

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

2009年2月4日

华北制药 (600812.SH)/7.79元

提高业绩预测，战略重组和产业转型为价值型投资品种

日用消费·医药

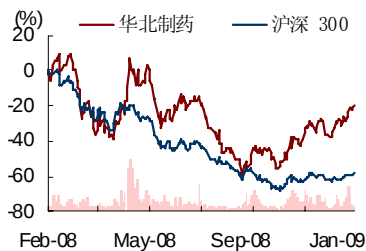
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2061
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	84466
总市值(亿元)	80
流通市值(亿元)	66
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	28	-1	-17
相对表现	12	24	36



相关报告

- 1、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 2008/12/16
- 2、华北制药——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：《第一财经》相关报道。

- **战略重组，通过引进 DSM 战略投资者。**我们预计：公司定向增发和 DSM 合资合作近期将陆续取得实质性进展。据公司 08 年 11 月 21 日股东大会决议公告，华北制药将以每股不低于 5.2 元价格，定向增发 0.5~1.2 亿股，募集资金 6.3 亿元投向：1、4.18 亿元（2/3 资金）用于“培养基用重组人白蛋白”产业化。2、抗生素节能减排，所需资金 2.1 亿元。我们看好公司重组人白蛋白从“疫苗生产所需培养基”逐步提升到“药用辅料”的盈利增长前景，预计 2010 年开始生产和销售白蛋白 5 吨，将贡献销售收入 1.8 亿元和毛利 1 亿元。
- **产业转型之一：收购新药公司，奠定技术和产品线研发支持。**公司 1 月 9 日已公告董事会决议：拟收购大股东华药集团持有的新药公司 77.84% 的股权，将累计持有新药公司 97.93% 的股权。新药公司历史悠久、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，已构建了成熟的研发平台和产品线，多个抗癌新药在临床试验。
- **产业转型之二：公司以与 DSM 股权合资、深度合作为契机，实现 Vc 和抗生素两大主业产业升级、技术和成本领先、下游制剂产品多样化、向规范市场销售转型、树立品牌优势，一步超越国内竞争对手。**健康网 Vc 最新价格在 9 美元/kg 以上，公司 09 年 Vc 同比仍是明显提价效应。09 年公司能较好地消化青霉素工业盐短期价格不利因素，虽然散单报价低位徘徊，但公司调整产品销售结构，少销售工业盐，以生产和销售高毛利下游产品为主。我们预计：公司 2010 年 Vc 和抗生素业务，在 DSM 注入新工艺技术、向下游制剂产品延伸、提供向规范市场销售支持，其毛利率都将明显上升。
- **我们上调公司业绩预测，维持“强烈推荐-A”投资评级。**上调 08 预测从原 EPS0.24 元到 EPS0.29 元。预计 09 年和 2010 年销售收入将分别同比增长 7.6% 和 20%，净利润同比增长 43% 和 45%，分别实现 EPS0.41 元和 0.60 元。**2010 年将是华北制药新的起点，完成战略重组和定向增发、整体搬迁之后，公司治理结构、管理水平、生产工艺、产品结构升级都将明显提升，重组人白蛋白上市销售，新产品梯队形成，公司将实现国有制药企业成功战略转型，按照 2010 年 20 倍 PE 估值，未来 12 个月目标价 12 元（=0.60*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	5438	6412
同比增长	1%	6%	17%	10%	18%
营业利润(百万元)		149	712	1014	1463
同比增长	-82%	-531%	378%	42%	44%
净利润(百万元)	-12	61	297	424	613
同比增长	-94%	-606%	391%	43%	45%
每股收益(元)	-0.01	0.06	0.29	0.41	0.60
PE	-669.4	132.4	27.0	18.9	13.1
PB	6.7	6.4	5.2	4.1	3.1

资料来源：招商证券

表1: 华北制药分产品销售和盈利预测

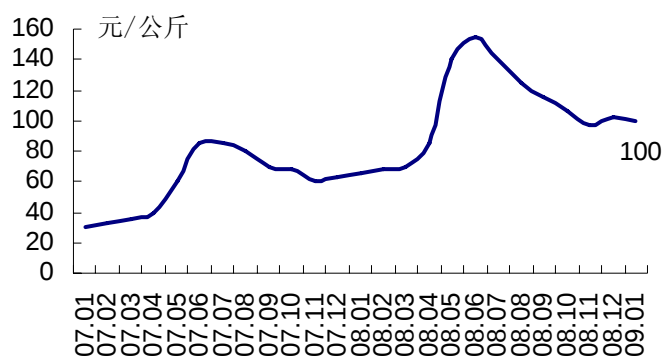
百万元、%、元	2007A	2008E	2009E	2010E
维生素类	760	1320	1700	2150
毛利率	36.0%	55.0%	59.0%	62.5%
毛利贡献	274	726	1003	1344
抗生素类	2496	2621	2590	2950
毛利率	23.9%	28.8%	28.0%	30.4%
毛利贡献	597	755	725	897
白蛋白				180
毛利率				60.0%
毛利贡献				108
其它	848	856	873	917
毛利率	36.6%	36.8%	37.0%	37.1%
毛利贡献	310	315	323	340
销售收入合计	4104	4797	5163	6197
同比+/-%	17.9%	16.9%	7.6%	20.0%
整体销售毛利率	29.4%	37.4%	39.7%	43.4%
毛利合计	1208	1796	2051	2689
同比+/-%	65.5%	48.7%	14.2%	31.1%

