

医药研究小组

联系人:

徐列海 010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn

2009年12月14日

华北制药(600812.SH)/11.79元

收购集团所持凯瑞特股权，资产重组进程加快

日用消费·医药

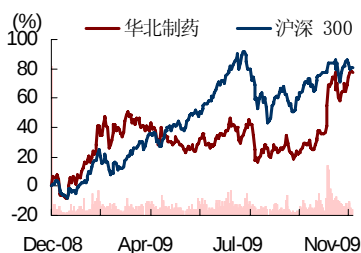
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3247
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	102858
总市值(亿元)	121
流通市值(亿元)	121
每股净资产(MRQ)	0.6
ROE(TTM)	-68.2
资产负债率	89.5%
主要股东	华北制药集团
主要股东持股比例	27.9%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	31	43	71
相对表现	28	22	-4



相关报告

- 1、华北制药—计提资产减值损失 6.4 亿元导致前 3 季度大幅亏损 2009/10/31
- 2、华北制药—清理应收款项提升资产质量，前 3 季度预亏不超过 5.5 亿元 2009/10/16
- 3、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
- 4、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
- 5、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
- 6、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
- 7、华北制药—为实现成功转型，09 年上半年稳健低调 2009/4/14
- 8、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

公司董事会决议公告：拟不超过 10333 万元收购华药集团所持凯瑞特 70%股权，该股权评估价为 9394 万元，收购 PB 1.24~1.37 倍，收购后将全资控股凯瑞特；拟增加药物批发，化工产品、煤炭等批发零售等经营范围。我们预计公司资产重组、整体上市进程将加快，维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。

- **收购凯瑞特 70%股权，充实头孢制剂产品线。**公司原持有凯瑞特 30%股权，此次拟收购华药集团所持凯瑞特 70%股权，收购后将全资控股凯瑞特。凯瑞特 70%股权评估价为 9394 万元，公司拟出价不超过 10333 万元，预计收购 PB 1.24~1.37 倍。凯瑞特前身为华药集团和安万特 1995 年组建的合营公司，安万特 03 年退出，公司 08 年收入、净利润分别为 7070 万元、427 万元，同比分别增长了 21%、5%。主要产品为头孢噻肟钠、头孢吡肟，其中头孢噻肟钠 08 年样本医院销售占比高达 35.6%，华药集团合计占比 56%。
- **资产重组进程加快，抗感染类制剂资产有望提前注入。**华药集团共有 64 种药物进入基本药物目录，集团将致力于打造基本用药市场第一供应商，未来制剂的销售比重将由目前的 25%提高到 50%以上。目前主要抗感染类制剂资产尚未注入上市公司，优势产品包括去甲万古霉素、青霉素 G 钠、阿莫西林/克拉维酸钾、头孢孟多、头孢米诺等，08 年样本医院销售占比分别为 71.5%、57.9%、25.4%、15.7%和 12.7%。华北制药已成立了销售分公司，对松散型的营销体制进行改革，引进外部人才，所有产品集中销售、一致对外，有效提高了营销效率。我们预计集团将加快向上市公司注入其抗感染类制剂资产，打造华北制药“原料药、制剂上下游一体化生产+整合营销”的完整产业链。
- **调增经营范围，增加药物、化工产品、煤炭等批发零售。**集团计划未来每年至少投入 5 亿资金，打造抗感染类、免疫抑制剂、生物制品等领域领导品牌。我们分析：“品牌战略+整合营销”下，公司利用渠道优势带动其他药品销售将有利于集团打造基本用药第一供应商、实现 2015 年 300 亿元的销售目标。
- **维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。**预计 09 年 EPS 负 0.37 元，2010~2011 年净利润同比增长 256%、34%，实现 EPS 0.58 元、0.78 元。我们看好华药资产重组、战略转型，走过当前因历史坏账计提而造成的低点后的盈利大幅增长，当前正值拐点期，维持“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	4518	5196	6235
同比增长	6%	16%	-8%	15%	20%
营业利润(百万元)	149	409	-373	811	1018
同比增长	-531%	175%	-191%	-317%	26%
净利润(百万元)	61	269	-381	595	798
同比增长	-606%	344%	-242%	-256%	34%
每股收益(元)	0.06	0.26	-0.37	0.58	0.78
PE	200.3	45.1	-31.8	20.4	15.2
PB	9.7	8.3	10.5	7.4	5.5

资料来源：招商证券研究

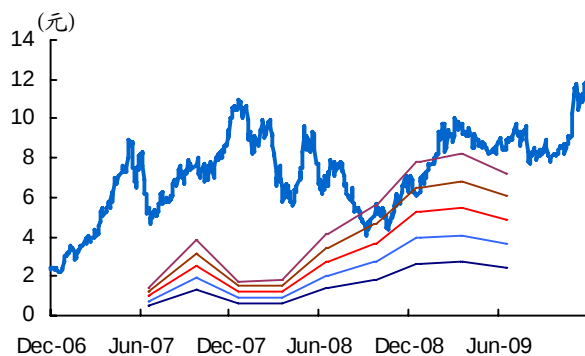
表 1: 公司拟增加的经营范围

拟增加的经营范围
中成药、化学原料药及其制剂、抗生素原料药及其制剂、生化药品、生物制品的批发；第二类精神药品的批发；保健品、药用中间体、植物提取物、其他食品饮料批发（预包装保健食品批发）；计生用品。
自营和代理各类商品及技术的进出口业务，但国家限定公司经营或禁止进出口的商品及技术除外；经营进料加工和“三来一补”业务；经营对销贸易和转口贸易。

