

李珊珊 0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
徐列海 0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn
吴斌 0755-83271617
wubin@cmschina.com.cn

华北制药 (600812.SH)/13.80元

1季报同比增长369%符合预期，公司价值仍被低估

2010年4月26日

日用消费·医药

目标估值：18元

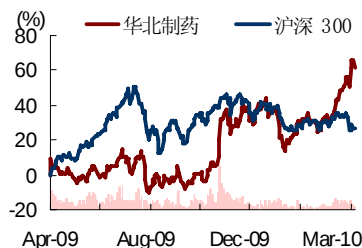
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2984
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	102858
总市值(亿元)	142
流通市值(亿元)	142
每股净资产(MRQ)	0.9
ROE(TTM)	-31.0
资产负债率	87.1%
主要股东	华北制药集团
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	21	61	58
相对表现	24	68	35



相关报告

- 1、华北制药(600812)—4季度EPS 0.13元，2010年业绩有支撑 2010/3/16
- 2、华北制药—内部资产整合提升盈利能力，目标价18元 2010/2/11
- 3、华北制药—收购集团所持凯瑞特股权，资产重组进程加快 2009/12/14
- 4、华北制药—计提资产减值损失6.4亿元导致前3季度大幅亏损 2009/10/31
- 5、华北制药公告点评—冀中能源完成全资控股华药集团，重组有望较快推进 2009/8/4
- 6、华北制药公告点评—冀中能源注资控股华药集团，资本高手掌舵推动重组、战略转型和整体上市 2009/7/1
- 7、华北制药1季报点评—非常时期低调影响1季度业绩释放，预计中报和全年业绩仍将符合预期 2009/4/30
- 8、华北制药—为实现成功转型，09年上半年稳健低调 2009/4/14
- 9、华北制药深度报告—我国生物制药龙头，重组人白蛋白引领产业革命 2009/4/2

公司公布1季报：收入、净利润同比增长48%、369%，EPS 0.13元完全符合预期，各项经营指标持续改善符合前期判断。我们认为华药价值仍被低估，短期经营效率提升、长期业务转型，未来成长空间巨大，维持预计2010年EPS 0.58元及“强烈推荐-A”评级。建议长期投资者积极介入，目标价18元。

- **1季度业绩完全符合预期。**1季度实现收入16亿元、净利润1.3亿元，同比增长48%、369%，季度环比基本持平，EPS 0.13元，每股经营净现金负0.17元。净利率提升至8.4%，参照石药下属的中国制药，我们认为华药现有业务净利率有望提升至10%以上。我们分析，1季度的快速增长主要源于：1、抗生素1季度需求旺盛，制剂业务快速增长；2、内部经营管理效率的大幅提升。
- **各项经营指标持续改善均符合前期判断：**2010年起工人月工资增加600元，毛利率环比下降1.4个百分点，剔除其影响，毛利率实际环比持平；扩充销售队伍、加大广告投入，销售费率环比0.9个百分点；资产结构及内部管理结构调整提升管理效率，管理费率环比下降3.4个百分点；调整债务结构，增加低息长期借款，财务费率同比下降2.8个百分点，环比略升0.3个百分点。
- **预计VC后期价格将以平稳为主。**市场VC出口均价有所下降，2月份约8.5美元/公斤，较09年底下降约10%。但华药VC出口价格自09年底一直维持在10美元/公斤左右，价格波动较小。我们分析：1、VC包括饲料、食品和医药级，价格差别较大，鲁维等VC产品较为低端，出口占比增加拉低出口均价；2、各厂商出口国家各异，价格有一定差异，华药传统出口国包括荷兰、德国、美国等，价格相对较高。
- **华药价值仍被低估：**1、现有业务结构调整，预计2010年制剂收入翻番，比重将由09年的25%提升至40%；2、业务分线管理提高规模效应及管理效率；3、若金坦生物顺利注入及白蛋白项目投产，生物资产2011年预计将贡献EPS 0.2元；4、更长远来看，我们预计公司将上马抗癌药等新项目、具有外部收购兼并的可能性、并存在较大的再融资需求。
- **维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。**维持预计2010-2012年EPS 0.58元/0.82元/1.14元，2010年的业绩贡献主要来自于现有业务的增长及内部经营效率的提升。公司研发实力突出，看好其向生物药、抗肿瘤药等方向转型。我们认为集团“123”战略即是上市公司的发展战略，预计2010-2015年复合增长30%以上，当前股价对应2010年预测PE不足24倍，维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入，目标价18元。主要风险是VC价格下降。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4911	4883	6445	8378	10892
同比增长	16%	-1%	32%	30%	30%
营业利润(百万元)	409	-321	721	1010	1409
同比增长	175%	-178%	-325%	40%	40%
净利润(百万元)	269	-382	601	841	1174
同比增长	344%	-242%	-257%	40%	40%
每股收益(元)	0.26	-0.37	0.58	0.82	1.14
PE	52.7	-37.1	23.6	16.9	12.1
PB	9.7	17.8	11.1	7.3	5.1

