

徐列海
010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn
张明芳
010-88087423
zhangmf@cmschina.com.cn

2009年8月4日

华北制药(600812.SH)/8.92元

冀中能源完成全资控股华药集团，重组有望较快推进

日用消费·医药

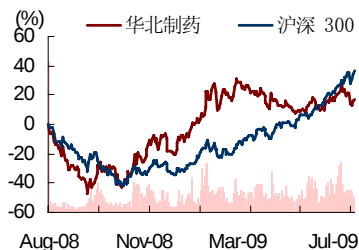
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3463
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	84466
总市值(亿元)	92
流通市值(亿元)	75
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	2	15	13
相对表现	-12	-64	-20



相关报告

- 1、医药周报(2009.07.06-7.10)——桂林三金上市有望带动板块整体上扬 2009/7/6
- 2、华北制药公告点评——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 2009/7/1
- 3、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
- 4、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
- 5、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
- 6、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
- 7、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

报告原因：公司8月4日公告河北省国资委对华药集团出资比例调整为100%，华融资产调整为0，河北省国资委将华药集团100%股权划转给冀中能源，冀中能源完成全资控股华药集团。

- 冀中能源完成全资控股华药集团符合预期。我们早在7月6日的医药周报便提示冀中能源将100%控股华药集团。6月26日冀中能源董事长王社平兼任华北制药集团董事长，7月1日河北省国资委将所持华药集团95.13%划拨至冀中能源，冀中能源仅用1个余月便完成了对华药集团的全资控股，足见河北省国资委对此次重组的决心与支持。随着全资控股的完成，我们预计冀中能源将加快推进华药集团资产重组及整体上市。
- 受青霉素工业盐业务拖累，预计中期业绩同比略有下降。青霉素工业盐价格08年3月的国内报价为120元/BOU，出口报价16美元/BOU，此后价格一路走跌，09年7月国内报价仅51元/BOU，出口报价6.8美元/BOU。09年上半年青霉素业务亏损幅度高达5000万元左右，受此影响，预计上半年实现EPS约0.08元。
- 我们重申公司向生物制药战略转型的发展前景和长期投资价值。基因重组人血白蛋白产业化项目及与DSM合资合作仍加速推进。华药集团整体上市方向不变，并有望随着冀中能源的入主而加速推进。作为我国医药行业的鼻祖型国企，华药集团在抗生素、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。
- 公司8月15日公布中报，若股价受中报业绩影响而有所回落，我们认为正是介入时机：1、四大家族价格联盟，VC价格有望继续维持高位。2、青霉素工业盐价格目前处于历史低位，未来有望触底反弹。高利润率的VC仍是华北制药09年业绩的主要利润增长点，免疫抑制剂及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。维持09~11年EPS 0.5元、0.8元及1.04元的业绩预测及“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	755	1114	1358
同比增长	531%	175%	85%	47%	22%
净利润(百万元)	61	269	517	818	1064
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	151.6	34.1	17.7	11.2	8.6
PB	7.4	6.3	4.9	3.6	2.8

资料来源：招商证券

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3124	3574	4267	5168	6188
现金	471	1228	1946	2723	3576
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
非流动资产	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
资产总计	6672	7038	7469	8154	8978
流动负债	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
长期负债	27	24	24	24	24
长期借款	0	14	14	14	14
其他	27	10	10	10	10
负债合计	5216	5367	5374	5388	5445
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	263	263	263	263
留存收益	(38)	170	584	1239	1984
少数股东权益	209	208	219	235	257
母公司所有者权益	1246	1462	1876	2531	3276
负债及权益合计	6672	7038	7469	8154	8978

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	664	1086	1048	1102	1328
净利润			517	818	1064
折旧摊销			261	239	220
财务费用			162	157	151
投资收益			(15)	(15)	(15)
营运资金变动			148	(130)	(132)
其它			(25)	33	40
投资活动现金流	(103)	(140)	(4)	(20)	(20)
资本支出			(20)	(20)	(20)
其他投资			16	0	0
筹资活动现金流	(740)	(183)	(327)	(305)	(455)
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			(103)	(164)	(319)
其他			(146)	(142)	(136)
现金净增加额	(179)	763	718	777	853

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
营业收入	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	157	151
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
营业利润	149	409	755	1114	1358
营业外收入	8	10	10	10	10
营业外支出	12	11	11	11	11
利润总额	144	408	754	1113	1357
所得税	70	134	226	278	271
净利润	74	274	528	835	1086
少数股东损益	14	5	11	17	22
母公司所有者净利润	61	269	517	818	1064
EPS (元)	0.06	0.26	0.50	0.80	1.04

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	6%	16%	8%	9%	9%
营业利润	531%	175%	85%	47%	22%
净利润	606%	344%	92%	58%	30%
获利能力					
毛利率	28.5%	33.9%	34.2%	38.9%	41.0%
净利率	1.4%	5.5%	9.7%	14.1%	16.9%
ROE	4.9%	18.4%	27.6%	32.3%	32.5%
ROIC	4.4%	8.7%	11.2%	14.9%	16.9%
偿债能力					
资产负债率	78.2%	76.3%	72.0%	66.1%	60.7%
净负债比率	53.7%	52.4%	48.4%	44.3%	40.3%
流动比率	0.6	0.7	0.8	1.0	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.8	1.0
营运能力					
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
每股资料(元)					
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	1.82	2.46	3.18
每股股利	0.00	0.00	0.10	0.16	0.31
估值比率					
PE	151.6	34.1	17.7	11.2	8.6
PB	7.4	6.3	4.9	3.6	2.8
EV/EBITDA	58.4	41.5	33.4	26.1	22.8

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。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

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。