

强烈推荐-A (维持)**华北制药 600812.SH**

目标估值: 21.00 元

当前股价: 16.39 元

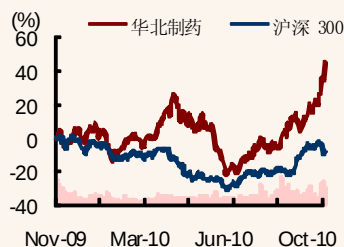
2010 年 11 月 16 日

业绩弹性高, 上调目标价至 21 元**基础数据**

上证综指	3014
总股本(万股)	102858
已上市流通股(万股)	102858
总市值(亿元)	169
流通市值(亿元)	169
每股净资产(MRQ)	1.0
ROE(TTM)	37.0
资产负债率	87.3%
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	40	28	75
相对表现	41	12	81

**相关报告**

- 1、华北制药—收入同比大增百分之 95, 业绩弹性较大 2010/10/29
- 2、华北制药—内部资产整合提升盈利能力, 目标价 18 元 2010/2/11
- 3、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
- 4、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

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090210040001

研究助理:**徐列海**

0755-83271609
 xuliehai@cmschina.com.cn

廖星昊

0755-83271617
 liaoxh@cmschina.com.cn

我们年初给予华北制药 2010 年 18 元的目标价, 公司近期股价表现良好符合预期, 我们认为主要是头孢项目投产以及重组人血白蛋白年底试车的刺激。白蛋白项目投产将具有标志性意义。我们认为公司收入基数大, 2011 年业绩弹性高, 维持 11 年 0.59 元业绩预测和“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 21 元。

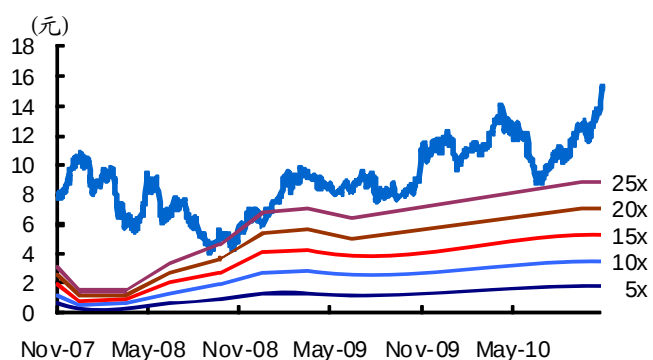
- **预计头孢业务 2011 年将实现大幅增长:** 投资 20 亿元的头孢项目 2010 年 9 月 29 日投产, 设计产能 80 亿元。项目贯穿上游中间体到制剂, 产业链完整; 制剂包括片剂、胶囊剂及注射剂等, 产品线丰富。公司积极布局基层用药市场, 我们判断头孢业务 2011 年有望实现大幅增长, 毛利率也有望提升。
- **预计短期 VC 价格保持平稳:** 目前 VC 出口报价约 6.5 美金/公斤, 国内报价约 45 元/公斤。短期来看: 1、主要生产企业停产检修, 有保价意愿; 2、发改委 8 月份核定厂商产能及出口量, 有出口配额政策预期; 3、人工及玉米等发酵原料价格有较大幅度上涨。我们预计 VC 价格短期维持在 6-7 美金/公斤。
- **培养基级重组人血白蛋白年底试车, 我们认为其具有标志性意义:** 目前规模化发酵生产的重组类大分子蛋白只有胰岛素, 公司培养基级白蛋白年底试车, 设计产能 15 吨, 我们认为其规模化生产具有标志性意义。同时, 我们判断辅料级和药用级重组人血白蛋白也有望在 2011 年进入临床。
- **公司管理改善符合我们预期, 未来仍有空间:** 公司 09 年底开始统一生产、采购、销售, 规范内部财务运作, 09 年 4 季度开始各项管理指标环比均有改善。2010 年前 3 季度收入同比增长 95%, 而销售费用仅增长了 26.9%, 管理费用和财务费用分别下降了 4.1% 和 8.1%, 我们认为公司仍有管理改善空间。
- **业绩弹性大, 维持 2011 年 EPS 0.59 元业绩预测:** 我们判断 2011 年整体毛利率有望提升: 1、产业链完善及产品结构的两项项目规模化生产; 2、发酵工艺改进, 产率及劳动率提升; 3、10 年人均工资上涨 1600 元因素将消除。公司收入基数大, 我们判断其业绩弹性较大, 维持 2011 年中性预测 EPS 0.59 元。
- **研发实力雄厚, 产品储备丰富:** 新药公司为微生物药物国家工程研究中心、抗体药物研制国家重点实验室, 具备生物发酵合成小分子药物和大分子蛋白的完整平台。我们预计抗肿瘤药埃博霉素和抗狂犬病特免蛋白 2011 年有望进入 II 期临床, 在抗肿瘤药、耐药性抗生素、免疫抑制剂等领域也有产品储备。
- **维持“强烈推荐-A”评级, 上调目标价至 21 元:** 公司负债率 87%, 投资 26.1 亿元建设新制剂工程, 资金需求大。我们看好公司原有业务产业升级和逐步向生物制药转型的总体战略, 维持“强烈推荐-A”评级, 给予 2011 年 35 倍预测 PE, 上调目标价至 21 元。主要风险是应收款增长较快及项目进展低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营收入(百万元)	4911	4883	8544	9912	11398
同比增长	16%	-1%	75%	16%	15%
营业利润(百万元)	409	-321	475	771	1091
同比增长	175%	-178%	-248%	62%	41%
净利润(百万元)	269	-382	382	604	855
同比增长	344%	-242%	-200%	58%	41%
每股收益(元)	0.26	-0.37	0.37	0.59	0.83
PE	62.6	-44.1	44.2	27.9	19.7
PB	11.5	21.1	15.3	10.6	7.7