资料来源：招商证券

一、1 季度业绩完全符合预期

1 季度实现收入 16 亿元、净利润 1.3 亿元，同比增长 48%、369%，季度环比基本持平，EPS 0.13 元，每股经营净现金负 0.17 元。净利率提升至 8.4%，参照石药下属的中国制药，我们认为华药现有业务净利率有望提升至 10%以上。

我们分析，1 季度的快速增长主要源于：1、抗生素 1 季度需求旺盛，制剂业务快速增长；2、内部经营管理效率的大幅提升。

各项经营指标持续改善均符合前期判断：2010 年起工人月工资增加 600 元，毛利率环比下降 1.4 个百分点，剔除其影响，毛利率实际环比持平；扩充销售队伍、加大广告投入，销售费率环比 0.9 个百分点；资产结构及内部管理结构调整提升管理效率，管理费率环比下降 3.4 个百分点；调整债务结构，增加低息长期借款，财务费率同比下降 2.8 个百分点，环比略升 0.3 个百分点。

各类应收款项有较快增长是由于正常的生产经营所致：1 季度末应收帐款 10.9 亿元，我们认为目前无须担心应收款的资产质量，1 季度应收帐款上升主要是销售规模上升后信用期没的应收款增多；预付款 2.7 亿元主要是新园区建设、预付工程款增加；其他应收款 1.2 亿元主要是应收出口退税款以及股权收购保证金增加。整体来看：1 季度存货、应收账款周转天数同比下降 24 天、44 天，经营效率大幅提升。

债务结构调整，大幅增加低息长期借款：根据年报披露，公司从进出口银行及集团财务获得长期借款年利率仅 0.29%、0.45%。1 季度，公司增加 6.3 亿元长期借款，减少 1.7 亿元短期借款。我们早在年报点评中便判断公司短期内债务总量仍将上升，但增加低息长期借款将降低财务费用。

销售基本归口到母公司下属销售分公司：母公司 1 季度实现收入 15.4 亿元，与合并收入基本一致。目前上市公司收入基本归口到母公司下属销售分公司，整合销售将减少内部竞争消耗、发挥协同效应。

表1：华北制药主要经营指标季度环比分析

百万元	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q1/ 2009Q1 环比增长/ 变化	备注
营业收入	1,196	1,559	1,600	2.6%	抗生素制剂业务快速增长
毛利率	28.5%	31.9%	30.5%	-1.4%	2010 年起生产工人月工资提高 600 元，按 09 年末披露 1.1 万生产工人测算，2010 年 1 季度增加生产成本约 2000 万元，剔除该项影响，实际毛利率 32%，环比持平
销售费率	6.2%	5.6%	6.5%	0.9%	扩充销售队伍、投入广告费用，加大制剂营销力度
管理费率	13.8%	14.4%	11.0%	-3.4%	内部资产整合、结构调整，管理效率大幅提升
财务费率	4.3%	3.0%	3.3%	0.3%	调整借款结构、利率下降及资金使用效率提高，长期借款存量提升
应收账款	762	669	1089	62.9%	收入增长，信用期内应收款上升
预付款项	323	184	272	47.8%	新园区建设预付工程款增加
其他应收款	81	18	123	571.3%	应收出口退税增加及股权收购保证金
短期借款	2757	2970	2808	-5.5%	调整债务结构，增加低息进出口银行、集团财务公司长期借款比重
长期借款	624	975	1600	64.1%	
专项应付款	39	806	820	1.8%	收到土地收储金 8 亿元

