

投资评级：强烈推荐（维持）
分析师

赵浩然 075583511405

Email: zhaohaoran@cgws.com

执业证书编号: S1070515110002

联系人:

彭学龄 0755-83515471

Email: pengxueling@cgws.com

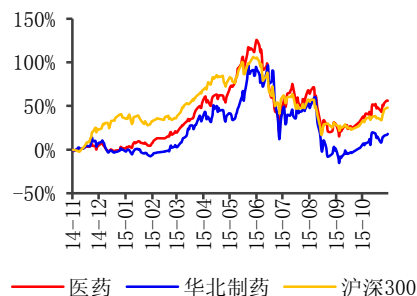
从业证书编号: S1070115090023

市场数据

目前股价	6.76
总市值(亿元)	110.24
流通市值(亿元)	93.19
总股本(万股)	163,080
流通股本(万股)	137,858
12个月最高/最低	13.00/5.31

盈利预测

	2016E	2017E	2018E
营业收入	9155.84	9995.43	10987.98
(+/-%)	15.86%	9.17%	9.93%
净利润	136.27	192.57	294.28
(+/-%)	116.83%	41.31%	52.82%
摊薄EPS	0.08	0.12	0.18
PE	80.90	57.25	37.46

股价表现


数据来源: 贝格数据

相关报告

收入内部分化，盈利持续提升

——华北制药（600812）2015年年报点评

事件

19日华北制药公布2015年年度报告：实现营业收入79.03亿元，同比下滑15.87%，实现归母净利润6,284.83万元，同比增长63.14%，EPS为0.039元；拟每10股分配现金红利0.20元。

同日，公司还公告化药6类品种盐酸二甲双胍缓释片获得国家食药监总局核准签发的《药物临床试验批件》。

投资要点
■ 营业收入

➤ 原料药下滑、生物制剂快速增长

2015年公司实现营业收入约79.03亿元，同比下滑15.87%，进一步分拆来看，化学原料药特别是青霉素类、头孢类以及相关医药中间体受国内抗生素限用政策和环保压力增大，收入下滑明显，分别为-32.25%和-41.52%，化学制剂业务基本与往年持平，而生物制剂则继续保持增长趋势，为24.38%。

➤ 传统品种下滑，新领域逐步发力

分产品来看，公司15年下滑最为明显的依次为维生素及营养保健品（-42.93%）、医药中间体（-41.52%）、抗感染类（-19.68%），而新的治疗领域内，如心脑血管类（147.75%）、神经/血液系统用药（42.61%）、肾病及免疫调节类（11.64%），均显示较好的发展潜力，这将会是公司未来较大的看点。

■ 盈利能力

➤ 制剂占比提升，毛利率持续增加

报告期内，公司制剂业务（化药+生物）实现收入33.73亿元，约在当期收入的42.68%（对工业收入贡献接近六成），8个品种销售过亿元，这也印证了我们对公司“由原料药业务向制剂业务转型”的判断，伴随公司制剂业务的持续提升，公司整体盈利能力得到提升，2015年公司整体毛利率为18.19%，同比提升1.98个百分点，我们判断随着公司新园区项目的陆续投产，制剂占比提升带动毛利率的增加趋势有望持续。

➤ 负担重、费用高，有望逐步改善

年报中公司也首次披露搬迁带来的停工损失情况，2015年发生待安置等富余人员工资、停产单位发生的其他费用就累计达到3.25亿元，公

司承担了较多社会负担包袱，所幸的是我们在两个方面看到积极的信号：1、15年12月8日控股企业天星公司（已停产）申请破产立案；2、公司被收储土地973亩，预计土地收益返还可以弥补公司搬迁、停工损失，企业负担重的问题有望逐步得到解决。

再看期间费用，报告期内公司销售费用7.10亿元、管理费用4.33亿元、财务费用2.51亿元，虽较14年均有所下降，但是相对于营业收入的下滑而言，费用率却均有所上升，我们姑且不论管理、营销改善，单就财务费用而言，15年底公司短期借款13.89亿、长期借款23.60亿，在降息周期、财务结构调整的双重影响下，我们判断16年还存在一定的节省空间。

■ 研发底蕴雄厚，受益政策利好

报告期内，公司研发投入合计1.7亿，占营业收入比重为2.16%，国家一类新药基因重组抗狂犬抗体二期临床完成给药，辅料级白蛋白启动了三期临床试验，抗凝血因子抑制剂完成临床试验申报；酶法头孢拉定、酶法氨苄西林等5个重点品种完成中试试验。

