

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

2009年1月9日

华北制药 (600812.SH)/6.63元

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

日用消费·医药

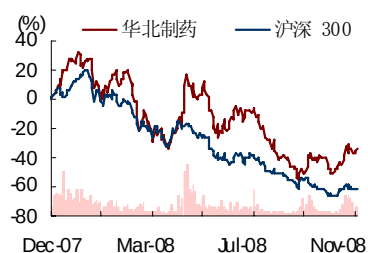
强烈推荐—A(维持)

基础数据

上证综指	1964
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	84466
总市值(亿元)	68
流通市值(亿元)	56
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	21	-34	-31
相对表现	14	17	30



相关报告

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
 2008/12/15

- 我们认为：华北制药收购新药公司股权，将充实公司研发平台和产品线，减少与集团之间的关联交易，提升公司的盈利能力和估值水平，华北制药将跃居“一线股”之列。公司今日发布董事会决议公告称：拟收购大股东华药集团持有的新药公司 77.84% 的股权。我们测算：华北制药将累计持有新药公司 97.93% 的股权，收购完成后，将纳入合并报表。新药公司是“国家级企业技术中心、高技术研究成果产业化基地和微生物药物国家工程研究中心”。后续收购程序将分三步：第一步，新药公司资产评估。第二步，向河北国资委报批。第三步，提交股东大会审议通过。收购价格将按照资产评估结果和国有资产转让相关规定最终确定。
- 新药公司历史悠久、构建了成熟的研发平台和产品线，具备持续快速增长的盈利前景。新药公司前身为 1957 年成立的“华北制药厂中心实验室”，在抗生素、生物制药、免疫抑制剂类药物、小分子化合物等多个领域国内领先，其规模和装备居国内同行之首，现由两位留美博士主持研发，拥有 30 多个药品生产批件，新药公司 2008 年前三季度实现销售收入 4126 万元和利润 254 万元，最新净资产 7156 万元。在研产品中，已有 1 个抗癌新药 08 年 10 月进入 II 期临床试验，后续 2 个新药正在中试。主导产品之一“环孢素 A”年销售额过 1 亿元，毛利率超过 80%。新药公司有一系列优良的免疫抑制剂类药物，如“麦考酚酸酯”等。由新药公司成功开发的“培养级重组人白蛋白”，随着华北制药整体收购新药公司，不再需要支付“独占技术使用许可费”。
- 公司引进 DSM 战略投资者，正在“尾声”推进阶段。我们维持业绩预测：公司 2008~2010 年销售收入将分别同比增长 17%、6% 和 10%，销售毛利率分别同比上升 6.7、1.1 和 2.1 个百分点，净利润分别同比增长 311%、33 和 28%，分别实现 EPS0.24 元、0.32 元和 0.41 元。维持“强烈推荐-A”投资评级。公司收购新药公司、引进 DSM 战略投资者之后，将拥有国内一流的研发平台和产品线，其治理结构、管理水平、产品结构升级等多方面，都将实现全面突破，公司将成为国有制药企业成功战略转型的典范，长期投资者可以给予公司 2010 年 20 倍 PE 估值，未来 12 个月目标价 8 元 (=0.41*20)。

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	4957	5255	5780
同比增长	1%	6%	17%	6%	10%
营业利润(百万元)		149	598	794	1011
同比增长	-82%	-531%	301%	33%	27%
净利润(百万元)	-12	61	249	331	423
同比增长	-94%	-606%	311%	33%	28%
每股收益(元)	-0.01	0.06	0.24	0.32	0.41
PE	-586.0	115.9	28.2	21.2	16.6
PB	5.8	5.6	4.7	3.8	3.1

资料来源：招商证券

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	3264	3655	4418
现金	657	471	500	795	1259
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	172	160	178	189	208
应收款项	1609	1323	1361	1394	1587
其它应收款	126	86	99	105	116
存货	733	906	939	979	1041
其他	133	176	186	194	207
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	6597	6803	7396
流动负债	5582	5189	4813	4614	4689
短期借款	4027	3566	3249	3000	3000
应付账款	683	691	643	670	713
预收账款	88	139	148	154	164
其他	785	792	774	790	812
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	4836	4637	4712
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	256	256	256	256
留存收益	(81)	(38)	211	542	965
少数股东权益	225	209	265	339	434
母公司所有者权益	1204	1247	1496	1827	2250
负债及权益合计	7058	6672	6597	6803	7396

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	571	664	593	739	656
净利润			249	331	423
折旧摊销			248	238	223
财务费用			203	161	157
投资收益			(16)	(16)	(16)
营运资金变动			(143)	(108)	(195)
其它			51	132	64
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)	(523)	(394)	(141)
借款变动			(332)	(249)	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			(191)	(145)	(141)
现金净增加额	118	(179)	29	295	465

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	4957	5255	5780
营业成本	3270	3032	3214	3349	3564
营业税金及附加	16	18	20	21	23
营业费用	236	291	347	368	405
管理费用	316	439	545	578	636
财务费用	244	278	203	161	157
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	598	794	1011
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	593	789	1007
所得税	3	70	288	384	489
净利润	2	74	305	406	517
少数股东损益	14	14	56	74	95
母公司所有者净利润	(12)	61	249	331	423
EPS (元)	(0.01)	0.06	0.24	0.32	0.41

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	1%	6%	17%	6%	10%
营业利润	-82%	-531%	301%	33%	27%
净利润	-94%	-606%	311%	33%	28%
获利能力					
毛利率	18.3%	28.5%	35.2%	36.3%	38.3%
净利率	-0.3%	1.4%	5.0%	6.3%	7.3%
ROE	-1.0%	4.9%	16.7%	18.1%	18.8%
ROIC	1.6%	4.4%	8.2%	9.5%	10.6%
偿债能力					
资产负债率	79.8%	78.2%	73.3%	68.2%	63.7%
净负债比率	57.3%	53.7%	49.2%	44.1%	40.6%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.7
营运能力					
资产周转率	0.6	0.6	0.8	0.8	0.8
存货周转率	3.8	3.7	3.5	3.5	3.5
应收帐款周转率	2.7	2.9	3.7	3.8	3.9
应付帐款周转率	4.7	4.4	4.8	5.1	5.2
每股资料(元)					
每股收益	-0.01	0.06	0.24	0.32	0.41
每股经营现金	0.55	0.65	0.58	0.72	0.64
每股净资产	1.17	1.21	1.45	1.78	2.19
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-586.0	115.9	28.2	21.2	16.6
PB	5.8	5.6	4.7	3.8	3.1
EV/EBITDA	23.1	15.8	10.2	8.9	7.7

研究员简介

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工作了六年，5 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 $\pm 5\%$ 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

免责声明

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。