

张明芳 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn
 徐列海 010-88087800
 xuliehai@cmschina.com.cn
 吴斌 010-88088570
 wubin@cmschina.com.cn

2009年8月25日

华北制药(600812.SH)/8.28元

集团财务公司重组启动，转为冀中能源控股

日用消费·医药

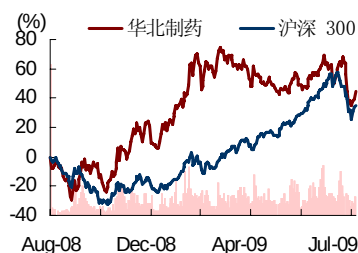
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2993
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	102858
总市值(亿元)	85
流通市值(亿元)	85
每股净资产(MRQ)	1.4
ROE(TTM)	17.8
资产负债率	79.2%
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	-12	-15	35
相对表现	0	-55	1



相关报告

- 1、华北制药中报点评—董事会提前换届，资产重组和整体上市正在加快 2009/8/17
- 2、华北制药公告点评—冀中能源完成全资控股华药集团，重组有望较快推进 2009/8/4
- 3、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
- 4、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
- 5、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
- 6、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
- 7、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

公司今日公告，集团财务公司股权重组，由原来下属 6 家子公司分散持有转为冀中能源控股。财务管理和财务负担一直是制约集团和上市公司发展的瓶颈。我们判断集团财务重组正式启动，为后续紧接的医药资产重组和集团整体上市作准备，调整 09 年业绩预测，维持“强烈推荐—A”评级。

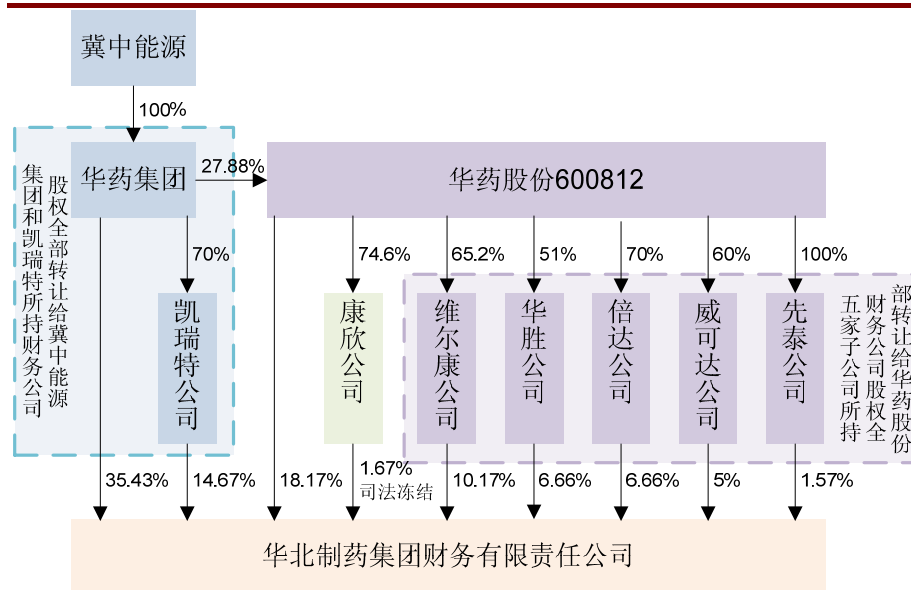
- 集团财务公司股权重组，由原来华北制药及其子公司分散持有转为冀中能源控股。我们判断集团财务重组正式启动，为后续紧接的医药资产重组和集团整体上市作准备。财务管理能力较差、财务负担过重，一直是制约集团和上市公司发展的瓶颈。2006~2008 年，华北制药财务费用分别高达 2.4 亿元、2.8 亿元和 2.9 亿元；上市公司每年支付给集团的各项费用高达 6000 万元、8000 万元和 1.2 亿元。财务公司股权重组之前，股权结构松散、复杂，由华北制药及其子公司分散持有，此次重组后，冀中能源直接控股集团财务公司。冀中能源、华北制药分别直接持有财务公司 50.1%和 48.23%股权，华北制药子公司康欣所持财务公司 1.67%股权因被司法冻结而暂时无法转让。
- 我们预测冀中能源 09 年可能加强财务管理、对华北制药历史坏账进行集中清理，因此下调 09 年业绩预测至 0.2 元。根据 09 年中报披露：3 年以上应收账款余额高达 6.3 亿元，仅计提坏账准备 1.8 亿元，计提比率 28%明显偏低。冀中能源对上市公司历史遗留应收账款进行清理乃情理之中。基于此，我们下调 09 年业绩预测至 0.2 元，维持 2010~2011 年 EPS 0.8 元、1.04 元的业绩预测。
- 维持预计资产重组和整体上市将较快推进，维持“强烈推荐—A”评级。冀中能源自入主华药集团短短两个月来即雷厉风行、大刀阔斧地先后进行了全资控股华药集团、修改公司章程，改组董事会和控股集团财务公司 3 件大事，我们期待 8 月 31 日董事会换届以后资产重组和整体上市步伐加快。我们看好公司向生物制药战略转型及华药集团重组之后轻装上阵、整体上市的盈利增长前景。