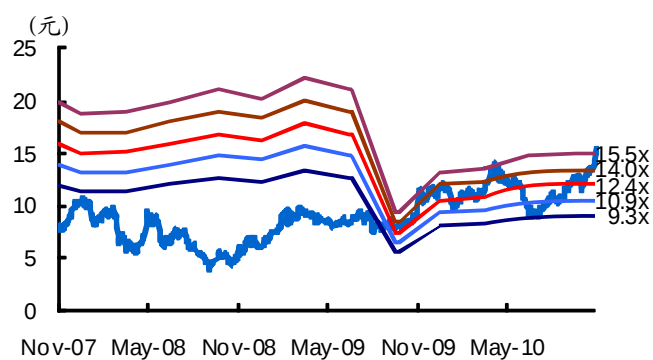
资料来源: 招商证券

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	2008	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3574	3633	4346	4690	5176
现金	1228	1631	1283	1200	1200
交易性投资	0	0	0	1	2
应收票据	200	300	513	595	684
应收款项	1059	669	555	644	741
其它应收款	62	18	34	40	46
存货	811	799	1552	1749	1980
其他	213	216	408	462	524
非流动资产	3464	3668	4717	5566	6318
长期股权投资	324	362	362	362	362
固定资产	2672	2407	3378	4150	4824
无形资产	235	249	224	202	181
其他	233	650	753	851	950
资产总计	7038	7301	9063	10256	11495
流动负债	5344	4496	5784	6381	6904
短期借款	3677	2970	3200	3526	3731
应付账款	592	667	1287	1450	1642
预收账款	145	80	169	191	216
其他	931	778	1128	1214	1315
长期负债	24	1914	2075	2175	2275
长期借款	14	975	1175	1275	1375
其他	10	939	900	900	900
负债合计	5367	6410	7859	8556	9179
股本	1029	1029	1029	1029	1029
资本公积金	263	109	109	109	109
留存收益	170	(340)	(35)	449	1047
少数股东权益	208	94	101	114	131
母公司所有者权益	1462	797	1103	1586	2185
负债及权益合计	7038	7301	9063	10256	11495

现金流量表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1086	0	964	1012	1333
净利润			382	604	855
折旧摊销			294	371	434
财务费用			210	220	200
投资收益			(20)	(20)	(20)
营运资金变动			132	(254)	(275)
其它			(34)	91	139
投资活动现金流	(140)	(682)	(1400)	(1201)	(1201)
资本支出			(1400)	(1200)	(1200)
其他投资			(0)	(1)	(1)
筹资活动现金流	(183)	65	89	105	(132)
借款变动			395	426	305
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(76)	(121)	(257)
其他			(229)	(200)	(180)
现金净增加额	763	(617)	(347)	(83)	0

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4911	4883	8544	9912	11398
营业成本	3249	3388	6771	7632	8640
营业税金及附加	20	20	34	40	46
营业费用	276	300	393	496	570
管理费用	551	680	641	733	832
财务费用	289	216	210	220	200
资产减值损失	132	629	40	40	40
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	15	30	20	20	20
营业利润	409	(321)	475	771	1091
营业外收入	10	53	10	10	10
营业外支出	11	14	10	10	10
利润总额	408	(282)	475	771	1091
所得税	134	114	85	154	218
净利润	274	(396)	389	617	873
少数股东损益	5	(14)	8	12	17
母公司所有者净利润	269	(382)	382	604	855
EPS (元)	0.26	(0.37)	0.37	0.59	0.83

主要财务比率

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
年成长率					
营业收入	16%	-1%	75%	16%	15%
营业利润	175%	-178%	-248%	62%	41%
净利润	344%	-242%	-200%	58%	41%
获利能力					
毛利率	33.9%	30.6%	20.8%	23.0%	24.2%
净利率	5.5%	-7.8%	4.5%	6.1%	7.5%
ROE	18.4%	-47.9%	34.6%	38.1%	39.1%
ROIC	8.7%	-3.0%	10.1%	12.2%	13.9%
偿债能力					
资产负债率	76.3%	87.8%	86.7%	83.4%	79.9%
净负债比率	52.4%	54.5%	48.3%	46.8%	44.4%
流动比率	0.7	0.8	0.8	0.7	0.7
速动比率	0.5	0.6	0.5	0.5	0.5
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.9	1.0	1.0
存货周转率	3.8	4.2	5.8	4.6	4.6
应收帐款周转率	4.1	5.7	14.0	16.5	16.5
应付帐款周转率	5.1	5.4	6.9	5.6	5.6
每股资料(元)					
每股收益	0.26	-0.37	0.37	0.59	0.83
每股经营现金	1.06	0.00	0.94	0.98	1.30
每股净资产	1.42	0.78	1.07	1.54	2.12
每股股利	0.00	0.00	0.07	0.12	0.25
估值比率					
PE	62.6	-44.1	44.2	27.9	19.7
PB	11.5	21.1	15.3	10.6	7.7
EV/EBITDA	69.0	-623.8	66.9	48.1	38.0

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。

李珊珊，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5 年证券从业经验，2010 年加入招商证券，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，任医药行业分析师。

廖星昊，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1 年股权投资经验，2010 年加入招商证券，任医药行业分析师。

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。