

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

2009年4月3日

华北制药 (600812.SH)/9.51元

我国生物制药龙头，重组人白蛋白引领产业革命

日用消费·医药

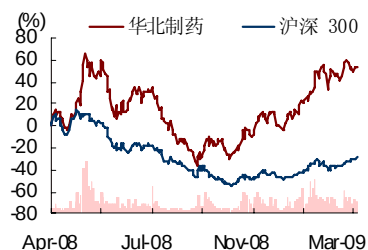
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2425
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	84466
总市值(亿元)	100
流通市值(亿元)	82
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	16	111	36
相对表现	-3	98	65



相关报告

- 1、华北制药——与 DSM 战略合作获取高毛利高垄断利润，发展生物制药提升估值水平 2009/3/20
- 2、华北制药深度研究——挺立基因生物制药潮头，舍我其谁 2009/2/12
- 3、华北制药——增发被否，利大于弊 2009/2/9
- 4、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
- 5、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

3月24日我们组织了30多位机构投资者赴华北制药联合调研，与公司全体高管进行了深入交流，公司战略转型为我国生物制药和免疫抑制剂龙头。

- 华北制药“基因重组人血白蛋白”正在引领血源白蛋白产业革命，逐步替代血源白蛋白符合全球研发趋势，上市销售将展现高盈利能力。日本和英国重组人血白蛋白07年已经成功上市，拜尔的重组人凝血因子VIII已经上市，上海莱士正在开发重组人凝血因子VIII，也瞄准血液制品产业革命。我国疫苗产业持续景气，培养基用白蛋白市场未来3年将达到80吨，约29亿元。公司重组人血白蛋白中试成功已4年，2010年初产业化，预计2010~2012年贡献净利润1.7亿元、4.4亿元和7.4亿元，贡献EPS0.16元、0.43元和0.72元。
- 核心研发资产新药公司09年注入，华北制药成为我国生物制药和免疫抑制剂的龙头。新药公司是我国唯一的1家微生物药物研究中心，研发基础和资源雄厚，具备持续开发自主知识产权新药能力，拥有2万多种菌株资源以及微生物来源的300多个纯化合物，其中有60多个全新结构化合物。新药公司已取得了基因重组人血白蛋白、免疫抑制剂、基于粘细菌技术的埃博霉素类生物抗癌新药、新型抗生素等创新成就，特别是已交由金坦生物生产的基因工程CHO乙肝疫苗是我国专门针对乙肝低免疫应答人群、唯一成功地降低成本、实现产业化生产的有效疫苗。08年新药公司投入研发费用5000多万元，实现销售收入1.6亿元、净利润3000多万元。
- 我们看好公司转型后，基因重组人血白蛋白、免疫抑制剂和生物抗癌药的盈利增长前景。历史上，新药公司定位以研发为主，制约了其销售利润增长。09年新药公司注入到上市公司作为战略发展方向，随着开发区新生产基地09年底建成和扩建专业化销售队伍，未来增长潜力值得看好。免疫抑制剂已进入国家医保报销，临床使用联合用药，新药公司已自主研发上市免疫抑制剂4个，品牌和疗效突出，有2个在研即将上市，具备全系列组合优势。我国免疫抑制剂市场增长迅猛，供给由3家进口和2家国产（包括华北制药）所垄断，新医改背景下，国产免疫抑制剂面临替代进口机遇。
- 我们维持09~10年EPS 0.50/0.80元业绩预测，我们看好公司战略重组和转型后的长期增长态势。华北制药90个品种有望进入国家基本药物目录，未来增长潜力毋庸置疑。“华药牌”是抗生素首选品牌。华北制药与DSM战略合作，合营双方将掌控全球青霉素和维生素C上游和下游市场定价权，双方都将获得高毛利高垄断利润，为华北制药打下坚实业绩基础，摆脱原料药价格周期性波动，集中资源发展生物制药。公司估值水平上升到医药一线股毋庸置疑，维持“强烈推荐-A”评级。

