

我国规模最大的基础药品制造商

● 公司于 1993 年 6 月上市，2000 年 11 月 2 日，董事会通过决议，以制药三厂（经评估净资产 1.46 亿元）出资与哈药集团有限公司共同投资组建哈药集团三精制药有限公司，注册资本 15700 万元。公司占三精制药有限公司股权的 93%，而哈药集团有限公司以现金 1000 万元及经评估的生产设备 100 万元出资，占总投资额的 7%。2004 年，三精制药借壳上市。2005 年 1 月 26 日，哈药集团有限公司的实际控制人哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会与中信资本冰岛投资有限公司、华平冰岛投资有限公司、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司及哈药集团有限公司签署了《关于哈药集团有限公司之增资协议》。增资后，哈药集团有限公司的股权结构变更为：哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会持有 45% 的股权，中信资本冰岛投资有限公司持有 22.5% 的股权，华平冰岛投资有限公司持有 22.5% 的股权，黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司持有 10% 的股权。

● 公司的业务主要分为医药工业及医药商业。预计 2008 年哈药股份销售收入达到 100 亿元，其中医药工业达到 65 亿元，医药商业的销售收入达到 35 亿元。哈药股份的利润的贡献大户主要为哈药总厂、哈药六厂以及一些中药厂和三精的股权投资收益。以 2008 年末来看，哈药总厂贡献利润占比大约为 55%，哈药六厂利润贡献占比为 30%，其余 15% 为中药厂及三精的股权投资收益。

● 公司资产注入有保证：大股东目前的资产有：1、动物疫苗：主要产品有禽流感疫苗。类似于中牧股份以及金宇集团的产品。2008 年销售收入 1 亿多元，2009 年销售收入 2 亿元以上。利润达到 4000 多万元。2、生物工程药，主要产品为干扰素、EPO、GSF。生物工程药物竞争激烈，药价下降幅度较大，毛利率很低，因此盈利能力不强，不如动物疫苗，预计 2009 年销售收入接近 2 亿元，利润为 1000 万元左右。3、研发中心。4、现金资产有 23 亿元。

● 2008 年不管销售收入及净利润都获得大幅的增长，由于较高的基数及青霉素价格的波动，2009 年的增速将放缓。我们预计收入增速为 10-15% 左右，利润增速为 15-20% 之间。哈药总厂：2008 年销售收入 40 亿元，2009 年的指标为 43 亿元，总厂内部的指标为 44 亿元，同比增长 10%。哈药六厂：仍能保持 10% 左右的增长。

● 预计公司 2008 年、2009 年、2010 年实现销售收入 100 亿元、112 亿元、130 亿元，同比增长 20%、12%、16%，实现归属于母公司的净利润为 8.45 亿元、9.45 亿元、10.91 亿元，同比增长 42%、11.83%、15%，每股收益为 0.68 元、0.76 元、0.88 元。以 2009 年 3 月 30 日收盘价 12.33 元计，其 2009 年、2010 年的动态市盈率为 16.22 倍、14 倍，我们给予增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

投资评级 买入 **增持** 中性 减持 (维持)

股价 (2009 年 03 月 30 日) 12.33 元

目标价格 (6 个月) 13.68 元

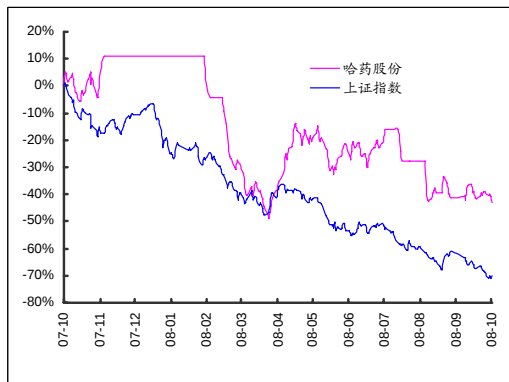
总股本/A 股 (万股) 124201/124201

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2009 年 03 月 31 日

股价表现



主要财务指标

	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	8290	10000	11213	13029
同比(%)	-11%	20%	12%	16%
归属母公司净利润	592	845	945	1091
同比(%)	27%	42%	11.83%	15%
毛利率(%)	32.8%	33.7%	33.2%	33.4%
ROE(%)	11.7%	13.7%	14.2%	14.1%
每股收益(元)	0.48	0.68	0.76	0.88
P/E	18.53	18.13	16.22	14.64
P/B	2.17	1.92	1.65	1.42
EV/EBITDA	10	7	7	6

