

## 寒冬已过，暖春可期

华北制药 (600812)

评级: 买入 (首次)

股价: 14.28 元 目标价: 18.00 元

调研报告

2010年11月10日 星期三

### 东海证券新医药研究小组

屈昶、袁舰波

执业证书编号: S0630208010053

执业证书编号: S0630208010052

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药生物行业/化学原料药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

### 重要数据

总股本(亿股) 10.29

流通股本(亿股) 10.29

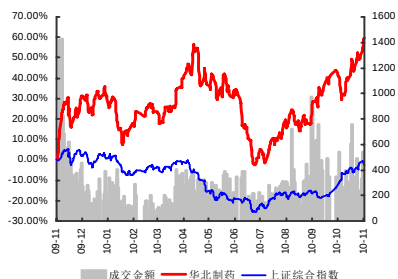
总市值(亿元) 146.78

流通市值(亿元) 146.78

### 市场表现

|      | 绝对涨幅 (%) | 相对涨幅 (%) |
|------|----------|----------|
| 1 个月 | 10.02    | (4.45)   |
| 3 个月 | 37.08    | 16.28    |
| 6 个月 | 17.84    | (0.21)   |

个股相对上证综指走势图



### 投资要点

- **公司正处于战略转型阶段:** 公司是我国最大的抗生素类药品生产企业。2009年6月冀中能入主公司以来,加快了公司内部资产整合的步伐,公司从管理到经营均发生了巨大的变化,历史包袱得以卸下,盈利能力获得提高,发展方向也将以新型头孢、免疫抑制剂、重组人白蛋白等业务为突破口,实现由原料药向化学制剂、生物药升级的战略转型。
- **新头孢及新制剂业务将成为公司近年主要的利润增长点:** 公司的“一号工程”新型头孢系列产品工程9月开始投产,意味着公司跃居我国最大的头孢生产企业。该项目全部投产后年销售收入将达到80亿元,将成为公司近年主要的利润来源。公司的“二号工程”新制剂项目进展也非常顺利,该项目是公司产品实现产业升级的重要保证,全部投产后预计年销售收入130亿元。
- **维生素C价格仍将影响公司短期业绩:** 目前由于主要厂商刚完成夏季停产检修工作,VC国内报价反弹至50元/公斤左右,VC长期价格能否维持较高水平还要看国家是否能出台VC出口配额制度。
- **重组人血白蛋白未来将成为重磅产品:** 重组人血白蛋白利用现代大规模生物发酵技术生产,同人血白蛋白相比,具有纯度高、防污染、可量产等优点。公司目前已经开始药用辅料级重组人血白蛋白的研发工作,并占据明显优势。我们认为辅料级及未来的药用级如能研发成功,受益于国内血制品行业的高景气度,该产品的市场潜力巨大。
- **研发平台新药公司是公司实现产业升级的保证:** 公司旗下的新药公司是国家发改委批准的“微生物药物国家工程研究中心”第一名和国家科技部批准的“抗体药物研制国家重点实验室”第二名,在小分子药物和大分子药物的研发能力上均居于国内领先水平。除了重组人血白蛋白,目前还有全人源抗狂犬病毒抗体等国家I类新药处于临床阶段,产品储备丰富。
- **盈利预测与估值:** 我们认为公司的历史问题基本解决,由原料药向制剂、生物药企业战略转型的目标值得期待,目前正处于业绩的拐点。考虑到公司的内部整合和外延扩张,我们预测公司2010-2012年的EPS分别为0.32元、0.60元、0.96元,给予公司“买入”评级。

## □ 公司正处于战略转型阶段

公司是我国最大的抗生素类药品生产企业，主营产品包括青霉素、半合成青霉素、链霉素、头孢霉素等多种抗生素原料药、中间体、制剂药及维生素 C、维生素 B12 等 350 多个品种。