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	-817.2	161.6	32.5	19.1	12.0
PB	8.1	7.8	6.3	4.7	3.4

资料来源：招商证券

重点相关报告:

2009 年 2 月 12 日《华北制药深度研究——挺立基因生物制药潮头，舍我其谁》

一、“基因重组人血白蛋白”引领血源白蛋白产业革命

华北制药“重组人血白蛋白”历时 10 年研发成功，技术门槛很高。582 个氨基酸一级结构，基因工程菌采用酵母菌分泌表达，无需经过蛋白质变性和复性步骤，因此，能充分保护重组人血白蛋白的生物学活性与血源白蛋白相当，其纯度高达 99.9999%，高出血源白蛋白 99% 的水平。

1、市场需求：第一层次疫苗生产培养基每年至少需 12 吨白蛋白

我们广泛调研了天坛生物和百克生物等公司高管人员，得出结论是：生产病毒性疫苗、细胞培养基中确实需要添加血浆来源的人血白蛋白，特别是狂犬疫苗，其培养基消耗人血白蛋白较多，按照全国 30 多家疫苗生产企业保守估算，每年细胞培养至少约需 12 吨人血白蛋白。

小牛血清虽然成本很低，但仅用于生产细菌性菌苗，未来也有被人血白蛋白替代的趋势。

2、药用辅料和药用级重组人白蛋白申报开始启动，引领产业革命

基因重组人白蛋白产业化生产需要高水准的“大规模发酵技术”和“纯化技术”，3 个不同层次的重组人白蛋白在国外都已获成功。疫苗生产培养基在国外已广泛使用。Merk 公司的麻风腮三联疫苗已经采用诺维信“重组人白蛋白”作保护剂。日本三菱公司的“药用重组人白蛋白”2007 年已经上市。

华北制药药用辅料和药用级重组人白蛋白申报开始启动，相应的临床试验 09 年开始启动，我们预计：药用辅料重组人白蛋白约需 2 年时间，药用重组人白蛋白约需 3 年以上时间取得实质进展。

3、重组人白蛋白上市销售将展现高盈利能力

我国血浆资源 07 年以来持续紧张，人血白蛋白供不应求。血浆来源的人血白蛋白平均售价 3600 万元/吨。上海莱士 08 年人血白蛋白毛利率 54%，营业费用率 3.5%。

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，目前设计产能 15 吨，09 年底建成，2010 年初投产。2011 年增加发酵罐扩大产能。B2B 方式销售，几乎没有营业费用。售价比人血白蛋白至少低 20%。

我们预计：华北制药 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 7.4 亿元，贡献 EPS0.16 元、0.43 元和 0.72 元。

表1: 重组人血白蛋白上市销售和盈利预测

	2010 年	2011 年	2012 年	备注
产销量 (吨)	12	35	60	目前设计产能 15 吨, 09 年底建成, 2010 年初投产。2011 年增加发酵罐扩大产能。B2B 方式销售, 几乎没有营业费用。售价比人血白蛋白至少低 20%, 人血白蛋白平均售价 3600 万元/吨。上海莱士 08 年人血白蛋白毛利率 54%, 营业费用率 3.5%
价格 (万元/吨)	2880	2600	2550	
销售收入 (亿元)	3.5	9.1	15.3	
毛利率	57%	57%	57%	
税前利润 (亿元)	2.0	5.2	8.7	
净利润 (亿元)	1.7	4.4	7.4	
EPS 贡献 (元)	0.16	0.43	0.72	

资料来源: 招商证券研究

4、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”生物学活性与血源白蛋白相当, 但产品纯度高达 99.9999%, 高出血源白蛋白 99% 的水平。杂质含量越低, 越有利于疫苗生产过程中的细胞培养。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、Merck 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。

5、我们判断“重组人白蛋白”将引领血源白蛋白产业革命

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, 是一项创新性革命, 未来将陆续引领我国血源白蛋白产业革命。