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

公司历史沿革

1989年5月16日,哈尔滨医药集团股份有限公司(以下简称“集团股份有限公司”)在原哈尔滨市医药管理局所属31户企业的基础上组建而成。1990年1月12日,集团股份有限公司向社会个人发行股票6500万元。

1991年底,集团股份有限公司改组分立为两部分:一是在集团股份公司之上成立哈尔滨医药集团公司(简称集团公司),二是集团股份公司更名为哈尔滨医药股份有限公司(简称股份公司)。集团股份公司的资产分割为两部分,哈尔滨制药厂、哈尔滨制药三厂、哈尔滨制药四厂、哈尔滨制药六厂、哈尔滨中药二厂、哈尔滨市医药商业总公司、哈尔滨市药材总公司、哈尔滨市医药供销总公司、哈尔滨亚兴工程实业总公司、哈尔滨北方制药厂、哈尔滨千手佛房地产开发公司和哈尔滨市医药工业研究所等效益较好的12家企业保留在股份公司中,企业中的国有资产折为国家股18764万元,原集团股份公司向社会个人发行的6500万元股本金由哈尔滨医药股份有限公司使用和管理。集团股份公司的其余19户企业则划出,以集团公司子公司的地位存在。

1993年6月29日,公司以股票简称“哈医药”挂牌上市。

1997年1月10日,公司将哈尔滨医药供销分公司的资产转让给哈尔滨中药三厂获批,中药三厂是哈尔滨医药集团公司的全资子公司,转让价格为1201万元。

1998年1月13日,公司向哈尔滨医药集团公司收购其全资子公司哈尔滨制药二厂,为此,公司需要承担制药二厂债务中的2亿9916万,同时将分公司亚兴工程公司和千手佛房地产公司(评估值共5401万元)转给哈尔滨医药集团公司,并向哈尔滨医药集团公司分期偿付1亿2134万元。制药二厂与分公司哈尔滨制药厂合并为哈尔滨制药总厂。

1998年公司配股,哈尔滨医药集团公司以现金出资有困难,为保持相对控股地位,遂以其全资子公司哈尔滨制药厂分厂的整体资产及全资子公司哈尔滨中药三厂综合制剂大楼以实物资产的形式参与配股。这两部分的净资产总额分别评估为1177万元和2739万元,可配8157686股,占集团公司全额配股所需资金的约15.4%,剩余部分承诺放弃。

2000年3月24日,公司改名为“哈药集团股份有限公司”,股票简称由原“哈医药”更改为“哈药集团”。

2000年8月11日,董事会通过决议,以现金2990万元收购哈尔滨中药一厂工业用地、厂房等实物资产,解决制药三厂场地不足的问题;同时决定,制药三厂与黑龙江锐普实业公司共同出资组建以生产新型高科技产品“降糖仪”为主的哈尔滨三精锐普高科技产业有限公司。哈尔滨三精锐普高科技产业有限公司注册资金总额1818万元,其中公司出资额为人民币1000万元,占注册资金总额的55%;黑龙江锐普实业有限公司出资818万元(其中产品技术出资454.5万元,实物资产出资363.63万元),占注册资金总额的45%。三精锐普的预计年生产能力为8万台。

2000年11月2日,董事会通过决议,以制药三厂(经评估净资产1.46亿元)出资与哈药集团有限公司共同投资组建哈药集团三精制药有限公司,注册资本15700万元。公司占三精制药有限公司股权的93%,而哈药集团有限公司以现金1000万元及经评估的生产设备100万元出资,占总投资额的7%。

