

增持(首次)

目标价格:

14.88 元

当前价格:

13.21 元

市场数据

医药生物指数(申万)	4737.63
三个月涨跌幅	23.61%
上证综合指数	3041.54
沪深 300 指数	3466.08

基础数据

每股净资产(元)	0.78
资产负债率(%)	87.80%
总股本(百万)	1028.58
流通股(百万)	1028.58

相对股价表现



相关研究

医药研究小组:

郑一宁(联系人)

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中心 26 楼,200122

http://www.tebon.com.cn

华北制药: 高成长性带来二次腾飞

投资看点:

华北制药基本面出现拐点: 华北制药目前正在整体搬迁,在新的工业园里,华北制药将实现整体的产业升级,产业升级将带来利润的增长,头孢产品有可能替代青霉素工业盐成为公司的支柱,立足之本。

积极布局制剂项目: 公司正在积极准备布局制剂项目,制剂项目也是公司未来的主要利润增长点,公司将在新型免疫制剂,抗肿瘤制剂上发力,成为公司利润的主要来源。

生物制药项目推进进行时: 公司的白蛋白项目正在积极推进,预计年底试车,产能 15 吨。

政策扶持、公司管理和研发优势是亮丽看点: 政策上,河北省出台了《医药产业调整和振兴规划》,华北制药作为重要的医药国企将在河北省产业规划中重点受到资源、政策倾斜;管理上,公司实行集购集销的策略降低了公司的营运成本;研发上,公司的主要研发平台是新药公司,新药公司的科研实力不容小觑。

公司风险提示: 医药产品研发和试验失败风险较高。公司在研项目有可能面临失败风险。公司是维生素 C 生产巨头,目前国际维生素 C 价格大幅下挫,对公司短期的盈利能力造成一定影响。公司的白蛋白项目在政策上,生产上和市场开拓上都存在不确定性,具有一定的风险。另外,公司头孢产品在销售上也存在市场开拓不力的风险。

盈利预测和评级: 预测公司 2010-2012 年每股收益为 0.33, 0.62 和 1.07 元。考虑到公司的生物资产和良好的成长性,根据 2011 年业绩预测,给予 24PE,对应目标股价为 14.88 元,对应 2010 年业绩预测的 PE 为 45 倍。

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2007	2008	2009	2010 E	2011E	2012E
营业收入	4240.59	4910.96	4882.52	6452.25	8719.57	10910.80
收入增幅(%)	6.02%	15.81%	-0.58%	32.15%	35.14%	25.13%
净利润	60.54	269.10	-382.28	339.21	635.93	1097.39
净利增幅(%)	606.07%	344.50%	-242.06%	188.73%	87.48%	72.57%
毛利率(%)	28.49%	33.85%	30.61%	32.00%	33.00%	38.00%
ROE (%)	4.86%	18.40%	-47.95%	29.85%	35.88%	38.24%
EPS(元)	0.059	0.262	-0.372	0.330	0.618	1.067

华北制药基本面出现拐点：华北制药是新中国第一支青霉素诞生之地，青霉素工业盐一直是华北制药的“脊柱”产品。随着青霉素的“没落”，华北制药借助整体搬迁的良机，进行了产业的整体升级，头孢项目将代替青霉素工业盐成为公司的支柱。公司对头孢项目十分重视，被列为 1 号工程，公司将所有的头孢项目整合到华民公司进行运作。公司在头孢项目上投入 20 个亿，购置了世界上最先进的设备进行头孢产品的生产，公司的目前已有头孢生产线在试车，但头孢生产线需要经过 GMP 等相关认证才能实现生产。

公司在头孢产品营销收入的终极目标是达到 80 个亿的销售收入，相对于 300 个亿的市场容量，公司头孢的市场份额将达到 26.7%。目前，公司对于头孢产品的经营策略是单独经营，销售交由公司副总直接管理。公司 2010 年中报披露公司的头孢今年上半年的营销收入为 5.67 亿元。

积极布局制剂项目：从原料药向制剂转型是公司努力的目标，也是公司以后利润的主要来源。公司原来制剂产品收入占比约为 25%将逐渐提升至 50%以上。

新制剂项目是公司的 2 号工程，新制剂项目总投资 26 亿元，全部建成投产后预计可实现年销售收入 130 亿元。新制剂项目主要含免疫抑制药、抗肿瘤药等新药。

制剂项目的意义在于公司内部生产的原料药能直接用于制剂的生产，提高了公司的综合毛利率，其次，可以规避原料药带来的周期性风险，增加公司抗风险能力。

华北制药集团目前共有 64 个品种进入基本药物目录，作为国内老牌的医药企业，具有产品品种齐全，产品质量安全，物美价廉等优点，这些优势将受益基本药物制度的推行。新制剂项目未来将是华北制药利润的主要来源。