表2：3个层次重组人白蛋白的产业前景

	等级	用途	审批	国内市场需求及容量	国内外情况
第一层次	培养基级	疫苗生产时、细胞培养基	向 SFDA 提交生产工艺补充申请	未来 3 年达到 80 吨，约 29 亿元	华北制药正在产业化
第二层次	药用辅料级	疫苗和生物制品的保护剂和稳定剂	需 SFDA 审批，与被保护药物一起做临床试验，约需 2 年	目前 30 吨，约 10 亿元。	Merck 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，与被保护药物一起做全部临床试验，约需 3 年以上	约 150 吨，约 54 亿元	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

6、上海莱士正开发重组人凝血因子VIII，也瞄准血液制品产业革命

上海莱士代表了我国血液制品制备的最好工艺和最佳产品质量。根据上海莱士 IPO 募投资投向和 08 年报，公司正在开发基因重组人凝血因子VIII，同样瞄准了血源产品的产业革命。

拜耳公司（Bayer）的基因重组人凝血因子VIII已经上市。全球来看，基因重组血液制品替代血源产品，是必然趋势。

二、核心研发资产新药公司注入，华北制药成为我国生物制药和免疫抑制剂的龙头

公司 09 年 1 月 9 日发布董事会决议公告，拟收购大股东华药集团持有的新药公司 77.84%的股权，华北制药将累计持有新药公司 97.93%的股权，目前新药公司已完成资产审计和评估，近日已开始公示，预计 5 月开始注入。

1、新药公司核心竞争力：研发基础和资源雄厚，具备持续开发自主知识产权新药能力

新药公司菌种库拥有 2 万多种菌株资源以及微生物来源的 300 多个纯化合物，其中有 60 多个全新结构化合物，具备持续开发自主知识产权的生物抗癌药和新免疫抑制剂的强大基础。新药公司每年研发投入 5000 多万元。

✓ 新药公司始建于 1957 年，是我国首批唯一的医药行业国家级企业技术中心，也是我国唯一的 1 家微生物药物研究中心，2008 年位列我国生物医药类国家工程研究中心总分第一名。

- ✓ 2008 年成为十一五国家重大新药创制专项第一批 6 家创新药物企业孵化基地之一，这 6 家企业是：恒瑞医药、华北制药、天士力、石药、上药、浙江医药。
- ✓ 2006 和 2007 年连续两年获得中国自主创新能力行业第一名。
- ✓ 2008 年华北制药新药公司成为国家创新型试点企业。
- ✓ 2000 年成为国家高技术研究发展计划（863 计划）成果产业化基地。
- ✓ 2001 年博士后科研工作站获得国家批准挂牌。
- ✓ 1993 年成为医药行业第 1 家国家认定企业技术中心。

2、新药公司历史成就：

新药公司成功研发的产品有：

- ✓ **基因重组人血白蛋白**：是新药公司的重大代表性成就，已中试成功，正在产业化建设，是未来重磅产品之一。
- ✓ **免疫抑制剂，用于器官移植后的抗排异反应**：已有“环孢菌素 A 胶囊、雷帕霉素、霉酚酸酯、环孢菌素滴眼液”4 个产品上市，待批上市产品“咪唑立宾”等 3 个，公司将成为全球为数不多的拥有微生物发酵产生的全部免疫抑制剂药物生产技术的公司。
- ✓ **生物抗癌药：基于难培养细菌“粘细菌工程菌技术平台”的一系列埃博霉素类抗癌新药**。美国施贵宝公司开发的类似产品“伊沙匹隆”07 年 11 月上市，08 年销售收入已突破 1 亿美元。

新药公司第 1 个“埃博霉素”正在 II 期临床试验，治疗乳腺癌，对紫杉醇耐药的肿瘤细胞具有高疗效，已获得 20 年结构专利和工艺专利，2010 年有望完成全部临床试验，是未来重磅产品之二。第 2 个抗癌新药已完成临床前研究，即将进入临床试验。

