

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

2009年7月1日

## 华北制药 (600812.SH)/8.41元

### 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

日用消费·医药

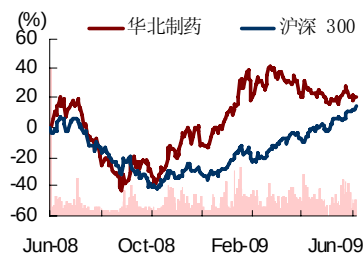
强烈推荐-A (维持)

#### 基础数据

|             |              |
|-------------|--------------|
| 上证综指        | 2959         |
| 总股本 (万股)    | 102858       |
| 已上市流通股 (万股) | 84466        |
| 总市值 (亿元)    | 87           |
| 流通市值 (亿元)   | 72           |
| 每股净资产 (MRQ) | 1.4          |
| ROE (TTM)   | 19.0         |
| 资产负债率       | 76.3%        |
| 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 | 3   | 36  | 12  |
| 相对表现 | -12 | -32 | 7   |



#### 相关报告

- 1、医药行业重点公司 09 年中期业绩前瞻—天坛康美表现最突出，东阿阿胶拐点确立 2009/6/30
- 2、医药行业 2009 年中期投资策略—政策受益、战略转型、立足创新、资产注入四大投资主题 2009/6/15
- 3、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
- 4、华北制药年报点评—为实现成功转型，09 年上半年稳健低调 2009/4/14
- 5、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
- 6、华北制药公告点评—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
- 7、华北制药深度报告—挺立基因生物制药潮头，舍我其谁 2009/2/12
- 8、华北制药公告点评—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

报告原因：公司今日公告，华北制药集团的国有股权全部划归冀中能源，华北制药集团董事长由冀中能源的董事长王社平兼任。

- 华北制药集团董事长换帅，资本高手掌舵，推动资产重组、战略转型和整体上市。6 月 26 日河北国资委决定冀中能源集团董事长王社平兼任华药集团董事长，此次，河北国资委将其持有华药集团 84.55% 的股权全部划归冀中能源，我们估计冀中能源将向华药集团注入不少于 50 亿元资金、控股华药集团，推动华药集团资产重组、产品创新转型和整体上市。此前，有多家战略投资者，比如复星医药等，都拟控股华药集团，最终，花落煤和化工巨头冀中能源。
- 冀中能源集团由金能集团和峰峰集团于 2008 年 6 月重组产生，集团董事长王社平原为金能集团董事长，亲历金能与峰峰的整合，具有丰富的资产重组经验。冀中能源集团 09 年 5 月成功发行 20 亿元公司债券，集团资金较为充裕。早在 09 年 1 月，冀中能源集团、华药集团等 7 家河北省国资委企业就已经签订了以资本为纽带的战略合作协议。冀中能源集团和华药集团同为河北省国资委下属企业，使得重组更易获得政策性支持。
- 冀中能源控股华药集团，是其高起点介入医药产业的开端。冀中能源是河北国资委全资控股子公司，其控股金牛能源 (000937.SH) 57.64% 股份。08 年，冀中能源实现销售收入 420 亿元，税前利润 77 亿元，是颇具实力的煤化工巨头，在煤炭行业综合排名第七位。
- 华北制药集团是我国医药行业的鼻祖型国企，在抗生素、维生素和免疫抑制剂、疫苗、基因工程生物制药等多个领域具备研发创新优势、品牌质量优势、技术储备优势和市场定价权，我们看好公司在新医改背景下，向基因重组生物制药战略转型的发展前景和长期投资价值。我们预计公司今年 8 月初再次启动定向增发，快速推动基因重组人血白蛋白项目产业化。
- 四大巨头价格联盟，VC 价格一直维持高位，同比利润率更高的 VC 仍是华北制药 09 年业绩主要利润增长点，新增合并报表的新药公司的免疫抑制剂和重组人血白蛋白的利润贡献将在 2010 年以后体现，请参阅 09 年华北制药深度研究报告和调研报告。我们维持业绩预测 09~11 年 EPS 0.5、0.8、1.04 和“强烈推荐—A”评级。