为进一步扩大公司6—APA及半合成青霉素原料药的生产能力及规模优势,提高工艺水平,2001年12月7日,公司决定出资471万美元与张家口制药厂和荷兰DSM公司共同组建张家口帝哈制药有限公司。该公司注册资本为12741729美元,其中

哈药集团股份有限公司占 36.93%，DSM 集团的子公司吉斯特-布罗卡德斯国际公司 (GBI) 占 36.93%，张家口制药厂占 26.14%。

2002 年 12 月 19 日，公司董事会审议通过议案，收购哈药集团哈尔滨中药三厂部分土地及资产，收购价款 1400 万元。

为进一步加强哈药集团的资本运作，公司谋划将三精制药借壳上市。2003 年 8 月 6 日，公司与哈尔滨建筑材料工业(集团)公司签订协议，收购后者持有的哈尔滨天鹅实业股份有限公司(股票代码 600829)29.8%的国家股股权，计 7680 万股。转让价格为每股人民币 3.087 元，转让价款总计为人民币 2.37 亿元。

2003 年 11 月 4 日，公司与天鹅股份签订股权转让协议，将三精制药 60% 股权以协议价 34,793 万元转让给天鹅股份。此次转让后，公司仍持有三精制药 36% 的股权，同时通过持有天鹅股份 29.8% 的股权间接持有三精制药 17.88% 的股权。

2004 年 1 月，公司与哈药集团三精制药有限公司共同出资组建哈药集团医药有限公司。哈药集团医药有限公司注册资本为 4500 万元，其中公司出资 4200 万元，占其注册资本比例的 93.33%。

2004 年 4 月 29 日，公司决定继续收购建材集团持有的天鹅股份 16.27% 的国家股股权，转让股权的价格为每股人民币 2.496 元，价款总计为人民币 10,468.7 万元，收购完成后，公司持有天鹅股份的股权达到 46.07%。

随着公司对天鹅股份进行重组，建材集团回购原天鹅股份中的水泥等资产，天鹅股份更名为三精制药股份有限公司，并于 2004 年 10 月 12 日起以“三精制药”在上交所挂牌。

2004 年 8 月 12 日，公司决定将成都升和三精医药有限责任公司 45% 的股权和哈药集团三精加滨药业有限公司 5.7% 的股权转让给哈药集团三精制药有限公司。

公司控股股东哈药集团有限公司的股权结构也发生了改变。2005 年 1 月 26 日，哈药集团有限公司的实际控制人哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会与中信资本冰岛投资有限公司、华平冰岛投资有限公司、黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司及哈药集团有限公司签署了《关于哈药集团有限公司之增资协议》。增资后，哈药集团有限公司的股权结构变更为：哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会持有 45% 的股权，中信资本冰岛投资有限公司持有 22.5% 的股权，华平冰岛投资有限公司持有 22.5% 的股权，黑龙江辰能哈工大高科技风险投资有限公司持有 10% 的股权。