- ✓ **基因工程 CHO 乙肝疫苗和 G-CSF、EPO 等生物制药**，已交由集团下属的金坦生物生产，年实现销售收入 1.6 亿元和净利润 4000 多万元。

需要着重指出的是：金坦生物是我国唯一成功降低成本、实现产业化生产的 10ug 和 20 ug CHO 乙肝疫苗生产企业，专门用于乙肝低免疫应答人群。其它生产企业因无法降低成本而放弃。

- ✓ **针对耐药菌的新型抗生素**：1、公司的“去甲万古霉素”是国内独家，与美国礼来公司的“万古霉素”并列为抗生素的最后一张王牌。2、两性霉素 B，国内仅华北制药新药公司与上海新先锋 2 家。

图 1: 新药公司历史成就



资料来源: 招商证券研究

3、新药公司战略领域: 免疫抑制剂+生物抗癌药+高端抗生素

如前面所述: 新药公司已自主研发了全系列微生物来源的免疫抑制剂、建立了成熟的“粘细菌工程菌埃博霉素类抗癌新药”技术平台, 以及孵化新型抗生素的技术平台, 公司发展战略定位在免疫抑制剂、生物抗癌药和高端抗生素三大领域。

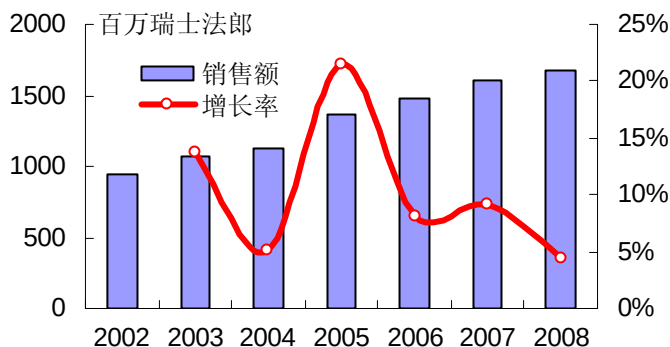
三、我们看好公司免疫抑制剂市场前景

1、我国免疫抑制剂市场增长迅猛、供给相对垄断

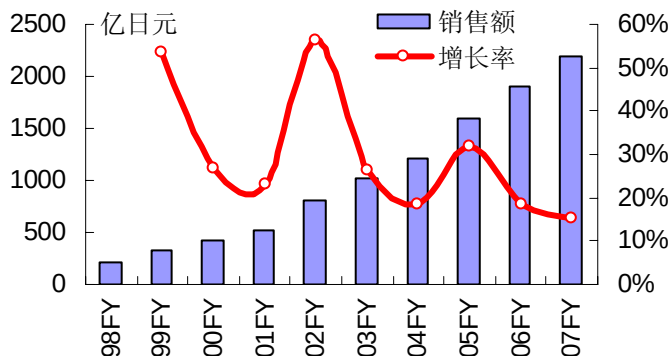
免疫抑制剂药物临床运用正日益广泛, 主要用于器官移植手术后抗排斥反应, 还可用于再生障碍性贫血、白血病、糖尿病肾病的治疗、心脏支架涂层。

器官移植手术和免疫抑制剂药物互相促进、相辅相成, 患者大部分需要 1 年长期或终身用药。我国免疫抑制剂当前市场容量已达到 65 亿元, 年复合增长率超过 30%。其中: 进口药占据 2/3, 国产药仅占 1/3。罗氏的“霉酚酸酯(骁悉)”和日本藤泽的“他克莫司”08 年在中国市场的销售额都超过了 6 亿元。

从供给来看, 我国免疫抑制剂市场基本由罗氏、诺华、藤泽、华北制药和华东医药 5 家垄断。免疫抑制剂 2004 年就已全部进入我国医保报销目录。在新医改、医保付费改革下, 国产免疫抑制剂面临“替代进口”机遇。