备注: 抗生素预测中, 我们尚未考虑华北制药 3 个基础抗生素 (阿莫西林、头孢唑啉和青霉素) 可能在新医改推进中进入定点生产所带来的盈利快速增长。

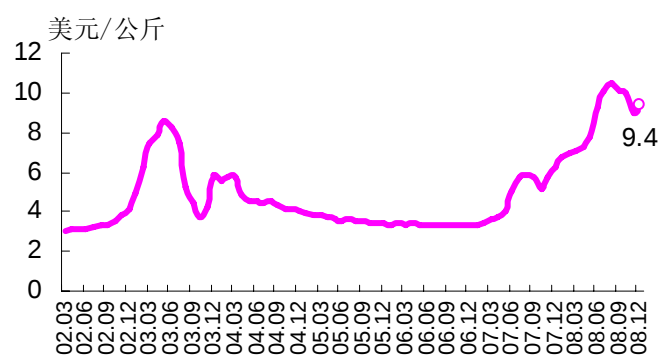
数据来源: 招商证券

维生素 C 和抗生素两大业务是华北制药收入和利润的主要来源

今日《第一财经》报道: 维生素 B12 售价从 08 年 8 月以来腰斩, 涉及企业包括华北制药子公司威可达有限公司。我们认为: 维生素 B12 仅仅是华北制药 400 多个产品中的一个产品, 威可达只是华北制药控股 60% 的子公司, 基本处于微利, 收入占比和利润占比都极小, 因此, 维生素 B12 售价下降对华北制药影响极为有限。

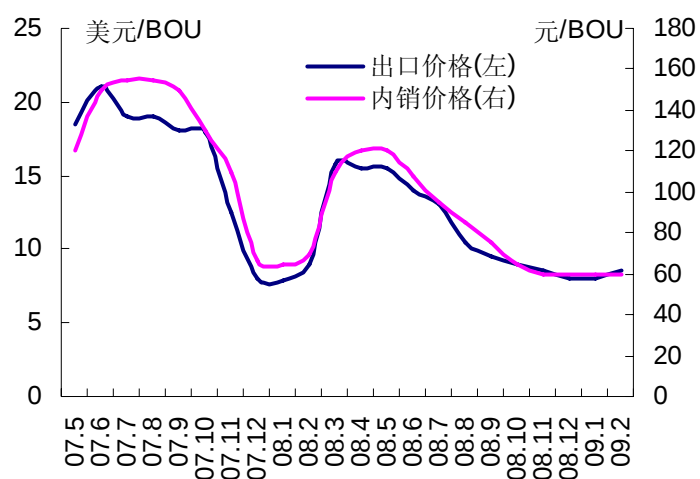
图1: VC内销价格走势


资料来源: 健康网, 招商证券

图2: VC出口价格走势


资料来源: 海关总署, 招商证券

图3：青霉素工业盐内销和出口价格走势



数据来源：海关总署，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	3225	3793	4818
现金	657	471	500	884	1430
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	172	160	178	196	231
应收款项	1609	1323	1361	1441	1759
其它应收款	126	86	99	109	128
存货	733	906	907	972	1059
其他	133	176	180	193	210
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	6558	6941	7796
流动负债	5582	5189	4715	4605	4711
短期借款	4027	3566	3190	3000	3000
应付账款	683	691	621	665	725
预收账款	88	139	143	153	167
其他	785	792	762	787	819
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	4739	4628	4734
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	256	256	256	256
留存收益	(81)	(38)	259	662	1274
少数股东权益	225	209	276	366	503
母公司所有者权益	1204	1247	1544	1947	2558
负债及权益合计	7058	6672	6558	6941	7796

现金流量表

单位：百万元	2006	2007	2008E	2009E	2010E
经营活动现金流	571	664	648	768	737
净利润			297	403	612
折旧摊销			248	238	223
财务费用			199	160	156
投资收益			(16)	(16)	(16)
营运资金变动			(143)	(175)	(360)
其它			61	157	122
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)	(578)	(335)	(140)
借款变动			(391)	(190)	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			(187)	(145)	(140)
现金净增加额	118	(179)	29	384	547

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	5438	6412
营业成本	3270	3032	3103	3279	3629
营业税金及附加	16	18	20	22	26
营业费用	236	291	347	381	449
管理费用	316	439	545	598	705
财务费用	244	278	199	160	156
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	712	1014	1463
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	708	1009	1459
所得税	3	70	344	491	709
净利润	2	74	364	519	750
少数股东损益	14	14	67	95	137
母公司所有者净利润	(12)	61	297	424	613
EPS (元)	(0)	0.06	0.29	0.41	0.60

主要财务比率

	2006	2007	2008E	2009E	2010E
年成长率					
营业收入	1%	6%	17%	10%	18%
营业利润	-82%	-531%	378%	42%	44%
净利润	-94%	-606%	391%	43%	45%
获利能力					
毛利率	18.3%	28.5%	37.4%	39.7%	43.4%
净利率	-0.3%	1.4%	6.0%	7.8%	9.6%
ROE	-1.0%	4.9%	19.3%	21.5%	23.7%
ROIC	1.6%	4.4%	9.4%	11.3%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	79.8%	78.2%	72.3%	66.4%	60.5%
净负债比率	57.3%	53.7%	48.6%	43.2%	38.3%
流动比率	0.6	0.6	0.7	0.8	1.0
速动比率	0.5	0.4	0.5	0.6	0.8
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	3.4	3.5	3.6
应收帐款周转率	2.7	2.9	3.7	3.9	4.0
应付帐款周转率	4.7	4.4	4.7	5.1	5.3
每股资料(元)					
每股收益	-0.01	0.06	0.29	0.41	0.60
每股经营现金	0.55	0.65	0.63	0.77	0.72
每股净资产	1.17	1.21	1.50	1.91	2.51
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
估值比率					
PE	-669.4	132.4	27.0	18.9	13.1
PB	6.7	6.4	5.2	4.1	3.1
EV/EBITDA	32.2	22.1	12.8	10.5	8.1

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（NICBP）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

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±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。