

医药研究小组:

徐列海 0755-83271609

xuliehai@cmschina.com.cn

吴斌 010-88088557

wubin@cmschina.com.cn

2010年2月11日

华北制药(600812.SH)/10.49元

内部资产整合提升盈利能力, 目标价18元

日用消费·医药

目标估值: 18元

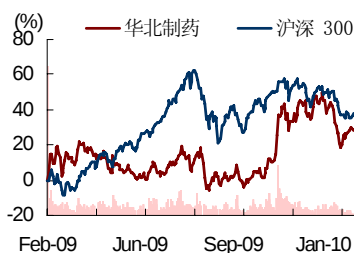
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2983
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	102858
总市值(亿元)	108
流通市值(亿元)	108
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	-11	13	28
相对表现	-4	22	-10



相关报告

- 1、华北制药—收购集团所持凯瑞特股权, 资产重组进程加快 2009/12/14
- 2、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
- 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

公司今日公告: 母公司吸收合并凯瑞特、北元、制剂公司及销售公司 4 家全资子公司, 全资子公司华仁公司吸收合并倍达公司, 将公司生产资源进行集中和优化, 提升公司的整体盈利水平。此次资产整合符合我们预期, 预期后期资产整合仍将推进。维持业绩预测和“强烈推荐-A”评级。

- **资产整合符合预期, 后续资产整合、整体上市仍将推进。**我们早在 09 年 12 月 14 日的报告中根据华药集团将内部所有销售工作归口到销售分公司, 判断集团资产整合、整体上市进程将快速推进。此次通过承担全部资产、负债的整体吸收合并方式, 将要制剂资产集中到母公司, 中间体业务归集到华仁公司, 5 家子公司将注销。生产资源集中和优化发挥规模化效应, 经营团队的统一管理提高管理效率, 预计公司整体盈利水平将有较大提升。
- **被吸收合并公司经营分析:** 凯瑞特、北元公司的主要业务分别为头孢抗生素、青霉素类制剂, 制剂公司生产多类抗生素, 倍达公司生产抗生素中间体, 4 家公司 09 年前 3 季度分别实现收入 0.63 亿元、1.06 亿元、2.42 亿元、3.57 亿元, 净利润 400 万元、1800 万元、-600 万元和 44 万元。销售公司前 3 季度实现收入 5.78 亿元, 但由于应收账款计提坏账亏损 4.08 亿元。
- **保守预计 09 年第 4 季度实现 EPS 0.13 元。**集团网站披露, 集团 4 季度连续三月实现利润 8000 万元以上, 保守估计净利润在 2 亿元以上。维尔康 4 季度 VC 出口 3738 吨, 季度环比增长 45%。预计 4 季度业绩超预期可能性较大。
- **集团“123”战略即是上市公司的发展战略。**“123”战略是指集团 2011 年、2013 年、2015 年销售收入分别达到 100 亿元、200 亿元和 300 亿元。我们判断集团将以上市公司为平台开展新项目, 并将集团金坦生物等优质资产注入到上市公司中。抗肿瘤药、生物药等新项目将陆续上马, 提升公司估值。
- **维持预计公司 2010 年 EPS 0.58 元, 2010~2015 年复合增长有望达到 30%。**2010 年业绩贡献来自于: VC 销量放量、制剂比重提升、财务费用减少、管理效率提升。换一角度: 集团 09 年 12 月实现收入 8.35 亿元、利润 8000 万元, 据此推算, 集团 2010 年收入将超 100 亿元、利润约 10 亿元。白蛋白、头孢项目将于 3 季度、国庆前后投产, 2011 年开始贡献利润, 优质新项目也将陆续上马, 预计 2010-2015 年收入、净利润复合增长将达 30%, 基于此, 给予公司 30 倍预测 PE, 2010 年目标价 18 元, 维持“强烈推荐-A”评级。

财务数据与估值

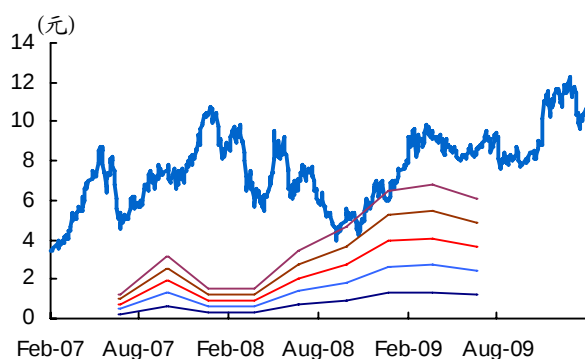
会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	4241	4911	5157	6703	8714
同比增长	6%	16%	5%	30%	30%
营业利润(百万元)	149	409	-371	819	1074
同比增长	-531%	175%	-191%	-321%	31%
净利润(百万元)	61	269	-379	601	841
同比增长	-606%	344%	-241%	-258%	40%
每股收益(元)	0.06	0.26	-0.37	0.58	0.82
PE	178.2	40.1	-28.4	18.0	12.8
PB	8.7	7.4	9.3	6.6	4.8