资料来源：公司报告、招商证券研究

表2：华北制药2010年1季度合并、母公司报表经营分析

单位：百万元、%	合并报表		母公司报表	
	2010Q1	增长(率)	09Q1	增长(率)
营业收入	1,600	48.1%	1,540	381.7%
毛利率	30.5%	1.2%	12.2%	0.5%
营业费用率	6.5%	0.6%	5.0%	2.4%
管理费用率	11.0%	-2.1%	5.0%	-12.6%
财务费用率	3.3%	-2.8%	2.4%	-10.6%
期间费用率	20.9%	-4.3%	12.5%	-20.7%
营业利润	145	211.3%	100	425.4%
营业利率	9.0%	4.7%	6.5%	0.5%
利润总额	161	249.8%	109	473.6%
利润率	10.1%	5.8%	7.1%	1.1%
实际所得税率	17.1%	-29.6%	0.0%	-0.1%
净利润	129	369.0%	109	473.6%
净利率	8.4%	6.1%	7.1%	1.1%
应收账款周转天数	50.1	-44.0	77.2	-236.9
存货周转天数	74.1	-24.3	27.8	-69.9
每股经营现金流(元)	-0.17	-166.0%	-0.07	-191.8%

资料来源：公司报告、招商证券研究

表3：华北制药单季度、季度累计财务指标分析

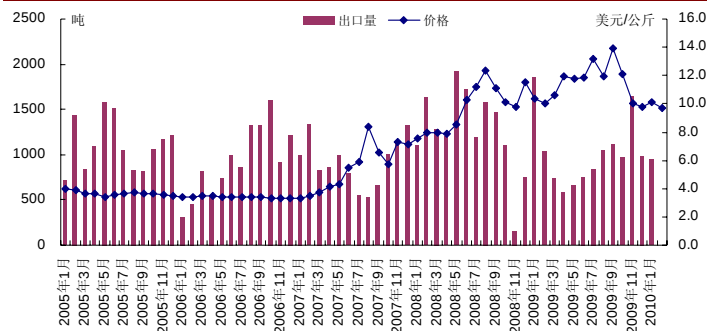
单位：百万元	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	09Q2	09Q3	09Q4	2010Q1	08A	09A
一、营业总收入	899	1078	1157	1108	1088	1233	1349	1241	1080	1048	1196	1559	1600	4911	4883
二、营业总成本	881	1064	1083	1080	1053	1106	1209	1149	1041	986	1787	1419	1457	4517	5233
其中：营业成本	722	800	770	739	791	775	888	795	764	707	856	1062	1112	3249	3388
营业税金及附加	3.6	4.4	6.2	4.1	6.5	5.1	4.3	4.1	4.6	4.2	5.7	5.5	10.2	20.0	20.0
销售费用	44.1	81.6	85.4	80.2	68.3	71.7	63.7	71.9	64.5	73.1	74.3	87.7	104.8	275.5	299.6
管理费用	53.4	82.4	137.3	165.6	112.1	165.0	145.9	128.2	141.5	149.0	165.3	224.6	176.7	551.2	680.3
财务费用	57.8	68.5	77.9	74.3	76.7	89.0	76.1	47.5	66.1	53.0	50.8	46.0	52.7	289.3	215.9
资产减值损失	0.0	26.4	5.9	16.0	-1.1	0.2	31.1	102.2	0.0	-0.2	635.8	-6.7	-0.2	132.4	628.9
三、其他经营收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	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	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	2.2	3.0	3.4	7.1	3.8	5.7	6.1	-0.9	6.9	7.7	5.1	9.9	1.6	14.8	29.6