公司雄厚的研发底蕴是我们看好其长期发展的重要因素，自15年新药临床数据整治活动开展以来，公司尚未有一例产品撤回，相反相继公告他克莫司胶囊、瑞格列奈二甲双胍、阿戈美拉汀等等多个品种获得临床试验批件。

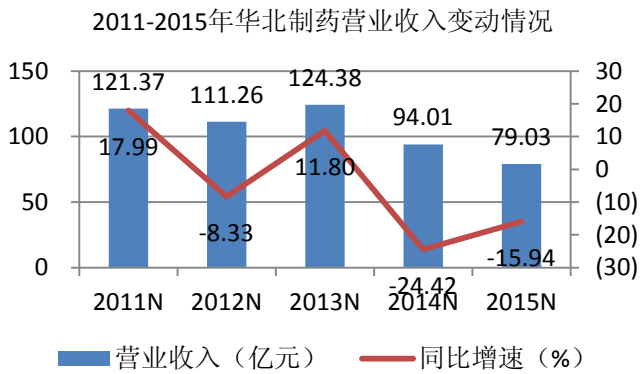
我们认为，在公司研发体系中，既有高大上的一类新药，也有短平快项目，形成良好的品种梯队，且踏实认真，势必受益于政策从严，新品种的获批使其在新治疗领域储备品种不断增加，率先开展生物等效试验，具有弯道超车的可能性。

■ 投资建议：

依据公司的年报情况，我们暂调整公司16-18年的业绩为1.36亿、1.93亿和2.94亿，虽然公司15年受到环保压力、管理费用摊销等因素的影响，业绩低于我们的预期，但是公司盈利质量逐步好转，由“原料药-制剂-创新药”升级的战略思路明确，品种储备持续增加，同时公司还积极探索混合所有制改革，创新经营管理机制，因此继续维持“强烈推荐”评级，目标价不变。

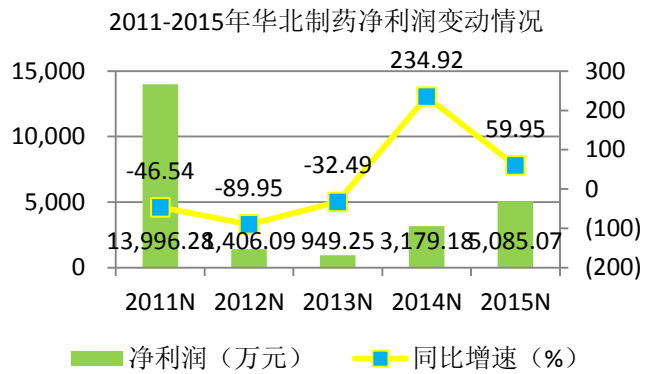
■ 风险提示：政策变动风险、市场竞争风险、新药研发风险。

图 1: 2011-2015 年华北制药营业收入变动情况



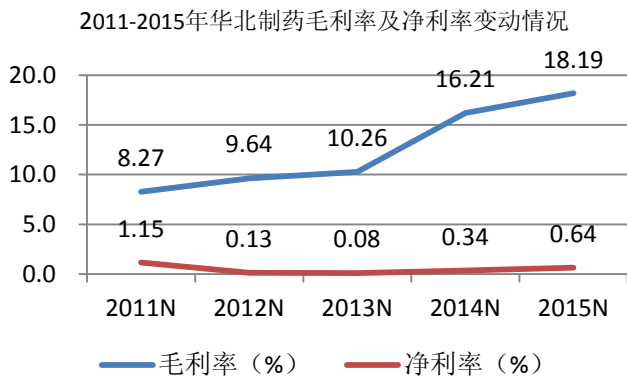
资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 2: 2011-2015 年华北制药净利润变动情况



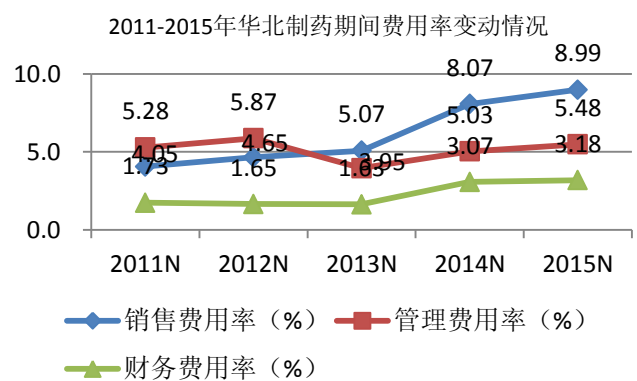
资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 3: 2011-2015 年华北制药毛利率及净利率变动情况