生物制药项目推进进行时：公司培养基级基因重组人血白蛋白正在积极推进，预计年底试车，产能 15 吨。人血白蛋白市场供应缺口较大，并且这种局面不会在短时间改善。基因重组人血白蛋白是人血白蛋白的替代产品。至今，在国际上掌握重组白蛋白的厂商也只有三家，日本绿十字、英国 Delta 公司和美国的默克。国内除华北制药外尚无单位能规模化生产重组白蛋白项目。华北制药除培养基级白蛋白外还掌握了更高级别的白蛋白技术，白蛋白产品纯化技术已经达到国际上先进水平。

公司此次试车的培养基级基因重组人血白蛋白已有相关企业 and 公司进行接洽，销售前景看好。

政策扶持、公司管理和研发优势是亮丽看点：政策上，河北省出台了《医药产业调整和振兴规划》，华北制药作为“共和国医药长子”将会在河北省产业规划中重点受到资源、政策扶植。由实力雄厚的冀中能源来重组华北制药正是由河北省委省政府和省国资委积

极推动的。今后，在医药产业整合的大背景下，华北制药的外延式扩张之路也应该会得到政府的支持。

管理上，公司积极推进营销创新。华北制药在组织机构调整时，首当其冲是整合分散的营销资源，组建了销售分公司，并在队伍建设等方面加大了改革力度。实行专业化销售被确定为华药营销工作发展的方向。公司营销整合的好处在于公司所有产品能够实现渠道共享，各个子公司的产品能够利用已有的渠道迅速进入市场。

另外公司加大了对业务代表的培训及管理力度，制定不同的薪酬绩效标准，以激发业务代表的积极性。公司除了采取集销的销售方式外，还采取了集购的采购模式，降低了公司的运营成本。

研发实力是公司另一个亮点，对于一个优秀的公司来说，产品，营销和研发三者缺一不可。公司的研发机构是新药公司。新药公司是获得批准建设的从事微生物药物研究的国家研究中心，同时也是“抗体药物研制国家重点实验室”。公司还承担了大量的国家级课题，科研技术实力雄厚。公司生产的基因重组人血白蛋白即为新药公司的科研成果。新药集团雄厚的研发实力是华北制药成长的内生性动力。

几点预测：金坦生物是由华药集团控股，拥有 70%的股权，华北制药拥有金坦生物 18%的股权。目前金坦生物的采购和销售都由华北制药完成，构成了较多的关联交易。预计华北制药如果要发展生物制药，金坦生物是非常好的一个平台，并且金坦生物的产品和新药公司密切相关，因此我们预测金坦生物极有可能被注入上市公司，一是可以降低华北制药和集团间的关联交易，同时也有利于金坦生物和华北制药生物制品的发展。金坦生物是非常优质的资产，盈利能力良好。

另外，从公司 2010 年中报来看，公司的资产负债率为 86.95%，同时公司处于大量新项目的投入期需要大量的资金，公司因此我们判断公司将会有再融资的需求。

风险提示：从短期来看，公司维生素 C 遭遇了大幅降价的压力，维生素 C 是公司营业收入的主要来源之一，因此短期维生素 C 的降价会影响公司的盈利；从长期来看，医药产品的研发和生产风险较大。公司产品的研发和临床试验存在失败的风险。

在重组白蛋白的项目上还存在不确定性，重组白蛋白目前没有国家标准，药监局需要较长时间进行审批。另外，我国还没有明确基因重组人血白蛋白是否能取代人血白蛋白，未来存在不确定性。

头孢市场竞争激烈，公司的头孢项目在市场开拓和营销手段上存在较大的挑战，存在市场开拓失败的风险。

盈利预测和评级：不考虑公司资产注入等可能性，我们预测公司 2010-2012 年每股收益为 0.33，0.62 和 1.07 元。

2010 年公司的业绩保障还主要来源于现有产品的内生式增长和管理效率的提高，预测维生素产品的收入和去年相比略微增长 5%；制剂收入的比重增加至 35%-40%左右。