2005 年 11 月 8 日，公司与哈药集团有限公司签署协议，出资 3411 万元收购哈药有限所属全资企业哈药集团哈尔滨中药三厂净资产。

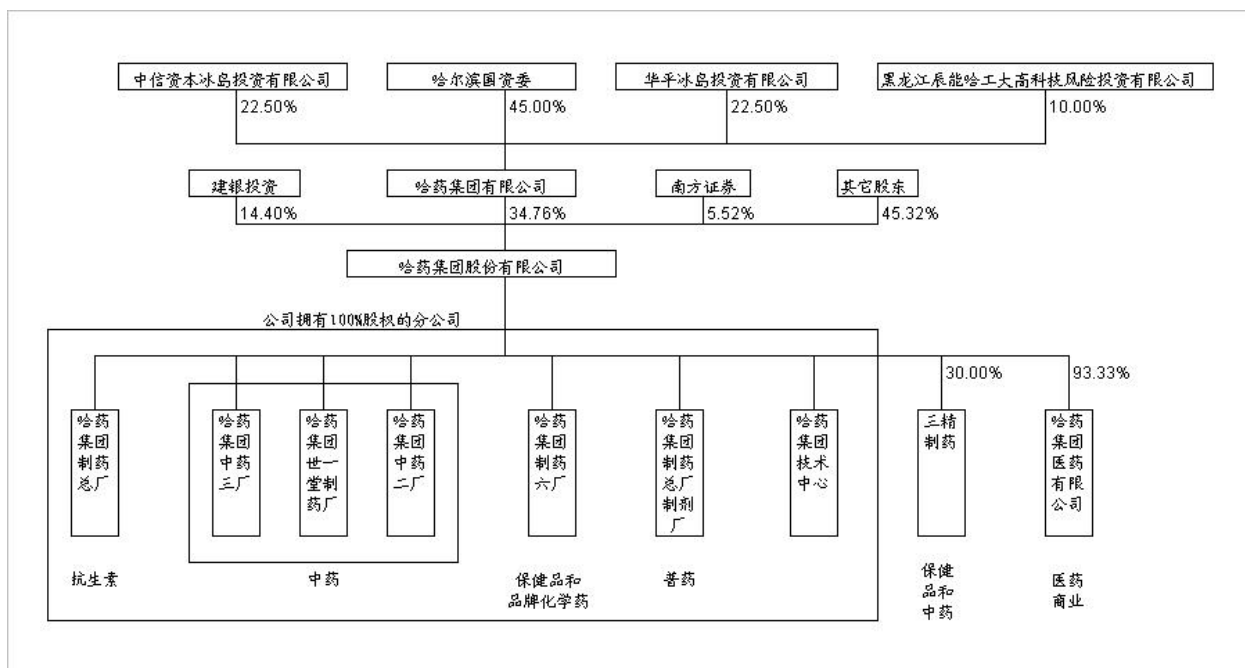
2006 年，公司将持有张家口帝哈制药有限公司 36.93% 的股权全部转让。

2007 年 1 月 9 日，公司向哈药集团有限公司转让三精制药股份有限公司 16.07% 股权的股权过户手续办理完毕。实际出售金额为 182,027,416.14 元。目前公司持有三精制药 30% 股权。

2007 年 8 月 28 日，公司同哈药集团三精制药股份有限公司签定协议，以 208.6 万元整体出售公司所属分公司哈药集团制药四厂资产及负债。

2008 年 11 月 25 日，公司在前期已获得直销经营许可的情况下，又获得国家商务部对直销经营业务服务网点的核查备案，至此公司正式获得直销资质，可以开始从事直销经营活动。商务部首批核准公司进行直销的产品共有 5 种，分别是朴欣牌乳酸锌口服液、天雅牌滋养紧致日霜、天雅牌滋养紧致晚霜、天雅牌紧致精华眼霜、天雅牌滋养润肤乳液。

