

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

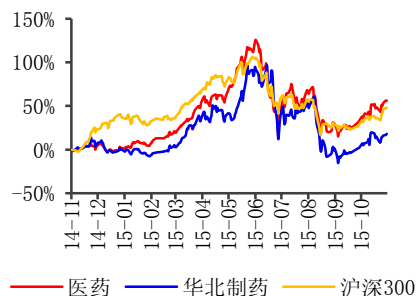
从业证书编号: S1070115090023

市场数据

目前股价	7.14
总市值(亿元)	116.44
流通市值(亿元)	96.50
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

经营没那么糟糕，发债改善财务结构

——华北制药（600812）2016年1季度点评报告

事件

16日华北制药公布2016年第1季度报告：实现营业收入21.50亿元，同比增长0.38%，实现归母净利润1,387.91万元，同比下滑20.90%（扣非后净利润下滑26.54%），EPS为0.009元。

同日，公司还公布公司债券发行预案公告：拟发行债券总规模不超过人民币7亿元（含7亿元），用于调整债务结构、偿还公司银行贷款以及补充流动资金中的一种或多种。

投资要点

■ 经营情况没那么糟糕

1季度公司营业收入基本持平，但是归母净利润同比下滑明显，我们认为公司整体经营情况并未市场想象那么糟糕：

首先，从利润表上来看，公司1季度营业利润、净利润基本上与去年同期持平，受少数股东权益的影响，归母净利润出现较大幅度下滑。

其次，去年四季度公司受环保改造等因素的影响，营业利润出现负值，1季度公司同样受此影响，但环比来看，整体经营状况已经开始好转，预计全年有望呈现前低后高的特点。

第三，当期公司综合毛利率为82.41%，较去年同期提高0.67个百分点，我们判断，毛利率提高意味着制剂业务占比的持续上升，盈利水平的恢复有望延续。

■ 现金流情况大幅改善

1季度公司现金流状况出现改善，经营活动中销售商品、提供劳务收到的现金13.15亿元，较去年同期增加2.66亿元（同比增速为24.09%），带动经营性现金流净值转正。

在收入规模基本持平的情况下，我们认为，公司经营性现金流的改善受益于存货、应收票据、预付款项等科目的降低，显示了公司经营状况的健康有序。

■ 发债改善财务结构

截止到1季末，公司短期负债13.04亿、长期借款22.07亿，当季财务费用0.65亿元，财务费用的居高不下一直都是制约公司业绩增长的重要原因之一，管理层推动财务结构稳步改善，公告拟发行不超过7亿

(含)公司债券。

我们认为，公司债的发现将有利于优化公司债务结构，降低财务成本，进而推动业绩的增长。

■ **投资建议：**

公司 1 季报虽然下滑，但我们认为公司整体经营状况健康持续，发行债券有助降低财务成本，因此维持公司 16-18 年的业绩为 1.36 亿、1.93 亿和 2.94 亿，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。

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	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
负债和权益总计	15283	15739	17680	18212	19411	PE	279.78	185.27	85.45	60.47	39.57
现金流量表	(百万)					PEG	4.20	2.75	1.60	1.30	1.00
经营活动现金流	100	107	1070	57	1381	PB	2.24	2.20	2.15	2.07	1.97
其中营运资本减少	-243	1746	-729	-127	36	EV/EBITDA	20.60	21.30	23.25	20.41	16.31
投资活动现金流	-320	-367	-1156	-656	-656	EV/SALES	1.65	2.00	1.80	1.74	1.55
其中资本支出	8	21	10	5	5	EV/IC	1.71	1.67	1.61	1.53	1.51
融资活动现金流	387	200	457	725	-576	ROIC-WACC	0.02	0.02	0.00	0.01	0.01
净现金总变化	169	-50	371	126	149	REP	78.58	67.96	456.03	194.83	100.79

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
李双红: 0755-83699629, 18017465727, lishuanghong@cgws.com
黄永泉: 0755-83699629, 13544440001, huangyq@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
申 涛: 010-88366060-8777, 15801188620, shentao@cgws.com
杨徐超: 010-88366060-8795, 18611594300, yangxuchao@cgws.com

上海联系人

谢彦蔚: 021-61680314, 18602109861, xieww@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>