2011 年是公司的转型年，公司的业绩将来源于头孢项目的进一步投产，基因重组人血白蛋白，免疫制剂等项目。

2012 年是公司业绩的爆发年，许多新产品的销售收入预计会在 12 年进行释放。

华北制药在产品，研发和营销上均有特长和优势，看好其向生物药、抗肿瘤药、免疫抑制剂等方向转型。我们认为华北制药集团“123”的战略目标，即 2011 年收入达到 100 亿，2013 年收入达到 200 亿，2015 年收入达到 300 亿的规划将大部分由华北制药来贡献。

当前股价对应 2010 年业绩预测 PE 为 40 倍，考虑到华北制药优质资产（生物资产和制剂资产）和良好的成长性，根据 2011 年业绩预测，给予动态 PE24 倍，公司的目标股价为 14.88 元，对应 2010 年的 PE 为 45 倍。

表 1 华北制药财务报表预测 （单位：百万元）

利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	4240.59	4910.96	4882.52	6452.25	8719.57	10910.80
减：营业成本	3032.37	3248.55	3388.19	4387.53	5842.12	6764.70
营业税金及附加	18.33	20.04	20.04	26.48	35.79	44.78
营业费用	291.42	275.54	299.61	387.14	610.37	872.86
管理费用	438.61	551.17	680.30	516.18	697.57	1091.08
财务费用	278.41	289.27	215.85	451.73	488.99	530.36
资产减值损失	48.31	132.38	628.94	269.88	269.88	269.88
加：投资收益	15.75	14.84	29.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	148.89	408.85	-320.84	413.31	774.86	1337.14
加：其他非经营损益	-4.63	-0.71	38.80	0.00	0.00	0.00
利润总额	144.26	408.14	-282.04	413.31	774.86	1337.14
减：所得税	70.15	134.19	113.88	62.00	116.23	200.57
净利润	74.11	273.95	-395.92	351.31	658.63	1136.57
减：少数股东损益	13.57	4.85	-13.65	12.11	22.70	39.18
归属母公司股东净利润	60.54	269.10	-382.28	339.21	635.93	1097.39

资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	364.05	1096.03	1543.97	64.52	131.43	593.50
应收和预付款项	1745.63	1530.18	1179.06	3092.45	2670.34	4479.73

存货	906.44	811.35	799.36	1452.81	1546.02	1926.38
其他流动资产	0.00	0.00	5.72	5.72	5.72	5.72
长期股权投资	322.75	324.18	362.31	362.31	362.31	362.31
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	2877.51	2807.72	2940.20	2081.88	1223.56	365.24
无形资产和开发支出	253.77	261.17	300.17	261.28	222.39	183.50
其他非流动资产	22.69	13.45	9.66	4.83	0.00	0.00
资产总计	6492.83	6844.07	7140.45	7325.80	6161.76	7916.39
短期借款	3565.88	3676.55	2970.43	1866.49	0.00	0.00
应付和预收款项	1423.15	1444.24	1273.43	2211.40	2255.22	2873.28
长期借款	0.00	14.00	975.00	975.00	975.00	975.00
其他负债	48.04	38.89	1030.67	1030.67	1030.67	1030.67
负债合计	5037.06	5173.68	6249.53	6083.57	4260.90	4878.95
股本	1028.58	1028.58	1028.58	1028.58	1028.58	1028.58
资本公积	256.26	263.37	108.80	108.80	108.80	108.80
留存收益	-38.36	170.37	-340.12	-0.91	635.02	1732.41
归属母公司股东权益	1246.48	1462.32	797.26	1136.47	1772.40	2869.79
少数股东权益	209.29	208.08	93.66	105.77	128.47	167.64
股东权益合计	1455.77	1670.39	890.92	1242.23	1900.86	3037.43
负债和股东权益合计	6492.83	6844.07	7140.45	7325.80	6161.76	7916.39

现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
经营性现金净流量	692.86	1374.79	1226.98	-209.02	2036.91	510.08
投资性现金净流量	-102.88	-139.88	-681.82	0.00	0.00	0.00
筹资性现金净流量	-740.48	-182.93	65.27	-1270.42	-1970.01	-48.00
现金流量净额	-156.55	1045.70	608.36	-1479.44	66.91	462.08

投资评级

一、行业评级

推荐 – Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性 – In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避 – Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入 – Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持 – Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 10%-20%
中性 – Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%
减持 – Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。