#### 财务数据与估值

| 会计年度      | 2007  | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|-----------|-------|------|-------|-------|-------|
| 主营收入(百万元) | 4241  | 4911 | 5309  | 5787  | 6278  |
| 同比增长      | 6%    | 16%  | 8%    | 9%    | 9%    |
| 营业利润(百万元) | 149   | 409  | 756   | 1115  | 1362  |
| 同比增长      | -531% | 175% | 85%   | 48%   | 22%   |
| 净利润(百万元)  | 61    | 269  | 518   | 819   | 1067  |
| 同比增长      | -606% | 344% | 92%   | 58%   | 30%   |
| 每股收益(元)   | 0.06  | 0.26 | 0.50  | 0.80  | 1.04  |
| PE        | 142.9 | 32.1 | 16.7  | 10.6  | 8.1   |
| PB        | 6.9   | 5.9  | 4.4   | 3.1   | 2.2   |

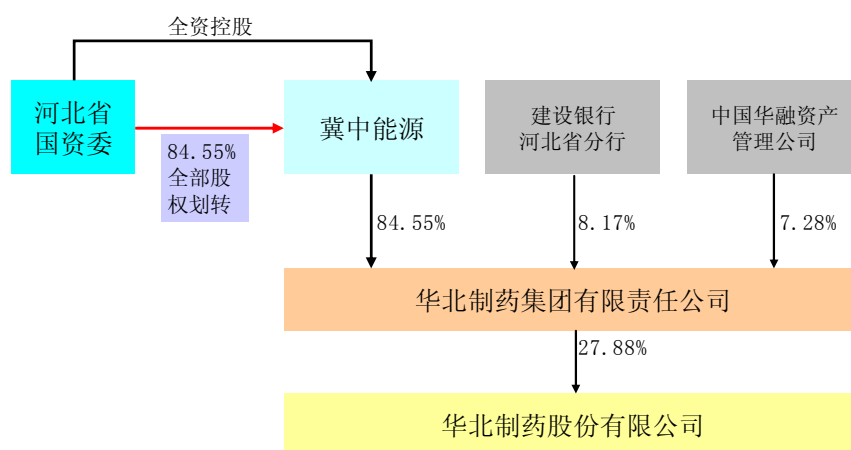
资料来源：招商证券

## 一、华药集团董事长换帅，资本高手掌舵，资产重组、战略转型和整体上市加快

华北制药股份公司今年 3 月 20 日发布与 DSM 战略重组公告，DSM 向集团注入资金、拟参股集团 9.77%，目前正在上报商务部和发改委审批中。

河北国资委将其持有华药集团 84.55%的股权全部划归冀中能源，我们估计冀中能源将向华药集团注入不少于 50 亿元资金、控股华药集团，推动华药集团资产重组、产品创新转型和整体上市。此前，有多家战略投资者，比如复星医药等，都拟控股华药集团，最终，花落煤和化工巨头冀中能源。

图1：华药集团和华药股份最新股权结构图



数据来源：招商证券研究

冀中能源集团由金能集团和峰峰集团于 2008 年 6 月重组产生，集团董事长王社平原为金能集团董事长，亲历金能与峰峰的整合，具有丰富的资产重组经验。冀中能源集团 09 年 5 月成功发行 20 亿元公司债券，集团资金较为充裕。早在 09 年 1 月，冀中能源集团、华药集团等 7 家河北省国资委企业就已经签订了以资本为纽带的战略合作协议。冀中能源集团和华药集团同为河北省国资委下属企业，使得重组更易获得政策性支持。

冀中能源控股华药集团，是其高起点介入医药产业的开端。冀中能源是河北国资委全资子公司，其控股金牛能源（000937.SZ）57.64%股份。08 年，冀中能源实现销售收入 420 亿元，税前利润 77 亿元，是颇具实力的煤化工巨头，在煤炭行业综合排名第七位。

## 二、维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级

华北制药集团是我国医药行业的鼻祖型国企，在抗生素、维生素和免疫抑制剂、疫苗、基因工程生物制药等多个领域具备研发创新优势、品牌质量优势、技术储备优势和市场定价权，我们看好公司在新医改背景下，向基因重组生物制药战略转型的发展前景和长期投资价值。我们预计公司今年8月初再次启动定向增发，快速推动基因重组人血白蛋白项目产业化。

四大巨头价格联盟，VC 价格一直维持高位，同比利润率更高的 VC 仍是华北制药 09 年业绩主要利润增长点，新增合并报表的新药公司的免疫抑制剂和重组人血白蛋白的利润贡献将在 2010 年以后体现，请参阅 09 年华北制药深度研究报告和调研报告。我们维持业绩预测 09~11 年 EPS 0.5/0.8/1.04 和“强烈推荐-A”评级。