图 1：公司的股权结构图

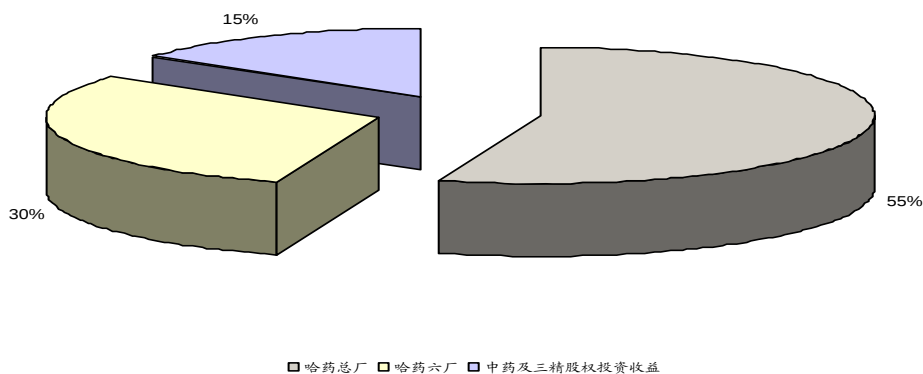


资料来源：公司季报

公司业务分析

公司的业务主要分为医药工业及医药商业。预计 2008 年哈药股份销售收入达到 100 亿元，其中医药工业达到 65 亿元，医药商业的销售收入达到 35 亿元。哈药股份的利润的主要贡献大户为哈药总厂、哈药六厂以及一些中药厂和三精的股权投资收益。以 2008 年末来看，哈药总厂贡献利润占比大约为 55%，哈药六厂利润贡献占比为 30%，其余 15%为中药厂及三精的股权投资收益。

图 2：哈药利润构成



资料来源：公司报表

主要子公司的简要分析

哈药总厂

2008 年经营概况：收入、利润大幅增长

预计 2008 年实现销售收入 40 亿元，同比增长 48.15%，2007 年总厂实现销售收入 27 亿元。由于 2008 年原料药价格的上涨以及医改拉动新农合的药品消费，使得总厂的业绩在 2008 年大幅增长。

哈药总厂是全国重点的抗生素生产基地

哈药总厂为哈药股份的全资分公司，是全国重点的抗生素生产基地，是以生产抗感染药为主、以粉针剂、胶囊剂和片剂为最终效益的大型综合性制药企业。工厂占地面积 80 万平方米，总资产 40 亿元，员工 8000 人，各类专业技术人员 2000 余人。厂内设有 30 多个生产车间及辅助车间和一个新产品开发研究中心、一个产品质量检测中心，二座设计总发电能力为 2.25 万千瓦的自备电站和二座污水处理厂。

哈药总厂为国内头孢菌素类药品生产规模最大、品种最全的生产企业。工厂主要生产青霉素类、头孢菌素类抗生素、共 30 多种原料药和 18 种剂型的产品。其中头孢噻肟钠原粉、头孢唑林钠原粉以及头孢唑林钠粉针的产量和市场份额均居全国首位。同时具备生产青霉素工业盐 6000 吨/年、6-APA1200 吨/年、7-ACA1000 吨/年和 23 亿支粉针剂，60 亿粒片剂、胶囊的生产能力。

青霉素工业钾盐通过美国 FDA 认证，部分原料药和制剂通过南非卫生部的 GMP 认证；头孢唑林钠和头孢曲松钠原粉均通过欧洲认证。

哈药总厂是我国最大的头孢粉针生产基地，具有规模优势：头孢产品 1300 吨；产品结构优势：覆盖 6-APA，7-ACA 两大母核，能生产原料药及中间体 30 多种，粉针 26 种，胶囊 24 种，片剂 16 种。

2007 年国内对 7-ACA 的需求约有 3500 吨，全球需求约有 5000 吨以上。向未来看，对中国 7-ACA 生产企业而言，仍面临着很大的机遇：需求增长一方面来自于下游产品的需求增长，一方面来自于该产业逐步向中国的转移。

现在临床上使用的有 5 代，共 53 种 7-ACA 下游头孢类药物，头孢类药物由于疗效显著、价格降低，临床性价比优势日益凸现。2006 年 9 月份，国家发改委第 19 次药品最高零售价格调整，大幅地调整了小头孢制剂头孢米诺、头孢吡肟、头孢唑肟、头孢替安、头孢丙烯、头孢地尼等零售价格，一些新开发的三、四代小头孢如头孢匹胺、头孢匹罗、头孢地嗪等也纷纷进入经济较为发达的省市医保，全民医保的逐步建立，推动了头孢类药物临床需求的合理增长。

制剂是公司的重点业务，占收入比重达到 70%，目前公司生产的头孢粉针占 25% 的市场份额，具体到品种，青霉素粉针国内市场占有率为 25%，氨苄青霉素市场占有率 32%，头孢唑林钠为 37%，头孢拉定 25%，头孢噻肟钠为 25%，阿莫西林为 22%。

