133	3670
二、营业总成本	977	958	964	1170	881	1064	1083	1080	1053	1106	1209	3028	3368
其中:营业成本	781	753	790	945	722	800	770	739	791	775	888	2293	2453
营业税金及附加	4	4	3	5	4	4	6	4	6	5	4	14	16
销售费用	61	63	43	70	44	82	85	80	68	72	64	211	204
管理费用	77	76	70	92	53	82	137	166	112	165	146	273	423
财务费用	53	57	62	72	58	68	78	74	77	89	76	204	242
资产减值损失	0	5	-5	-13	0	26	6	16	-1	0	31	32	30
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	-1	-1	-2	39	2	3	3	7	4	6	6	9	16
四、营业利润	10	-43	-43	42	20	17	77	35	38	133	147	114	318
加:营业外收入	4	2	1	35	0	1	0	6	3	2	2	1	8
减:营业外支出	1	0	1	1	0	2	4	6	1	4	2	6	6
五、利润总额	13	-42	-43	76	20	16	73	35	41	131	147	109	319
减:所得税	8	4	-5	-4	5	9	27	29	22	45	60	41	127
六、净利润	6	-46	-38	81	15	7	46	6	19	86	87	68	192
减:少数股东损益	4	4	5	0	3	6	9	-4	4	7	3	18	15
七、归属于母公司所有者净利润	1	-51	-43	80	12	1	37	10	15	79	84	50	178
EPS	0.01	-0.07	-0.03	0.08	0.01	0.00	0.04	0.01	0.01	0.08	0.08	0.05	0.17
收入增长率	-19%	-17%	14%	39%	-9%	18%	25%	-6%	21%	14%	17%	11%	17%
毛利率	21%	18%	14%	19%	20%	26%	33%	33%	27%	37%	34%	27%	33%
营业利润率	1%	-5%	-5%	4%	2%	2%	7%	3%	4%	11%	11%	4%	9%
净利率	1%	-5%	-4%	7%	2%	1%	4%	1%	2%	7%	6%	2%	5%
营业费率	6%	7%	5%	6%	5%	8%	7%	7%	6%	6%	5%	7%	6%
管理费率	8%	8%	8%	8%	6%	8%	12%	15%	10%	13%	11%	9%	12%
实际税率	56%	-11%	11%	-6%	24%	59%	37%	83%	53%	35%	41%	38%	40%
净利润增长率	-111%	-403%	-18%	-158%	708%	-102%	-186%	-87%	27%	7866%	125%	-154%	255%

资料来源：招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	3430	3124	3795	4624	5093
现金	657	471	1189	1929	1975
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	172	160	170	183	214
应收款项	1609	1323	1299	1350	1631
其它应收款	126	86	95	102	119
存货	733	906	870	884	962
其他	133	176	173	175	191
非流动资产	3628	3548	3333	3148	2978
长期股权投资	347	323	323	323	323
固定资产	2849	2722	2699	2538	2390
无形资产	203	247	223	200	180
其他	229	256	89	87	85
资产总计	7058	6672	7128	7772	8071
流动负债	5582	5189	5281	5300	4594
短期借款	4027	3566	3800	3800	3000
应付账款	683	691	595	605	659
预收账款	88	139	137	139	152
其他	785	792	749	756	784
长期负债	47	27	23	23	23
长期借款	20	0	0	0	0
其他	27	27	23	23	23
负债合计	5629	5216	5304	5323	4617
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	256	256	256	256
留存收益	(81)	(38)	262	773	1593
少数股东权益	225	209	277	391	575
母公司所有者权益	1204	1247	1547	2058	2878
负债及权益合计	7058	6672	7128	7772	8071

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	571	664	758	930	996
净利润			301	511	820
折旧摊销			248	238	223
财务费用			231	155	115
投资收益			(16)	(16)	(16)
营运资金变动			(59)	(131)	(314)
其它			52	173	167
投资活动现金流	52	(103)	(41)	(50)	(50)
资本支出			(50)	(50)	(50)
其他投资			9	0	0
筹资活动现金流	(504)	(740)	(0)	(140)	(900)
借款变动			219	0	(800)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			0	0	0
其他			(219)	(140)	(100)
现金净增加额	118	(179)	717	741	46

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	4000	4241	4732	5092	5941
营业成本	3270	3032	2976	3025	3294
营业税金及附加	16	18	19	20	24
营业费用	236	291	327	351	410
管理费用	316	439	487	509	564
财务费用	244	278	231	155	115
资产减值损失	(13)	48	46	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	35	16	16	16	16
营业利润	(35)	149	662	1046	1549
营业外收入	42	8	8	8	8
营业外支出	3	12	12	12	12
利润总额	5	144	658	1042	1545
所得税	3	70	289	417	541
净利润	2	74	368	625	1004
少数股东损益	14	14	67	114	184
母公司所有者净利润	(12)	61	301	511	820
EPS (元)	(0.01)	0.06	0.29	0.50	0.80

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	1%	6%	12%	8%	17%
营业利润	-82%	-531%	345%	58%	48%
净利润	-94%	-606%	397%	70%	61%
获利能力					
毛利率	18.3%	28.5%	37.1%	40.6%	44.6%
净利率	-0.3%	1.4%	6.4%	10.0%	13.8%
ROE	-1.0%	4.9%	19.4%	24.8%	28.5%
ROIC	1.6%	4.4%	8.9%	11.5%	16.8%
偿债能力					
资产负债率	79.8%	78.2%	74.4%	68.5%	57.2%
净负债比率	57.3%	53.7%	53.3%	48.9%	37.2%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.9	1.1
速动比率	0.5	0.4	0.6	0.7	0.9
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.7	0.7	0.7
存货周转率	3.8	3.7	3.4	3.5	3.6
应收帐款周转率	2.7	2.9	3.6	3.8	4.0
应付帐款周转率	4.7	4.4	4.6	5.0	5.2
每股资料(元)					
每股收益	-0.01	0.06	0.29	0.50	0.80
每股经营现金	0.55	0.65	0.74	0.90	0.97
每股净资产	1.17	1.21	1.50	2.00	2.80
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-702.0	138.8	27.9	16.5	10.2
PB	7.0	6.7	5.4	4.1	2.9
EV/EBITDA	45.8	31.4	18.6	14.7	11.2

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，5年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。