资料来源: 招商证券研究

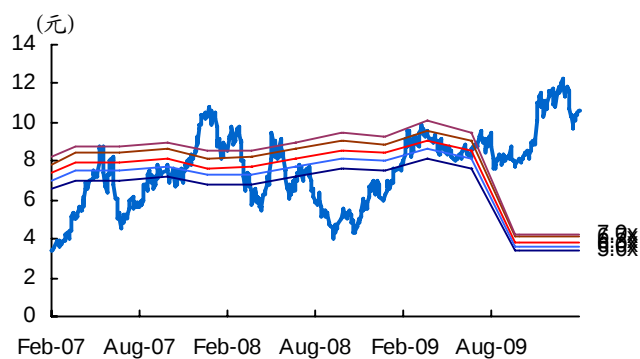
表 1: 此次被吸收合并公司经营分析

吸收合并方	被吸收合并方	收入 (亿元)	净利润 (百万元)	原持有股权	现持有股权	主要业务
股份公司	凯瑞特	0.63	4	70%	100%	头孢噻肟钠、头孢吡肟等头孢类抗生素
	北元	1.06	18	75%	100%	注射用青霉素钠、注射用氨苄西林钠、注射用哌拉西林钠、注射用阿莫西林钠、注射用舒巴坦钠、注射用苄星青霉素、注射用普鲁卡因青霉素等青霉素类粉针制剂
	制剂公司	2.42	-6	100%	100%	青霉素类、头孢菌素类、氨基糖苷类、四环素类、大环内酯类、磺胺类等多种抗生素药；抗肿瘤药；解热、镇痛、抗炎抗痛风病药；维生素类药物和中成药制剂等 20 余个 262 个品种
	销售公司	5.78	-408	100%	100%	上市公司产品对外销售，但销售不集中
华仁公司	倍达公司	3.57	0.4	70%	100%	青霉素 G 钾工业盐、6-APA、7-ADCA 等中间体、头孢氨苄、头孢羟氨苄、头孢拉定等原料药

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：招商证券研发中心

图 2: 华北制药历史 PB Band


资料来源：招商证券研发中心

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	3432	3923	4741
现金	471	1228	1248	1200	1200
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	160	200	211	275	357
应收款项	1323	1059	773	976	1271
其它应收款	86	62	77	101	131
存货	906	811	885	1081	1406
其他	176	213	237	290	377
非流动资产	3548	3464	3344	4529	5118
长期股权投资	323	324	324	324	324
固定资产	2722	2672	2592	3800	4410
无形资产	247	235	212	191	172
其他	256	233	216	214	212
资产总计	6672	7038	6776	8451	9859
流动负债	5189	5344	5393	6575	7377
短期借款	3566	3677	3600	4511	4864
应付账款	691	592	688	841	1093
预收账款	139	145	163	199	259
其他	792	931	942	1025	1161
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	5417	6599	7401
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	256	263	263	263	263
留存收益	(38)	170	(133)	348	936
少数股东权益	209	208	200	213	230
母公司所有者权益	1246	1462	1159	1640	2228
负债及权益合计	6672	7038	6776	8451	9859

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	664	1086	425	855	1109
净利润			(379)	601	841
折旧摊销			269	318	398
财务费用			226	208	226
投资收益			(5)	(15)	(15)
营运资金变动			(242)	(407)	(572)
其它			556	150	232
投资活动现金流	(103)	(140)	(184)	(1500)	(1000)
资本支出			(200)	(1500)	(1000)
其他投资			16	0	0
筹资活动现金流	(740)	(183)	(221)	597	(109)
借款变动			(77)	911	354
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			76	(120)	(252)
其他			(220)	(193)	(211)
现金净增加额	(179)	763	20	(48)	0

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	5157	6703	8714
营业成本	3032	3249	3620	4424	5752
营业税金及附加	18	20	21	27	35
营业费用	291	276	330	503	685
管理费用	439	551	696	737	959
财务费用	278	289	226	208	226
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	(371)	819	1074
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	(372)	818	1073
所得税	70	134	15	204	215
净利润	74	274	(387)	613	858
少数股东损益	14	5	(8)	12	17
母公司所有者净利润	61	269	(379)	601	841
EPS (元)	0.06	0.26	(0.37)	0.58	0.82

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	6%	16%	5%	30%	30%
营业利润	-531%	175%	-191%	-321%	31%
净利润	-606%	344%	-241%	-258%	40%
获利能力					
毛利率	28.5%	33.9%	29.8%	34.0%	34.0%
净利率	1.4%	5.5%	-7.4%	9.0%	9.7%
ROE	4.9%	18.4%	-32.7%	36.7%	37.7%
ROIC	4.4%	8.7%	-3.0%	12.1%	14.2%
偿债能力					
资产负债率	78.2%	76.3%	79.9%	78.1%	75.1%
净负债比率	53.7%	52.4%	53.3%	53.5%	49.5%
流动比率	0.6	0.7	0.6	0.6	0.6
速动比率	0.4	0.5	0.5	0.4	0.5
营运能力					
资产周转率	0.6	0.7	0.8	0.8	0.9
存货周转率	3.7	3.8	4.3	4.5	4.6
应收帐款周转率	2.9	4.1	5.6	7.7	7.8
应付帐款周转率	4.4	5.1	5.7	5.8	5.9
每股资料(元)					
每股收益	0.06	0.26	-0.37	0.58	0.82
每股经营现金	0.65	1.06	0.41	0.83	1.08
每股净资产	1.21	1.42	1.13	1.59	2.17
每股股利	0.00	0.00	-0.07	0.12	0.25
估值比率					
PE	178.2	40.1	-28.4	18.0	12.8
PB	8.7	7.4	9.3	6.6	4.8
EV/EBITDA	92.5	65.7	505.0	46.4	36.7

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。