四、营业利润	20.2	16.8	76.8	35.2	38.1	132.7	146.8	91.2	46.5	69.3	-586.4	149.9	144.6	408.9	-320.8
加：营业外收入	0.2	0.9	0.3	6.2	3.5	2.3	2.0	2.5	0.3	1.1	3.9	47.7	16.8	10.3	52.9
减：营业外支出	0.3	1.9	3.7	6.4	0.5	3.9	1.7	4.9	0.7	1.3	3.1	9.1	0.1	11.1	14.1
五、利润总额	20.1	15.9	73.4	34.9	41.1	131.1	147.1	88.9	46.1	69.1	-585.7	188.5	161.3	408.1	-282.0
减：所得税	4.9	9.3	27.0	28.9	21.8	45.3	59.8	7.3	21.5	22.8	24.6	45.0	27.5	134.2	113.9
六、净利润	15.3	6.5	46.3	6.0	19.2	85.8	87.3	81.6	24.6	46.3	-610.3	143.4	133.7	274.0	-395.9
减：少数股东损益	3.4	5.5	9.1	-4.5	4.2	7.0	3.4	-9.7	-3.0	0.5	-19.7	8.6	4.3	4.9	-13.6
七、归属母公司净利润	11.9	1.0	37.2	10.5	15.1	78.9	83.9	91.3	27.6	45.8	-590.6	134.9	129.4	269.1	-382.3
EPS	0.01	0.00	0.04	0.01	0.01	0.08	0.08	0.09	0.03	0.04	-0.57	0.13	0.13	0.26	-0.37
收入增长率	-9.0%	17.7%	25.3%	-5.6%	21.0%	14.4%	16.7%	12.1%	-0.7%	-15.0%	-11.4%	25.6%	48.1%	15.8%	-0.6%
毛利率	19.7%	25.7%	33.4%	33.2%	27.3%	37.2%	34.2%	35.9%	29.3%	32.5%	28.5%	31.9%	30.5%	33.9%	30.6%
营业利润率	2.2%	1.6%	6.6%	3.2%	3.5%	10.8%	10.9%	7.3%	4.3%	6.6%	-49.0%	9.6%	9.0%	8.3%	-6.6%
净利率	1.7%	0.6%	4.0%	0.5%	1.8%	7.0%	6.5%	6.6%	2.3%	4.4%	-51.0%	9.2%	8.4%	5.6%	-8.1%
营业费率	4.9%	7.6%	7.4%	7.2%	6.3%	5.8%	4.7%	5.8%	6.0%	7.0%	6.2%	5.6%	6.5%	5.6%	6.1%
管理费率	5.9%	7.6%	11.9%	14.9%	10.3%	13.4%	10.8%	10.3%	13.1%	14.2%	13.8%	14.4%	11.0%	11.2%	13.9%
实际税率	24.1%	58.9%	36.8%	82.9%	53.2%	34.5%	40.7%	8.2%	46.7%	32.9%	-4.2%	23.9%	17.1%	32.9%	-40.4%
净利润增长率	708.2%	-102.0%	-186.2%	-87.0%	26.8%	7865.7%	125.4%	772.8%	83.2%	-41.9%	-804.0%	47.7%	369.0%	344.5%	-242.1%