08 年制剂过亿元品种 7—8 个：

1. 阿莫西林胶囊：30 亿粒，08 年阿莫西林销售收入达到 8 亿元。
2. 青霉素针剂：毛利率稳定，量微减
3. 氨苄青霉素针剂：

4. 头孢唑琳钠

5. 头孢三秦：出厂价 1.85 元

6. 头孢替胺：收入一亿元！原料生产、分装、销售都是自己的

7. 头孢曲松：3 亿支，1 亿元

制剂的产品结构好，不受原料药波动影响。大品种占收入利润的 80%。潜力品种：头孢替胺，头孢美唑：未来 3—5 亿元收入。

原料药：毛利率不到 30%。阿莫西林原料药全部自用，青霉素盐 60% 外卖，40% 自用。

公司在头孢类产品市场中的主要竞争力在于：其一，从原料到制剂一条龙，避免了原料药市场的价格波动，并且公司具有自己很强的制剂营销队伍，因此粉针产品的市场基础稳固，很多产品具有品牌效应；其二，公司的头孢产品品种齐全（10 多个产品）在一定程度上缓解了行业降价风险，并且由于其产业链较长，进入壁垒相应较高，这是公司在很多抗生素企业如华北制药、鲁抗医药等出现亏损时仍能保持稳定增长的主要原因。公司产品将不断增加新的头孢品种，使产品结构更加稳健，抗风险能力更强。但由于抗生素行业整体面临激烈的市场竞争，以及青霉素原料药的价格波动，公司将保持 20—25% 的增长速度。

公司有健全的销售网络

哈药总厂系统设有普药销售公司、新药销售公司、进出口公司、OTC 药品销售公司和原料药销售公司。并在全中国 29 省区设有 50 个销售办事处、产品远销世界 40 多个国家和地区。年销售收入 40 亿元以上，年出口创汇 1 亿美元。

哈药总厂是中国抗感染药的专业制造者，工厂产品的市场占有率，青霉素粉针剂在国内已达到 25%，氨苄 32%，头孢唑琳钠 37%，头孢拉定 25%，头孢噻肟钠 11%，阿莫西林 22%。

哈药六厂：OTC 及保健品基地

预计六厂 2008 年实现销售收入 15 亿元，净利润 3 亿元左右，2008 年总体净利润增长 5% 左右。

哈药集团制药六厂全部剂型均已通过国家 GMP 认证。制剂手段完备，目前可生产包括大容量注射剂、片剂、胶囊剂、颗粒剂、口服液、糖浆剂、原料药等 7 个剂型，已获批准文号的品种有 130 多个，另外还有保健食品及饮料 20 多个产品。哈药六厂是公司的化学药和中成药基地，实际上，制药在销售收入占比 50%，饮料保健食品（钙+锌、补血口服液）合计占比 50%；公司在 99 年介入保健食品，经营严迪、护彤、泻立停高钙片，

主要产品 2008 年销售状况

盖中盖高钙片和口服液及钙加锌（主要是针对老年人的片剂产品）预计销售收入 4 亿元左右；品牌 OTC 产品 6—7 亿元，主要是严迪、泻立停和护彤，纯净水和各种饮料实现销售收入 3 亿元以上，主要集中在黑龙江销售，**主要产品的销售趋势分析**

严迪：大环内脂类抗生素，初期广告定位于治疗支原体和衣原体引起的感冒、发烧等症状，高峰期销售额达 6—7 亿元，由于处方药停止打广告已经多年，该产品的销量呈逐年下降之势，但经过多年的不断培育，现在销售额仍保持 2—4 亿元规模。

泻利停：定位于治疗细菌性痢疾，“泻利停、泻利停、痢疾拉肚，一吃就停”的广告诉求深入人心，是该厂销量保持最稳定的处方药产品，高峰时销售额达到 4 亿元，现在每年的销售收入稳定在一亿元以上。

新盖中盖牌高钙片：主要定位于老年人群补钙，2003 年投放市场，通过一系列影视名人广告的成功运作，树立了老年补钙名牌产品的形象，投放市场时间较长，即将进入衰退期，目前正设法延长成熟期。