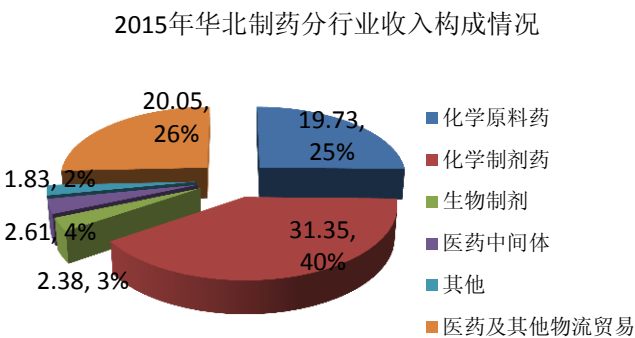
资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 4: 2011-2015 年华北制药期间费用率变动情况



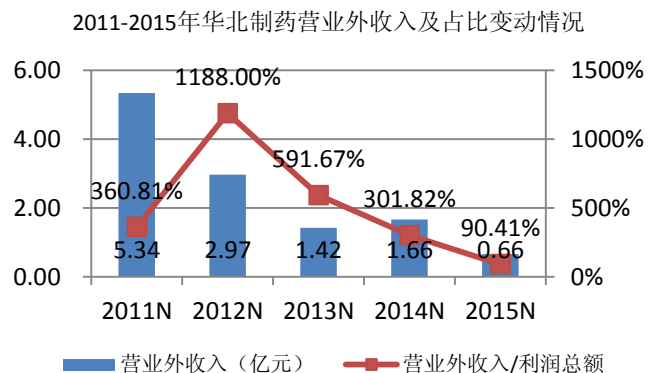
资料来源: wind、长城证券研究所整理

图 5: 2015 年华北制药分行业收入构成情况



资料来源: 公司年报、长城证券研究所整理

图 6: 2011-2015 年华北制药营业外收入及占比变动情况



资料来源: 公司年报、长城证券研究所整理

附：盈利预测表

利润表 (百万)	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E	主要财务指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	9401	7903	9156	9995	10988	成长性					
营业成本	7877	6465	7548	8163	8890	营业收入增长	-24.4%	-15.9%	15.9%	9.2%	9.9%
销售费用	758	710	782	860	946	营业成本增长	-29.4%	-17.9%	16.8%	8.2%	8.9%
管理费用	473	433	477	525	577	营业利润增长	-80.1%	-144.1%	907.8%	59.2%	67.2%
财务费用	289	251	216	252	266	利润总额增长	132.0%	32.6%	125.2%	36.5%	48.3%
投资净收益	30	41	41	41	41	净利润增长	234.9%	59.9%	143.6%	41.3%	52.8%
营业利润	-23	10	102	162	271	盈利能力					
营业外收支	78	63	63	63	63	毛利率	16.2%	18.2%	17.6%	18.3%	19.1%
利润总额	55	73	165	225	334	销售净利率	0.3%	0.6%	1.4%	1.8%	2.4%
所得税	23	22	41	50	66	ROE	0.8%	1.2%	2.5%	3.4%	5.0%
少数股东损益	-10	-12	-12	-18	-27	ROIC	2.2%	2.8%	2.6%	3.2%	3.8%
净利润	42	63	136	193	294	营运效率					
资产负债表	(百万)					销售费用/营业收入	8.1%	9.0%	8.5%	8.6%	8.6%
流动资产	5698	6293	7382	7611	8579	管理费用/营业收入	5.0%	5.5%	5.2%	5.3%	5.3%
货币资金	1045	1003	1373	1499	1648	财务费用/营业收入	3.1%	3.2%	2.4%	2.5%	2.4%
应收和预付款项	2810	3492	4134	4188	4957	投资收益/营业利润	-130.1%	410.1%	40.7%	25.6%	15.3%
存货	1738	1724	1800	1850	1900	所得税/利润总额	42.4%	30.5%	24.9%	22.2%	19.9%
其他流动资产	104	74	74	74	74	应收账款周转率	5.57	5.37	3.65	5.44	3.74
非流动资产	9586	9446	10833	11136	11367	存货周转率	4.53	3.75	4.19	4.41	4.68
固定资产	8475	8207	9401	9511	9596	流动资产周转率	0.88	0.75	0.82	0.84	0.89
资产总计	15283	15739	18215	18746	19946	总资产周转率	0.62	0.50	0.50	0.53	0.55
流动负债	5954	4803	6621	6977	7909	偿债能力					
短期借款	2374	1389	2052	3020	2699	资产负债率	65.7%	66.5%	67.5%	67.4%	68.1%
应付和预收款项	3580	3415	4569	3958	5210	流动比率	0.67	0.82	0.78	0.78	0.80
非流动负债	4083	5666	5666	5666	5666	速动比率	0.45	0.59	0.58	0.58	0.61
长期借款	10	2820	2820	2820	2820	每股指标 (元)					
负债合计	10037	10469	12287	12643	13575	EPS	0.03	0.04	0.08	0.12	0.18
股东权益	5246	5270	5394	5569	5836	每股净资产	3.22	3.23	3.64	3.74	3.91
股本	1631	1631	1631	1631	1631	每股经营现金流	0.00	0.00	0.23	0.08	0.09
留存收益	127	187	324	516	810	每股经营现金/EPS	0.04	-0.01	2.72	0.65	0.51
少数股东权益	43	-19	-31	-49	-75	估值					
负债和权益总计	15283	15739	17680	18212	19411	PE	264.89	175.41	80.90	57.25	37.46
现金流量表	(百万)					PEG	3.98	2.61	1.51	1.23	0.95
经营活动现金流	100	107	1070	57	1381	PB	2.12	2.08	2.03	1.96	1.86
其中营运资本减少	-243	1746	-729	-127	36	EV/EBITDA	19.78	20.46	22.37	19.68	15.71
投资活动现金流	-320	-367	-1156	-656	-656	EV/SALES	1.59	1.92	1.73	1.68	1.50
其中资本支出	8	21	10	5	5	EV/IC	1.64	1.61	1.55	1.47	1.45
融资活动现金流	387	200	457	725	-576	ROIC-WACC	0.02	0.03	0.00	0.01	0.01
净现金总变化	169	-50	371	126	149	REP	75.44	57.46	438.87	187.89	97.13