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	308	1115	1364
同比增长	-531%	175%	-25%	262%	22%
净利润(百万元)	61	269	210	819	1068
同比增长	-606%	344%	-22%	289%	30%
每股收益(元)	0.06	0.26	0.20	0.80	1.04
PE	141.0	31.7	40.6	10.4	8.0
PB	6.8	5.8	5.2	3.7	2.8

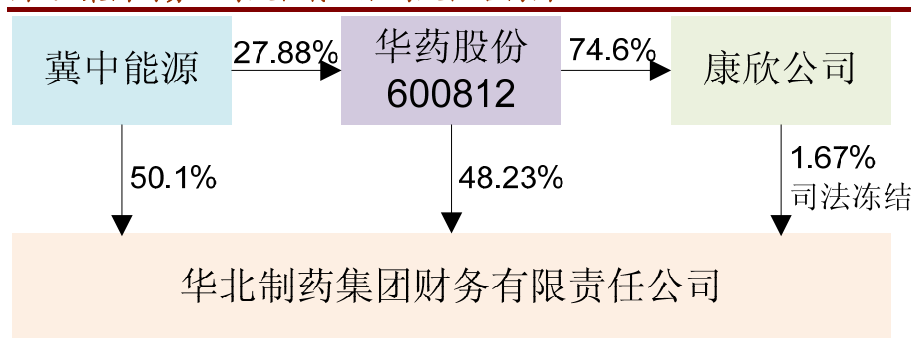
资料来源：招商证券

图1: 财务公司股权转让前的股权结构图



数据来源: 公司公告, 招商证券研究

图2: 集团财务公司股权转让后的股权结构图



数据来源: 公司公告, 招商证券研究

表 1: 应收账款帐龄分析

百万元	09H				期初余额			
	金额	占比	坏帐准备	计提比例	金额	占比	坏帐准备	计提比例
一年以内	572.3	41%	20.2	4%	430.7	35%	20.3	5%
一至二年	110.3	8%	3.6	3%	106.2	9%	3.6	3%
二至三年	77.7	6%	7.5	10%	77.1	6%	7.5	10%
三年以上	632.5	45%	175.2	28%	632.7	51%	175.2	28%
合计	1,392.9	100%	206.5	15%	1,246.7	100%	206.6	17%

资料来源: 公司报表, 招商证券研究

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	4015	4917	5939
现金	471	1228	2050	3016	3918
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	573	469	509
其它应收款	86	62	80	87	94
存货	906	811	866	876	917
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	7217	7903	8729
流动负债	5189	5344	5350	5364	5420
短期借款	3566	3677	3600	3600	3600
应付账款	691	592	664	672	703
预收账款	139	145	157	159	167
其他	792	931	929	933	950
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	5444
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	263	263	263	263
留存收益	(38)	170	339	994	1742
少数股东权益	209	208	212	229	251
母公司所有者权益	1246	1462	1631	2286	3034
负债及权益合计	6672	7038	7217	7903	8729

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	664	1086	1090	1290	1377
净利润			210	819	1068
折旧摊销			261	239	220
财务费用			162	155	149
投资收益			(15)	(15)	(15)
营运资金变动			148	541	(75)
其它			324	(450)	30
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)	(265)	(304)	(454)
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			(42)	(164)	(321)
其他			(146)	(140)	(134)
现金净增加额	(179)	763	822	966	903

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	3701
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	1043	648	703
财务费用	278	289	162	155	149
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	308	1115	1364
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	307	1114	1363
所得税	70	134	92	279	273
净利润	74	274	215	836	1090
少数股东损益	14	5	4	17	22
母公司所有者净利润	61	269	210	819	1068
EPS (元)	0.06	0.26	0.20	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%	-25%	262%	22%
净利润	-606%	344%	-22%	289%	30%
获利能力					
毛利率	28.5%	33.9%	34.2%	38.9%	41.1%
净利率	1.4%	5.5%	4.0%	14.2%	17.0%
ROE	4.9%	18.4%	12.9%	35.8%	35.2%
ROIC	4.4%	8.7%	6.0%	15.5%	17.5%
偿债能力					
资产负债率	78.2%	76.3%	74.5%	68.2%	62.4%
净负债比率	53.7%	52.4%	50.1%	45.7%	41.4%
流动比率	0.6	0.7	0.8	0.9	1.1
速动比率	0.4	0.5	0.6	0.8	0.9
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	6.5	11.1	12.8
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	0.20	0.80	1.04
每股经营现金	0.65	1.06	1.06	1.25	1.34
每股净资产	1.21	1.42	1.59	2.22	2.95
每股股利	0.00	0.00	0.04	0.16	0.31
估值比率					
PE	141.0	31.7	40.6	10.4	8.0
PB	6.8	5.8	5.2	3.7	2.8
EV/EBITDA	60.5	43.0	55.8	27.0	23.5

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。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，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。