资料来源：公司报告、招商证券研究

二、预计 VC 后期价格将以平稳为主

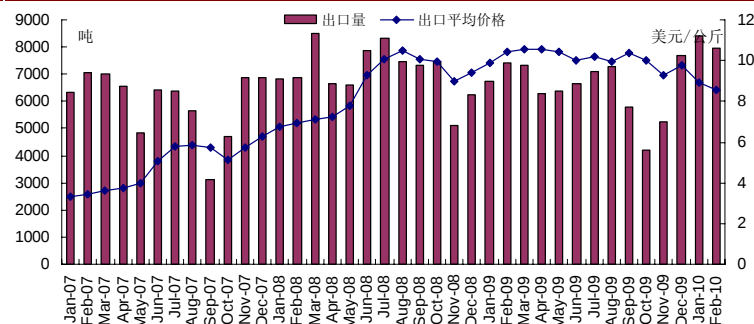
市场 VC 出口均价有所下降，2 月份约 8.5 美元/公斤，较 09 年底下降约 10%。但华药 VC 出口价格自 09 年底一直维持在 10 美元/公斤左右，价格波动较小。我们分析：1、VC 包括饲料、食品和医药级，价格差别较大，鲁维等 VC 产品较为低端，出口占比增加拉低出口均价；2、各厂商出口国家各异，价格有一定差异，华药传统出口国包括荷兰、德国、美国等，价格相对较高。

图1：华北制药VC出口量价图



资料来源：海关数据、招商证券研究

图2：VC 出口量价图



资料来源：海关数据、招商证券研究

VC 市场集中度较高但供大于需，供给格局演变决定 VC 价格走势。需求方面：07 年 VC 全球需求约 12 万吨，需求稳定增长，国外市场需求年化增长约 3~5%，国内市场需求年化增长超过 10%。**供给方面：**国内 VC 产能约占全球 90%，石药、东北制药、华北制药、江山制药及鲁维 5 大家族占据国内 80%以上产能。VC 持续高价位导致产能扩张蠢蠢欲动，据发改委发布数据，05 年全球 VC 产能 15 万吨，国内 12.7 万吨，目前已建、在建 5 万吨，拟建 2.5 万吨。我们判断 VC 产能格局决定 VC 价格走势，而 VC 产能格局则决定于中央与地方政府的政策博弈。

● 中央政府立于大局，力控产能、维护价格

国家支持 VC 价格的举措由来已久，早在 04 年美国诉中国 13 家维生素生产企业协商出口量、合谋定价的案件中，商务部递交意见书表明其在 VC 价格联盟中的主导作用，认为 VC 共同定价属于国家行为，申请反垄断豁免。

09 年 12 月，发改委、工信部等部委联合召开的“抑制产能过剩和重复建设发布会”上，发改委官员表示将从行业准入、投资管理、贸易监管、违规查处等方面，研究制定加强产业运行管理的政策措施：一、严格执行国务院颁布的投资管理政策，停止审批和建设内外资新增 VC 项目，对于已建、在建和已批未建的项目进行清理整顿；二、抓紧制定产业准入标准，严格生产许可证的审查和发放，对违规企业已颁发生产许可证的要依法撤回；三、继续实施出口许可证管理，并抓紧制定出口商品合规生产认证制度，规范经贸流通秩序；四、实行行政问责制，对违纪违规、渎职失职的行为进行严肃处理；五、建立信息发布制度，引导企业加强自律，维护产业健康持续发展。

由于目前 VC 出口实行出口许可证制度，若实行“配额制”，则中央政府能够对 VC 出口起到真正的控制作用，从而极大程度的抑制产能扩张冲动。

● 地方政府拘于现实，有扩产冲动

VC 属于高污染行业，为国家限制投资目录内产品，但出于招商引资为政绩加码、增加财税收入、解决就业等方面原因，不少地方政府批准违规上马 VC 项目。目前，沈阳同联、河南华星药厂、牡丹江高科生化、山东天力药业、山东润鑫、上海迪赛诺、宁夏启元、安徽泰格生物等已公布投资扩产 VC 项目。

发改委产业调查显示，若不对 VC 产业进行规范，2010 年底国内 VC 产能将达到 18 万吨，2012 年底则达到 20 万吨。近期，石药董事长蔡东晨也在提交了将 VC 产能审批权上收国家发改委以及 VC 出口实行配额制的两个提案，若提案被采纳，我们认为现有产能的生存空间极为有限。

基于中央政府的强硬态度，我们判断目前已建、在建及拟建的 7.5 万吨产能最终达产数量将大打折扣，加之环保政策收紧，部分小产能将被淘汰出局，预计未来 VC 将维持当前集中度较高的产业格局。