图 2: 罗氏公司的霉酚酸酯（骁悉）销售快速增长


资料来源：招商证券研究

图 3: 日本藤泽公司“他克莫司”增长较快


资料来源：招商证券研究

2、华北制药新药公司 4 个免疫抑制剂，具备系列化组合优势

临床上，免疫抑制剂药物通常是二联、三联或四联的联合用药方案，彼此优势互补，而不是互相替代。主要有两类：（1）3 种细胞因子抑制剂：环孢素 A、FK506（他克莫司）和雷帕霉素（西罗莫司、Rapa）。（2）2 种 DNA 合成抑制剂：霉酚酸酯（骁悉）和咪唑立宾（MZR）。

华北制药新药公司已有 4 个免疫抑制剂药物上市，分别是：

- （1）环孢素 A 胶囊和口服液（商品名田可，08 年销售过 1 亿元）。
- （2）雷帕霉素：华药 06 年全球第 2 家、国内第 1 家上市，惠氏同类品种 02 年在中国上市，由于市场推广力度不够，目前惠氏年销售额 7000 万元左右，华药年销售额 1000 多万元。雷帕霉素用量小，与环孢素 A 合用，可以明显降低环孢素 A 的毒副作用。
- （3）华药环孢素 A 滴眼液：是独家适应症和剂型，专用于角膜移植术后、需用药 1 年。
- （4）咪唑立宾：是我国唯一 1 家已获得原料药生产批件，已出口海外。制剂已完成临床试验，正在申报新药证书和生产，其活性和疗效是霉酚酸酯的 50 倍，预计 2010 年获批上市。

华北制药新药公司在研的免疫抑制剂药物有 2 个：

FK506（他克莫司）和 FK501：上市后将进一步发挥联合用药的全系列优势。

3、华北制药免疫抑制剂未来增长潜力：基于品牌和疗效基础上的营销突破

新药公司此前由华药集团控股，以研发为主、以生产销售为辅。虽然公司免疫抑制剂好产品多，临床品牌和疗效突出，但由于营销不力，盈利能力尚未表现出来。2008 年投入研发费用 5000 多万元，实现销售收入 1.6 亿元、净利润 3000 多万元。

未来免疫抑制剂利润增长点：

- ✓ 国内市场扩建专业销售队伍、增加制剂销售。预计年销售复合增长 30%以上。
- ✓ 09 年已开始出口咪唑立宾原料药到南美等国家，未来将增加原料药出口。新药公司正在开发区按照 FDA 标准新建生产车间，09 年底建成，2010 年投产，后续通过 FDA 出口认证后，将开始出口规范市场。
- ✓ 新产品 FK506 和 FK501 上市，进一步发挥联合用药的全系列优势。

四、90 个产品进入国家基本药物目录，面临历史机遇

华北制药有 90 个产品有望进入国家基本药物目录，面临新医改国家加大投入、普及基本用药的历史性增长机遇，公司成立了专门的基本药物部门抓住新医改机遇。

“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。

2008 年，公司普药销售额近 8 亿元，未来基本药物销售有望翻番并贡献利润增长。

五、2011 年生物抗癌新药上市

我们看好华北制药抗癌新药的盈利前景

如前面所述，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。

六、与 DSM 合资合作，VC 和青霉素业务抗周期，获取高毛利高垄断利润

我们的核心观点：

华北制药与 DSM 战略合作方案有利于 DSM 获取低廉成本原料药和中间体，对 DSM 供货价用成本加定价原则、非常有利于激发 DSM 持续注入领先技术降低生产成本，合营双方将掌控全球青霉素和维生素 C 上游和下游市场定价权，双方都将获得高毛利高垄断利润，为华北制药打下坚实业绩基础，摆脱原料药价格周期性波动，集中资源发展生物制药，公司估值水平上升到医药一线股毋庸置疑。