研究员介绍及承诺

赵浩然: 南开大学理学学士, 天津大学理学硕士, 曾在医药化工行业工作四年, 2011-2015 年在中航证券金融研究所工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

彭学龄: 中山大学理学硕士, 2011-2015 年在深圳国家高技术产业创新中心工作, 2015 年 9 月加入长城证券, 任医药行业研究员。

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则, 独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点, 不曾因, 不因, 也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接收到任何形式的报酬。

免责声明

长城证券股份有限公司(以下简称长城证券)具备中国证监会批准的证券投资咨询业务资格。

本报告由长城证券向其机构或个人客户(以下简称客户)提供, 除非另有说明, 所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布, 亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据, 不得用于未经允许的任何其它任何用途。如引用、刊发, 需注明出处为长城证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息, 但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易, 或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系, 并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

长城证券版权所有并保留一切权利。

长城证券投资评级说明

公司评级: 强烈推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅 15%以上;

推荐——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于 5%~15%之间;

中性——预期未来 6 个月内股价相对行业指数涨幅介于-5%~5%之间;

回避——预期未来 6 个月内股价相对行业指数跌幅 5%以上。

行业评级: 推荐——预期未来 6 个月内行业整体表现战胜市场;

中性——预期未来 6 个月内行业整体表现与市场同步;

回避——预期未来 6 个月内行业整体表现弱于市场。

长城证券销售交易部

深圳联系人

刘 璇: 0755-83516231, 18938029743, liux@cgws.com

李 丹: 0755-83699629, 18665289977, ldan@cgws.com

李小音: 0755-83516187, 18562591899, lixiaoyin@cgws.com

吴林蔓: 075583515203, 13418560821, wulinman@cgws.com

北京联系人

赵 东: 010-88366060-8730, 13701166983, zhaodong@cgws.com

王 媛: 010-88366060-8807, 18600345118, wyuan@cgws.com

李珊珊: 010-88366060-1133, 18616891195, liss@cgws.com

杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xiew@cgws.com

徐佳琳: 021-61680673, 13795367644, xujl@cgws.com

凌 云: 021-61683504, 18621755986, lingyun@cgws.com

王 一: 021-61683504, 13761867866, wangy@cgws.com

长城证券研究所

深圳办公地址: 深圳市福田区深南大道 6008 号特区报业大厦 17 层

邮编: 518034 传真: 86-755-83516207

北京办公地址: 北京市西城区西直门外大街 112 号阳光大厦 8 层

邮编: 100044 传真: 86-10-88366686

上海办公地址: 上海市民生路 1399 号太平大厦 3 楼

邮编: 200135 传真: 021-61680357

网址: <http://www.cgws.com>