三、华药价值仍被低估

现有业务收入结构调整：华药过去以原料药为主，制剂收入占比约 25%，09 年下半年成立销售分公司，制剂销售分区管理，预计 2010 年整体制剂业务将实现翻番增长，制剂收入比重将提升至约 40%。制剂比重提升将：1、内部消耗原料药增加，综合毛利率将有所提升；2、原料药价格周期风险弱化。

业务分线管理体现规模效应、提升经营效率：据集团网站披露，09 年公司已完成头孢线资产整合（先是将凯瑞特注入上市公司，后是将北元、凯瑞特、集团制剂公司，头孢项目公司华仁吸收合并倍达公司），2010 年将推进青霉素类、半合青类及维生素类资产整合。当前正进行控股子公司少数股权的回购工作，预计公司未来将参照头孢类整合思路对青类、抗生素类资产整合，生产资源集中和优化将发挥规模化效应，经营团队的统一管理提高管理效率。09 年管理费用率高达 14%，母公司更是达到惊人的 17%。冀中能源进入华药后颁布的“五大禁令”从任职、生产、采购、销售及财务等方面进行改革，通过加薪又充分的调动了员工的积极性，预计经营效率会有大幅提升。

若金坦生物顺利注入及白蛋白项目投产，生物资产 2011 年预计将贡献 EPS 0.2 元：金坦生物用于国家 1 类新药 CHO 乙肝疫苗，09 年净利润 4000 万元以上；培养基级白蛋白项目设计产能 15 吨，按照 3000 万元/吨价格测算，达产后将实现收入 4.5 亿元，B2B 销售，销售费率极低，保守预计 35%净利率测算将贡献净利润 1.6 亿元。

更长远来看，我们预计公司将上马抗癌药等新项目、具有外部收购兼并的可能性、并存在较大的再融资需求：公司研发实力突出，为国家级企业技术中心、微生物药物国家工程研究中心，具有成熟的“粘细菌表达平台”，可生成一系列“埃博霉素类”抗癌药，一类新药全人源抗狂犬病毒抗体注射液进入临床阶段，储备产品丰富。预计抗肿瘤药等项目将陆续上马；我们判断华药集团 2015 年实现收入 300 亿元的“123 战略”即为上市公司的发展战略，我们认为公司在理顺当前内部结构之后，介入外部收购兼并的可能性较大；公司当前债务存量较高，1 季度资产负债率高达 87%（母公司 77%），长远来看大量的新项目投入决定了资金需求量仍会很高，我们判断长远来看存在再融资的需求。

四、维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级

维持预计 2010-2012 年收入同比增长 32%、30%、30%，净利润同比 257%、40%、40%，实现 EPS 0.58 元/0.82 元/1.14 元。

2010 年业绩贡献依靠现有资产的内生式增长及经营效率的提升：1、预计 VC 销量同比增长约 15%，价格同比下降 15%，收入基本持平，贡献 EPS 约 0.42 元；2、制剂实现翻番增长，生产及管理效率提升，财务费用的下降，预计 VC 以外业务贡献 EPS 约 0.16 元。预计 2010 年业绩将体现出季度环比增长。

业务转型贡献 2011 年起体现：目前在建项目包括培养基级人血白蛋白、免疫抑制剂及头孢项目。若金坦生物 2010 年注入上市公司，预计生物板块 2011 年将贡献 EPS 约 0.2 元；头孢项目投产将进一步提升公司制剂收入比重，预计抗生素业务 2011 年贡献 EPS 将超过 0.25 元。公司 2010 年仍会上马新项目，我们判断新项目很可能为抗肿瘤药，新项目贡献将在 2012 年体现。

维持“强烈推荐-A”评级及 18 元目标价：公司研发实力突出，看好其向生物药、抗肿瘤药、免疫抑制剂等方向转型。我们认为集团“123”战略即是上市公司的发展战略，预计 2010-2015 年复合增长 30%以上，当前股价对应 2010 年预测 PE 不足 24 倍，维持“强烈推荐-A”评级，建议长线投资者积极介入，目标价 18 元。