## 三、附录：华北制药股份有限公司关于公司大股东国有股权划转的提示性公告

日前，公司接到大股东华北制药集团有限责任公司（以下简称华药集团公司）通知，经河北省人民政府批准，将河北省国资委持有的华药集团公司国有股权全部划转由冀中能源集团有限责任公司持有。冀中能源集团有限责任公司为河北省国资委全资下属企业。华药集团公司股权划转的相关手续正在办理过程中。

本次华药集团公司股权划转不涉及本公司股权变动，本公司实际控制人和大股东不变，仍分别为河北省国资委和华药集团公司。

特此公告。

华北制药股份有限公司

2009 年 6 月 30 日

**附：财务预测表**
**资产负债表**

| 单位：百万元         | 2007        | 2008        | 2009E       | 2010E       | 2011E       |
|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>流动资产</b>    | 3124        | 3574        | 4370        | 5436        | 6778        |
| 现金             | 471         | 1228        | 2050        | 2991        | 4167        |
| 交易性投资          | 0           | 0           | 0           | 0           | 0           |
| 应收票据           | 160         | 200         | 218         | 237         | 257         |
| 应收款项           | 1323        | 1059        | 929         | 1012        | 1098        |
| 其它应收款          | 86          | 62          | 80          | 87          | 94          |
| 存货             | 906         | 811         | 866         | 876         | 918         |
| 其他             | 176         | 213         | 229         | 232         | 243         |
| <b>非流动资产</b>   | 3548        | 3464        | 3202        | 2986        | 2790        |
| 长期股权投资         | 323         | 324         | 324         | 324         | 324         |
| 固定资产           | 2722        | 2672        | 2450        | 2258        | 2082        |
| 无形资产           | 247         | 235         | 212         | 191         | 172         |
| 其他             | 256         | 233         | 216         | 214         | 212         |
| <b>资产总计</b>    | <b>6672</b> | <b>7038</b> | <b>7572</b> | <b>8422</b> | <b>9568</b> |
| <b>流动负债</b>    | 5189        | 5344        | 5350        | 5364        | 5421        |
| 短期借款           | 3566        | 3677        | 3600        | 3600        | 3600        |
| 应付账款           | 691         | 592         | 664         | 672         | 704         |
| 预收账款           | 139         | 145         | 157         | 159         | 167         |
| 其他             | 792         | 931         | 929         | 933         | 951         |
| <b>长期负债</b>    | 27          | 24          | 24          | 24          | 24          |
| 长期借款           | 0           | 14          | 14          | 14          | 14          |
| 其他             | 27          | 10          | 10          | 10          | 10          |
| <b>负债合计</b>    | <b>5216</b> | <b>5367</b> | <b>5374</b> | <b>5388</b> | <b>5445</b> |
| 股本             | 1029        | 1029        | 1029        | 1029        | 1029        |
| 资本公积金          | 256         | 263         | 263         | 263         | 263         |
| 留存收益           | (38)        | 170         | 688         | 1507        | 2574        |
| 少数股东权益         | 209         | 208         | 219         | 235         | 257         |
| 母公司所有者权益       | 1246        | 1462        | 1980        | 2799        | 3866        |
| <b>负债及权益合计</b> | <b>6672</b> | <b>7038</b> | <b>7572</b> | <b>8422</b> | <b>9568</b> |

**现金流量表**

| 单位：百万元         | 2007         | 2008       | 2009E      | 2010E      | 2011E       |
|----------------|--------------|------------|------------|------------|-------------|
| <b>经营活动现金流</b> | 664          | 1086       | 1048       | 1102       | 1328        |
| 净利润            |              |            | 518        | 819        | 1067        |
| 折旧摊销           |              |            | 261        | 239        | 220         |
| 财务费用           |              |            | 162        | 155        | 148         |
| 投资收益           |              |            | (15)       | (15)       | (15)        |
| 营运资金变动         |              |            | 148        | (130)      | (132)       |
| 其它             |              |            | (25)       | 33         | 40          |
| <b>投资活动现金流</b> | (103)        | (140)      | (4)        | (20)       | (20)        |
| 资本支出           |              |            | (20)       | (20)       | (20)        |
| 其他投资           |              |            | 16         | 0          | 0           |
| <b>筹资活动现金流</b> | (740)        | (183)      | (223)      | (140)      | (133)       |
| 借款变动           |              |            | (77)       | 0          | 0           |
| 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             |              |            | (146)      | (140)      | (133)       |
| <b>现金净增加额</b>  | <b>(179)</b> | <b>763</b> | <b>822</b> | <b>942</b> | <b>1175</b> |