擅长于 OTC 产品销售

公司销售的产品虽然都是竞争比较激烈的普通保健品和药品，但公司的广告策略至少目前看来非常成功，公司的销售全部是现款现货。公司未来的发展方向仍然将集中于广告拉动的 OTC 产品，公司认为对未来增长充满信心，

销售模式主要是自主销售 + 各地大型经销商经销，都是现款现货。公司有品牌优势，药品质量好，管理严格，有一套完善的激励机制和奖惩机制。

哈药六厂有可能是哈药集团未来在加强集中管理过程中最出效益的一个环节。

其他情况：公司员工共 1600 人，其中大专 550 人，中级职称 250 人，销售 100—200 人；固定资产 6.5 亿元，资产负债率很低。

表 1：哈药六厂的主要产品

大类	具体产品
保健食品	哈药六牌钙加锌口服液，
	新盖中盖牌儿童钙片，
	朴雪乳酸亚铁口服液，
	罗红霉素分散片（严迪成人型）
药品	颠茄磺苄啉片（成人）
	葡萄糖注射液
	纯中纯南波万饮用纯净水，
饮品	纯中纯鲜果汁饮料，
	纯中纯水蜜桃果汁饮料
	纯中纯菠萝果汁饮料

资料来源：东方证券研究所

三精制药

哈药股份（600664）持有三精制药 30% 的股权。三精制药于 2004 年通过买壳上市。预计 08 年公司的药品和保健品销售收入在 26 亿元左右，净利润在 2.8—3 亿元左右。

主要产品的销售状况

公司目前主要是 3 大产品：葡萄糖酸钙、葡萄糖酸锌（主要是针对儿童补钙和补锌的口服液产品）和双黄连口服液，其中预计葡萄糖酸钙 2008 年实现销售收入 5 亿元。

葡萄糖酸锌实现销售收入 3 亿元，双黄连口服液实现销售收入 3 亿元。可见这三个大产品形成公司主要的销售收入来源。公司共有 13 个品种过千万元。

从产品生命周期来看，葡萄糖酸钙将逐步进入成熟期，葡萄糖酸锌仍然有一定的增长空间，双黄连口服液也应该还有增长潜力，公司 05 年推出的新产品主要是柴连口服液，07 年销售也超过一亿元。

三精制药与哈药股份于 2007 年 8 月 28 日签定协议，以 208.6 万元整体收购哈药集团股份公司所属分公司哈药集团制药四厂的资产及负债。从帐面看，哈药四厂处于亏损状态，但企业有较好的 OTC 品种——“胃必治”，销售规模估计超过 1 亿元，具有较高的知名度。收购后，利用三精现有的销售渠道和网络资源，扩大该产品销售规模，提高产品的市场竞争力；同时增加了三精制药的 OTC 品种，丰富产品线。

三精制药作为哈药股份的先遣队伍，承担了对医药市场的拓展和尝试任务，负责向行业上下游发展：

1、公司投资设立的三精女子专科医院经营状况良好，三精女子医院实现销售收入达到 3000 万元，实现净利润 1000 万元。有 45 张床位，公司初始投资 1000 万元。

2、公司投资设立的三精肾病医院，投资额为 6000 万元，150 张床位，房产是母公司的，2008 年 12 月开业，有 100 台透析机，每天有 70-80 个透析病人。三精肾病医院未来销售收入可达到 6000 万元，利润 2000 万元。

三精制药进军医疗市场，为公司提供新的利润增长点。

资产注入有保证

股改时资产注入的承诺

自股权分置改革方案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，并在法律法规许可的情况下尽最大努力促使资产注入事项在自股权分置改革方案实施之日起三十六个月之内实施完毕。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（如按哈药股份股票 2008 年 7 月 18 日前二十个交易日平均收盘价 11.29 元作为非公开发行价格，则资产注入完成后哈药集团所持哈药股份股权的比例将不低于 45%），且优质经营性资产上一会计年度经有证券从业资格的会计师事务所审计的扣除非经常性损益后的净资产收益率不低于 11%。哈药集团并保证非公开发行实施当年（或以法律法规允许的其他方式注入优质经营性资产及现金资产当年）哈药股份扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率不低于上一会计年度。