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3574	3633	4884	4875	5711
现金	1228	1631	2788	2157	2207
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	200	300	387	503	654
应收款项	1059	669	419	545	708
其它应收款	62	18	26	34	44
存货	811	799	997	1291	1653
其他	213	216	267	346	444
非流动资产	3464	3668	3596	4798	5406
长期股权投资	324	362	362	362	362
固定资产	2672	2407	2357	3583	4212
无形资产	235	249	224	202	181
其他	233	650	653	651	650
资产总计	7038	7301	8480	9673	11117
流动负债	5344	4496	5021	5425	5922
短期借款	3677	2970	3200	3200	3200
应付账款	592	667	827	1070	1370
预收账款	145	80	109	141	180
其他	931	778	886	1014	1172
长期负债	24	1914	2075	2175	2275
长期借款	14	975	1175	1275	1375
其他	10	939	900	900	900
负债合计	5367	6410	7096	7600	8197
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	263	109	109	109	109
留存收益	170	(340)	140	813	1635
少数股东权益	208	94	106	123	147
母公司所有者权益	1462	797	1278	1951	2772
负债及权益合计	7038	7301	8480	9673	11117

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1086	0	1276	1092	1463
净利润			601	841	1174
折旧摊销			246	298	379
财务费用			173	174	179
投资收益			(20)	(20)	(20)
营运资金变动			499	(358)	(467)
其它			(223)	157	217
投资活动现金流	(140)	(682)	(200)	(1501)	(1001)
资本支出			(200)	(1500)	(1000)
其他投资			(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(183)	65	82	(222)	(411)
借款变动			395	100	100
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(120)	(168)	(352)
其他			(192)	(154)	(159)
现金净增加额	763	(617)	1158	(631)	50

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4911	4883	6445	8378	10892
营业成本	3249	3388	4350	5631	7210
营业税金及附加	20	20	26	34	44
营业费用	276	300	393	545	762
管理费用	551	680	802	1005	1307
财务费用	289	216	173	174	179
资产减值损失	132	629	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	30	20	20	20
营业利润	409	(321)	721	1010	1409
营业外收入	10	53	10	10	10
营业外支出	11	14	10	10	10
利润总额	408	(282)	721	1010	1409
所得税	134	114	108	151	211
净利润	274	(396)	613	858	1198
少数股东损益	5	(14)	12	17	24
母公司所有者净利润	269	(382)	601	841	1174
EPS (元)	0.26	(0.37)	0.58	0.82	1.14

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	16%	-1%	32%	30%	30%
营业利润	175%	-178%	-325%	40%	40%
净利润	344%	-242%	-257%	40%	40%
获利能力					
毛利率	33.9%	30.6%	32.5%	32.8%	33.8%
净利率	5.5%	-7.8%	9.3%	10.0%	10.8%
ROE	18.4%	-47.9%	47.0%	43.1%	42.3%
ROIC	8.7%	-3.0%	13.2%	15.4%	18.0%
偿债能力					
资产负债率	76.3%	87.8%	83.7%	78.6%	73.7%
净负债比率	52.4%	54.5%	51.6%	46.3%	41.2%
流动比率	0.7	0.8	1.0	0.9	1.0
速动比率	0.5	0.6	0.8	0.7	0.7
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.8	0.9	1.0
存货周转率	3.8	4.2	4.8	4.9	4.9
应收帐款周转率	4.1	5.7	11.9	17.4	17.4
应付帐款周转率	5.1	5.4	5.8	5.9	5.9
每股资料(元)					
每股收益	0.26	-0.37	0.58	0.82	1.14
每股经营现金	1.06	0.00	1.24	1.06	1.42
每股净资产	1.42	0.78	1.24	1.90	2.70
每股股利	0.00	0.00	0.12	0.16	0.34
估值比率					
PE	52.7	-37.1	23.6	16.9	12.1
PB	9.7	17.8	11.1	7.3	5.1
EV/EBITDA	75.9	-686.2	63.2	48.6	36.6

分析师简介

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，之前在平安证券，目前为招商证券医药行业分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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

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。