资料来源：公司报表、招商证券

**利润表**

| 单位：百万元           | 2007 | 2008 | 2009E | 2010E | 2011E |
|------------------|------|------|-------|-------|-------|
| <b>营业收入</b>      | 4241 | 4911 | 5309  | 5787  | 6278  |
| 营业成本             | 3032 | 3249 | 3493  | 3536  | 3704  |
| 营业税金及附加          | 18   | 20   | 21    | 23    | 25    |
| 营业费用             | 291  | 276  | 297   | 324   | 352   |
| 管理费用             | 439  | 551  | 595   | 648   | 703   |
| 财务费用             | 278  | 289  | 162   | 155   | 148   |
| 资产减值损失           | 48   | 132  | 0     | 0     | 0     |
| 公允价值变动收益         | 0    | 0    | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益             | 16   | 15   | 15    | 15    | 15    |
| <b>营业利润</b>      | 149  | 409  | 756   | 1115  | 1362  |
| 营业外收入            | 8    | 10   | 10    | 10    | 10    |
| 营业外支出            | 12   | 11   | 11    | 11    | 11    |
| <b>利润总额</b>      | 144  | 408  | 755   | 1114  | 1360  |
| 所得税              | 70   | 134  | 226   | 279   | 272   |
| <b>净利润</b>       | 74   | 274  | 528   | 836   | 1088  |
| 少数股东损益           | 14   | 5    | 11    | 17    | 22    |
| <b>母公司所有者净利润</b> | 61   | 269  | 518   | 819   | 1067  |
| <b>EPS (元)</b>   | 0.06 | 0.26 | 0.50  | 0.80  | 1.04  |

**主要财务比率**

|                | 2007  | 2008  | 2009E | 2010E | 2011E |
|----------------|-------|-------|-------|-------|-------|
| <b>年成长率</b>    |       |       |       |       |       |
| 营业收入           | 6%    | 16%   | 8%    | 9%    | 9%    |
| 营业利润           | -531% | 175%  | 85%   | 48%   | 22%   |
| 净利润            | -606% | 344%  | 92%   | 58%   | 30%   |
| <b>获利能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 毛利率            | 28.5% | 33.9% | 34.2% | 38.9% | 41.0% |
| 净利率            | 1.4%  | 5.5%  | 9.8%  | 14.2% | 17.0% |
| ROE            | 4.9%  | 18.4% | 26.1% | 29.3% | 27.6% |
| ROIC           | 4.4%  | 8.7%  | 11.0% | 14.3% | 15.6% |
| <b>偿债能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产负债率          | 78.2% | 76.3% | 71.0% | 64.0% | 56.9% |
| 净负债比率          | 53.7% | 52.4% | 47.7% | 42.9% | 37.8% |
| 流动比率           | 0.6   | 0.7   | 0.8   | 1.0   | 1.3   |
| 速动比率           | 0.4   | 0.5   | 0.7   | 0.9   | 1.1   |
| <b>营运能力</b>    |       |       |       |       |       |
| 资产周转率          | 0.6   | 0.7   | 0.7   | 0.7   | 0.7   |
| 存货周转率          | 3.7   | 3.8   | 4.2   | 4.1   | 4.1   |
| 应收帐款周转率        | 2.9   | 4.1   | 5.3   | 6.0   | 5.9   |
| 应付帐款周转率        | 4.4   | 5.1   | 5.6   | 5.3   | 5.4   |
| <b>每股资料(元)</b> |       |       |       |       |       |
| 每股收益           | 0.06  | 0.26  | 0.50  | 0.80  | 1.04  |
| 每股经营现金         | 0.65  | 1.06  | 1.02  | 1.07  | 1.29  |
| 每股净资产          | 1.21  | 1.42  | 1.93  | 2.72  | 3.76  |
| 每股股利           | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  | 0.00  |
| <b>估值比率</b>    |       |       |       |       |       |
| PE             | 142.9 | 32.1  | 16.7  | 10.6  | 8.1   |
| PB             | 6.9   | 5.9   | 4.4   | 3.1   | 2.2   |
| EV/EBITDA      | 58.3  | 41.4  | 33.4  | 26.0  | 22.7  |

## 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（NICBPB）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

### 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。