- ✓ **与 DSM 战略合作重大意义之一:** 获取全球青霉素类原料药和中间体市场的定价权, 赢得高毛利高垄断利润, DSM 将很快注入绿色酶法工艺和阿莫西林专有技术。我国青霉素类原料药绝大部分产量只出口到印度 1 个国家, 价格受印度压制长期处于微利和亏损状态, 合营公司由 DSM 控股和 DSM 作为海外独家经销商, 非常有利于借助 DSM 品牌和力量, 获得全球市场定价权, 提高青霉素上游和下游产品价格对华北制药和 DSM 双方都有利。若由华北制药控股, 则达不到获得全球市场定价权的目标。战略合作方案有利于 DSM 获取青霉素低廉成本原料药和中间体, 对 DSM 供货价用成本加定价原则、非常有利于激发 DSM 持续注入领先技术降低生产成本。以市场折扣价给予 DSM 作为青霉素类原料药和中间体的海外市场独家经销商, 有利于激发 DSM 维护其价格处于高位, 最终为双方赢得高毛利高垄断利润。
- ✓ **与 DSM 战略合作重大意义之二:** 短视投资者只看到 VC 高景气度而忽视低迷时期的微利和亏损。08 年和 09 年价格景气较高, 我国 VC 原料药出口以欧美国家为主, 有一定市场定价权。VC 合营公司每年产销量至少增加 3000 吨, 从 1.8 万吨增加到 2.3 万吨, 由华北制药控股 70%, 获得稳定的加工利润。维尔康销售利润仍按 100% 合并报表。合作方案 DSM 每年获取不少于 5000 吨、成本加定价、低廉成本的 VC 原料, 有利于激发 DSM 持续注入领先技术降低生产成本。长期来看, 双方将在 3 年内建 1 个 VC 新厂, DSM 注入一步发酵法, 提高 VC 深加工产品产量和质量, 赢得全球规范市场更强定价权和高毛利利润。
- ✓ **与 DSM 战略合作重大意义之三:** 提升公司治理和管理, 杜绝跑冒滴漏, 华北制药从老国企转型为现代国际化企业。我们认为: 合营公司非常有利于移植跨国巨头 DSM 的先进管理经验, 提升华北制药的管理效率。
- ✓ **与 DSM 战略合作重大意义之四:** 集中优势资源发展空间更巨大的基因生物制药和免疫抑制剂。我们看好公司基因重组人血白蛋白、生物抗癌药和免疫抑制剂的盈利前景。

七、维持业绩预测和“强烈推荐-A”投资评级

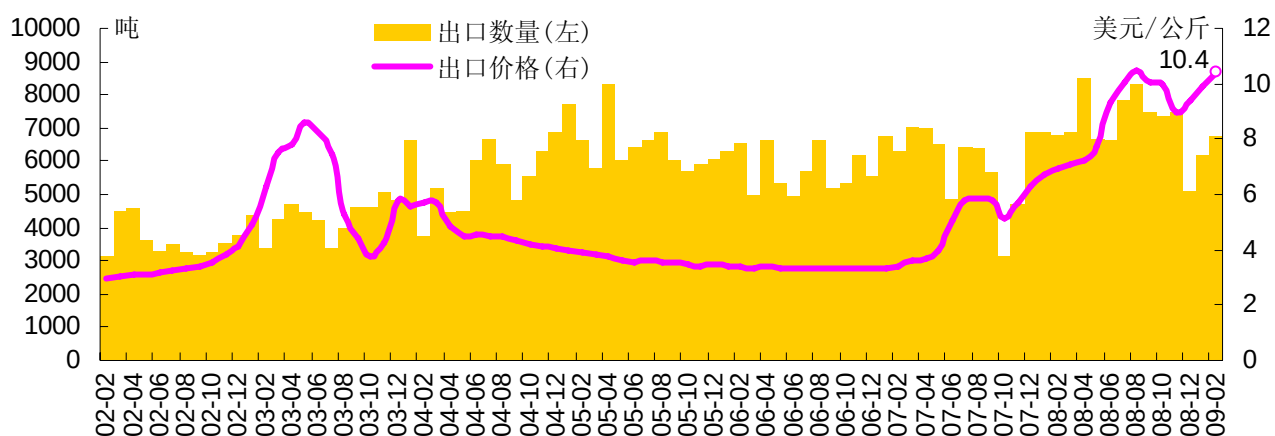
从 08 年第四季度起, 青霉素工业盐和中间体价格持续低迷, 售价徘徊在成本价边缘, 对公司 09 年第一季度业绩形成一定的负面影响, 青霉素价格已无下跌空间, 随时有上涨可能。由于公司 08 年 11 月停产检修, 造成 08 年 12 月和 09 年 1 月 VC 产销量较小, 2 月份开始恢复。