2009 年 6 月，公司的实际控制人河北省国资委将华药集团 100% 的产权整体划转冀中能源集团有限责任公司。冀中能源入主后，对华药集团提出了“三步走”的战略，即华药集团在 2011 年、2013 年和 2015 年销售收入分别要达到 100 亿元、200 亿元和 300 亿元。作为华药集团旗下最大的子公司，华北制药将成为实现这一目标的主要平台。围绕这一目标，冀中能源从管理到经营对公司进行了一系列整合工作，公司进入战略转型期。

2009 年 8 月，冀中能源直接控股集团财务公司，改善了公司过去财务负担重、融资能力差的局面，提升了公司财务管理和资本运作的的能力。

2009 年 9 月，新一届董事会和管理层上任，有效地提升了公司的管理效率。

2009 年 10 月，启动新头孢及新制剂项目，为公司扩大头孢及制剂产能、实现产业升级的战略转型奠定基础。

2009 年 12 月，全资控股凯瑞特公司，提高了公司在头孢制剂业务上的竞争力水平，加速了公司战略转型和产业升级的步伐。

2009 年底，大额计提各项资产减值准备 6.36 亿元，卸下公司历史包袱。

2009 年底，将母、子公司的销售统一到销售分公司，实现销售的渠道共享。

2010 年 2 月，整体吸收合并北元公司、凯瑞特公司、制剂公司和销售公司，达到了整合公司资源，实现集约高效的管理目标。

2010 年 10 月，华民公司整体吸收合并天翔公司，进一步整合公司头孢生产资源，突出核心业务。

经过一系列的内部整合工作，公司的历史包袱得以卸下，盈利能力获得提升，发展方向也将以新型头孢、免疫抑制剂、重组人白蛋白等业务为突破口，实现由原料药向化学制剂、生物药升级的战略转型。

## □ 新头孢及新制剂业务将成为公司近年主要的利润增长点

头孢类药品的市场需求近年来急剧扩张，公司选择头孢项目不仅能发挥在抗生素领域的传统优势，更是实现公司战略产业升级的必由之路。公司于 2009 年 10 月开工建设的新型头孢项目是公司新园区的“一号工程”，总投资 20 亿元，将按照国内领先、世界一流的标准，建成产业规模大、建设速度快、工艺设备先进、生产效率高、产品质量优的华药集团新园区的样板工程。项目全部投产后年销售收入将达到 80 亿元，利税 13 亿元，相当于再造一个新华药。该项目 9 月已经开始投产，这意味着公司也将跃居我国最大的头孢生产

企业。

公司的“二号工程”拟在新园区占地 330 亩，建筑面积 12.12 万平方米，项目内容包括非青霉素、非头孢类药物的无菌制剂车间、口服制剂车间、保健品制剂车间及其他配套工程。项目总投资 26.1 亿元，建设期一至两年。新制剂项目全部建成投产后，将为公司搭建起集冻干剂、小容量注射剂、片剂、胶囊剂、软胶囊剂和颗粒剂等剂型齐全、生产规模超百亿元的现代化制剂生产平台，将形成青霉素、头孢和非青非头类三个支撑性产品群，使公司的产品结构得到优化，预计可实现年销售收入 130 亿元。

#### □ 维生素 C 价格仍将影响公司短期业绩

目前除了传统的青霉素业务保持稳定外，VC 的价格波动对公司短期业绩仍将造成影响。根据海关数据统计，今年前三季度 VC 的出口均价为 7.5 美元/公斤，相比去年同期的 11 美元/公斤大幅下滑 31.8%。VC 产能过剩的现状在短期内难以改变，VC 价格仍在底部徘徊。目前由于主要厂商刚完成夏季停产检修工作，短期内供给的控制令 VC 价格止跌回升，最新国内报价为 50 元/公斤左右，我们预计这一反弹趋势短期内仍将延续。公司是国内 VC 四大巨头之一，下属的河北维尔康 VC 产能达到 20000 多吨，VC 价格的反弹将对公司业绩形成利好。不过 VC 价格未来能否维持较高水平，主要还是要看国家是否会出台 VC 出口配额制度。