公司股改时提出资产注入方案后，市场一直认为哈药有限没有足够的资产完成此方案。

大股东目前的资产有：

- 动物疫苗：主要产品有禽流感疫苗。类似于中牧股份以及金宇集团的产品。2008 年销售收入 1 亿多元，2009 年销售收入 2 亿元以。利润达到 4000 多万元。
- 生物工程药，主要产品为干扰素、EPO、GSF。生物工程药物竞争激烈，药价下降幅度较大，毛利率很低，因此盈利能力不强不如动物疫苗，预计 2009 年销售收入接近 2 亿元，利润为 1000 万元左右。

- 研发中心。
- 现金资产有 23 亿元。

2009 年经营预测

2008 年不管销售收入及净利润都获得大幅的增长，由于较高的基数及青霉素价格的波动，2009 年的增速将放缓。我们预计收入增速为 10-15% 左右，利润增速为 15-20% 之间。

- 哈药总厂：2008 年销售收入 40 亿元，2009 年的指标为 43 亿元，总厂内部的指标为 44 亿元，同比增长 10%。
- 哈药六厂：仍能保持 10% 左右的增长。

盈利预测及投资建议

预计公司 2008 年、2009 年、2010 年实现销售收入 100 亿元、112 亿元、130 亿元，同比增长 20%、12%、16%，实现归属于母公司的净利润为 8.45 亿元、9.45 亿元、10.91 亿元，同比增长 42%、11.83%、15%，每股收益为 0.68 元、0.76 元、0.88 元。以 2009 年 3 月 30 日收盘价 12.33 元计，其 2009 年、2010 年的动态市盈率为 16.22 倍、14 倍，我们给予增持的投资评级。

表：公司盈利预测表

百万元	2007	2008	2009	2010
一、营业总收入	8290.3	10000	11200	12992
+/-	-11%	20%	12%	16%
二、营业总成本	7768.4	9204.0	10296.7	11937.3
营业成本	5572.7	6705.0	7504.8	8705.3
成本率	67.22%	67.05%	67.01%	67.01%
营业税金及附加	44.6			
销售费用	1094.2	1308.0	1468.3	1703.3
销售费用率	13.20%	13.08%	13.11%	13.11%
管理费用	963.3	1141.0	1274.6	1479.8
管理费用率	11.62%	11.41%	11.38%	11.39%
财务费用	51.7	50	49	49
资产减值损失	41.82	0.00	0.00	0.00
投资净收益	94.7	96	95	97
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	71.5			
四、营业利润	616.6	892.0	998.3	1151.7
加：营业外收入	41.4	0	0	0
减：营业外支出	33.8	0	0	0
其中：非流动资产处置净损失	3.0	0	0	0
五、利润总额	624.1	892.0	998.3	1151.7
减：所得税	31.9	46.4	52.9	60.1
所得税率	5.11%	5.20%	5.30%	5.22%
六、净利润	592.3	845.6	945.4	1091.6
减：少数股东损益	0.4	0.5	0.55	0.6
归属于母公司所有者的净利润	591.8	845.1	944.9	1091.0

资料来源：东方证券研究所

分析师承诺

李淑花：医药行业首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

投资评级说明

- 报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；
- 公司投资评级的量化标准
 - 买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；
 - 增持：相对强于市场基准指数收益率 5%～15%；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。
- 行业投资评级的量化标准
 - 看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；
 - 中性：相对于市场基准指数收益率在-5%～+5%之间波动；
 - 看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

免责声明

本报告仅供东方证券股份有限公司（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本公司的当然客户。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。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。客户应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

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，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用之证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：寿岚

电话：021-63325888*6054

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：shoulan@orientsec.com.cn