粮食及其制品、化工产品、煤炭、包装材料、原辅材料、化妆品、办公用品、劳保用品、日常百货、服装的批发、零售；建筑材料、塑料、橡胶制品、汽车配件零售、办公家具、润滑油、仪器仪表、药用玻璃制品、化学试剂、机械设备、电力设施承装、电器机械、零配件的购销以及批发零售。

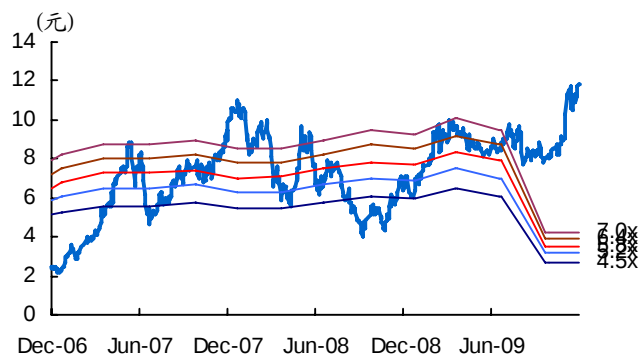
资料来源：公司公告、招商证券研究

图 1: 华北制药历史 PE Band



资料来源：招商证券研究

图 2: 华北制药历史 PB Band



资料来源：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	3427	4159	5140
现金	471	1228	1531	2096	2674
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	160	200	185	213	256
应收款项	1323	1059	678	757	909
其它应收款	86	62	68	78	94
存货	906	811	762	800	952
其他	176	213	204	215	256
非流动资产	3548	3464	3177	2986	2790
长期股权投资	323	324	324	324	324
固定资产	2722	2672	2425	2258	2082
无形资产	247	235	212	191	172
其他	256	233	216	214	212
资产总计	6672	7038	6604	7145	7930
流动负债	5189	5344	5223	5275	5486
短期借款	3566	3677	3600	3600	3600
应付账款	691	592	592	622	740
预收账款	139	145	140	147	175
其他	792	931	890	906	970
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	5247	5299	5510
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	263	263	263	263
留存收益	(38)	170	(135)	341	900
少数股东权益	209	208	200	212	229
母公司所有者权益	1246	1462	1157	1633	2192
负债及权益合计	6672	7038	6604	7145	7930

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	664	1086	527	850	978
净利润			(381)	595	798
折旧摊销			261	239	220
财务费用			226	160	156
投资收益			(5)	(15)	(15)
营运资金变动			(21)	(136)	(279)
其它			448	6	98
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)	(221)	(264)	(381)
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			76	(119)	(239)
其他			(220)	(145)	(141)
现金净增加额	(179)	763	303	566	578

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	4518	5196	6235
营业成本	3032	3249	3117	3273	3897
营业税金及附加	18	20	18	21	25
营业费用	291	276	285	374	468
管理费用	439	551	610	572	686
财务费用	278	289	226	160	156
资产减值损失	48	132	640	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	16	15	5	15	15
营业利润	149	409	(373)	811	1018
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	(374)	809	1017
所得税	70	134	15	202	203
净利润	74	274	(389)	607	814
少数股东损益	14	5	(8)	12	16
母公司所有者净利润	61	269	(381)	595	798
EPS (元)	0.06	0.26	(0.37)	0.58	0.78

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	6%	16%	-8%	15%	20%
营业利润	-531%	175%	-191%	-317%	26%
净利润	-606%	344%	-242%	-256%	34%
获利能力					
毛利率	28.5%	33.9%	31.0%	37.0%	37.5%
净利率	1.4%	5.5%	-8.4%	11.5%	12.8%
ROE	4.9%	18.4%	-33.0%	36.4%	36.4%
ROIC	4.4%	8.7%	-3.1%	13.3%	15.6%
偿债能力					
资产负债率	78.2%	76.3%	79.4%	74.2%	69.5%
净负债比率	53.7%	52.4%	54.7%	50.6%	45.6%
流动比率	0.6	0.7	0.7	0.8	0.9
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.6	0.8
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.7	3.8	4.0	4.2	4.4
应收帐款周转率	2.9	4.1	5.2	7.2	7.5
应付帐款周转率	4.4	5.1	5.3	5.4	5.7
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.26	-0.37	0.58	0.78
每股经营现金	0.65	1.06	0.51	0.83	0.95
每股净资产	1.21	1.42	1.13	1.59	2.13
每股股利	0.00	0.00	-0.07	0.12	0.23
估值比率					
PE	200.3	45.1	-31.8	20.4	15.2
PB	9.7	8.3	10.5	7.4	5.5
EV/EBITDA	33.7	24.0	199.8	18.8	16.3

分析师简介

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。