#### □ 重组人血白蛋白未来将成为重磅产品

白蛋白是含量最大、应用最广的血液制品，约占血浆蛋白的 40-60%，广泛用于失血、创伤、烧伤、脑水肿、肝硬化、肾病、肝病、糖尿病、癌症等多种病症的治疗，是临床急救的一种特殊药品，有“生命制品”之称。

由于我国的血制品行业近年保持高景气度，白蛋白的需求呈稳定增长态势，根据南方所的统计，2006-2009 白蛋白的复合增长率为 10.51%，2009 年销售额近 40 亿元。

重组人血白蛋白是利用现代大规模生物发酵技术生产的白蛋白产品。同人血白蛋白相比，重组人血白蛋白不仅纯度更高，而且可以有效地避免人血白蛋白携带病毒的风险，另外还可以解决血源供应的周期性等问题。因此，重组人血白蛋白实现大规模量产在血液制品行业将具有革命意义。

目前重组人血白蛋白产品主要分为三个等级：培养基级、药用辅料级和药用级，市场潜力均非常巨大。

重组人血白蛋白利用现代大规模生物发酵技术生产，同人血白蛋白相比，具有纯度高、防污染、可量产等优点。公司目前已经开始药用辅料级重组人血

白蛋白的研发工作，并占据明显优势。我们认为辅料级及未来的药用级如能研发成功，受益于国内血制品行业的高景气度，该产品的市场潜力巨大。

#### □ 研发平台新药公司是公司实现产业升级的保证

公司旗下的新药公司是公司主要的研发平台。新药公司是国家发改委批准的“微生物药物国家工程研究中心”，近几年连续被评选为第一名；公司同时是国家科技部批准的“抗体药物研制国家重点实验室”，全国共有 10 家，公司位列第 2 位。新药公司在小分子药物和大分子药物研发能力上均居于国内领先水平，在研品种包括全人源抗狂犬病毒抗体等国家 I 类新药。新药公司强大的研发能力是保证公司实现产业升级的重要基础。

- **盈利预测与估值：** 我们认为公司的历史问题基本解决，由原料药向制剂、生物药企业战略转型的目标值得期待，目前正处于业绩的拐点。考虑到公司的内部整合和外延扩张，我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.32 元、0.60 元、0.96 元，给予公司“买入”评级，6 个月目标价为 18 元。

**表 1：公司盈利预测与估值**

| 盈利预测及市场重要数据 | 2008    | 2009     | 2010E   | 2011E     | 2012E     |
|-------------|---------|----------|---------|-----------|-----------|
| 营业收入(万元)    | 491,096 | 488,252  | 901,268 | 1,111,541 | 1,349,789 |
| 增长率         | 15.8%   | -0.6%    | 84.6%   | 23.3%     | 21.4%     |
| 营业利润(万元)    | 40,885  | (32,084) | 43,142  | 81,663    | 132,012   |
| 增长率         | 174.6%  | -178.5%  | --      | 89.3%     | 61.7%     |
| 净利润(万元)     | 26,910  | -38,228  | 32,426  | 61,379    | 99,222    |
| 增长率         | 344.5%  | --       | --      | 89.3%     | 61.7%     |
| 每股净资产(元)    | 1.42    | 0.78     | 1.09    | 1.69      | 2.65      |
| 每股收益(元)     | 0.26    | -0.37    | 0.32    | 0.60      | 0.96      |
| 市盈率(P/E)    | 23.2    | -31.5    | 45.3    | 23.9      | 14.8      |
| 市净率(P/B)    | 4.3     | 15.1     | 13.1    | 8.5       | 5.4       |
| EV/EBITDA   | 8.4     | 12.2     | 31.4    | 20.9      | 14.7      |

资料来源：公司资料，东海证券研究所

**附注:****分析师简介及跟踪范围:**

**屈昶:** 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

**重点跟踪公司:** 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

**袁舰波:** 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

**重点跟踪公司:** 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、科华生物等。

**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 $> 10\%$         |

**三、免责声明**

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

**东海证券研究所**

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122