从我们跟踪的海关 VC 价格和出口量来看, 华北制药 08 年出口均价位列行业第一、高达 9.6 美元/公斤, 我国 VC 四大家族(华北制药、维生药业、东北制药和江山制药) 08 年出口量占比 84%, 其它小企业仅占 16%。

小企业作为 VC 新进入者, 普遍只有食品级产品, 没有医药级, 其售价普遍较低, 08 年其均价比四大家族显著低 46%。

华北制药 VC 长单量占比 80%, 今年 2 月已签定, 四大家族价格默契, 供求基本平衡, 我们预计 09 年内 VC 价格将保持目前平稳水平。

图 4: VC 出口价格景气度保持高位



资料来源：海关、招商证券研究

我们维持 09~10 年 EPS 0.50/0.80 元保守业绩预测（表 3），我们看好公司战略重组和转型后的长期增长，维持“强烈推荐—A”评级。

表 3: 2009~2011 年分部盈利预测及说明

	09 年					2010 年	2011 年	预测说明
假定 VC 市场销售价格（美元/公斤）	6.5	7.5	8.5	9.5	10.5	9.5	9.5	假定 VC 销售均价 09 年
维尔康销售净利润(亿元)	1.92	2.75	3.59	4.42	5.26	4.42	4.42	10.5 美元/公斤，2010 年和
贡献 EPS(元)	0.19	0.27	0.35	0.43	0.51	0.43	0.43	2011 年均价 9.5 美元/公斤
加工净利润(亿元)	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	0.41	假定按 15%成本加定价销
贡献 EPS(元)	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	0.04	售给维尔康和 DSM
合资后 VC 总净利润(亿元)	2.33	3.16	4.00	4.83	5.67	4.83	4.83	尚未考虑 DSM 注入新技术
贡献 EPS(元)	0.23	0.31	0.39	0.47	0.55	0.47	0.47	延长 VC 产业链、深加工产
基因重组人白蛋白贡献净利润（亿元）						1.67	4.41	品销往规范市场
EPS 贡献（元）						0.16	0.43	2010 年和 2011 年分别销
新药公司贡献净利润（亿元）					0.35	0.70	1.05	售 12 吨和 35 吨
EPS 贡献（元）					0.03	0.07	0.10	免疫抑制剂品种逐年增多，
90 个基本药物贡献净利润（亿元）					0.35	0.70	1.12	营销加强、快速增长
EPS 贡献（元）					0.03	0.07	0.11	进入部分省市定点生产，放
青霉素业务投资收益(亿元)						0.30	0.30	量销售
EPS 贡献（元）						0.03	0.03	DSM 控股后，注入新技术，
年度 EPS 合计(元)					0.62	0.80	1.14	青霉素业务扭亏为盈

资料来源：招商证券研究

风险提示：我们预计 09 年内 VC 价格将保持目前平稳水平。但 VC 散单报价若有下跌，即使不影响公司 09 年当年业绩实现，也会波及股价。

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	-817.2	161.6	32.5	19.1	12.0
PB	8.1	7.8	6.3	4.7	3.4
EV/EBITDA	45.1	30.9	18.3	14.5	11.0

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，6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。