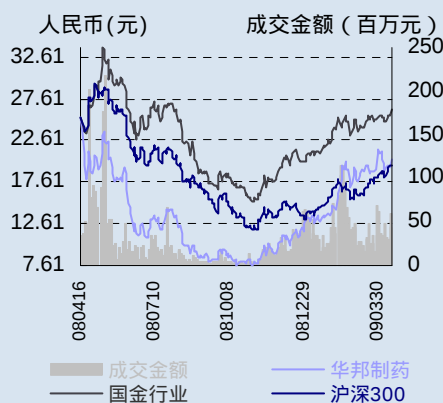


2009 年 04 月 16 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.25
已上市流通A股(百万股)	75.02
总市值(百万元)	2,673.00
年内股价最高最低(元)	23.75/7.61
沪深 300 指数	2686.99
中小板指数	4115.06
2007 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《优势主业稳定增长,高效投资锦上添花》, 2009.3.11

医药行业研究小组
李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人: 朱莉

(8621)61038271
zhuli@gjzq.com.cn
中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华邦制药 (002004.SZ)

——公司基本面的吸引力逐步增强

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.443	1.564	0.673	0.817	0.960	1.110
净利润增长率	11.32%	253.24%	-56.98	21.42%	17.53%	15.57%
先前预期每股收益(元)			0.647	0.780	0.882	0.973
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.820	0.960	N/A
市盈率(倍)	21.34	25.00	N/A	24.79	21.09	18.25
行业优化市盈率(倍)	31.75	68.42	39.66	39.66	39.66	39.66
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	20.60	20.60	20.60	20.60
PE/G(倍)	1.89	0.10	N/A	1.16	1.20	1.17
已上市流通A股(百万股)	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75	58.75
总股本(百万股)	132.00	132.00	132.00	132.00	132.00	132.00

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司公布 2008 年年报, 实现营业收入 5.76 亿元, 同比增长 16.93%; 实现利润总额 1.03 亿元, 同比下降 58.22%; 实现归属上市公司股东的净利润 8800 万元, 同比下降 56.98%, 实现每股收益 0.673 元, 比我们预测的 0.647 元高 3%, 基本符合我们的预期。
 - ◆ 公司的收入实现了 16.9% 的稳健增长, 母公司的收入增速更是超过了 20%, 毛利率同比提升了 2 个百分点; 扣除非经常性损益后, 公司的净利润增长 33.51%, 实现了比较快速的增长。
 - ◆ 公司 2008 年的业绩全部来自于主业的贡献 (包含子公司的分红收益), 实现每股经营性现金流 0.86 元, 同比增长 43.33%。这表明公司的经营非常的健康, 产品销售顺畅。
 - ◆ 公司计划每 10 股分红 3.3 元, 这也是公司近三年的首次分红。
- 我们认为公司的投资价值在于: 下有安全边际、上有额外空间。安全边际来自医药主业、额外空间来自产业投资收益。
 - ◆ 公司立足于皮肤病专科用药生产, 在银屑病细分市场已经做到了国内第一, 并且逐步开拓抗过敏、抗真菌、皮质激素领域, 并卓有成效。伴随着产品线的拓展, 公司在稳定增长的同时可能收获一些惊喜。在皮肤病领域的精耕细作, 是公司经营发展最大的安全边际。我们预计公司未来三年医药主业的收入复合增速在 15%, 利润复合增速在 20%。
 - ◆ 公司立足医药主业的同时, 适当进行了产业投资, 主要涉及原料药 (汉江药业和胜凯科技) 和旅游产业 (雪山开发和华邦酒店)。我们认为公司在产业领域的投资是深思熟虑、并且是高效的, 从中获取的收益是稳定、持久的。仅考虑西安杨森和北京颖泰的分红收益, 2008 年就为公

司贡献了两毛多的 EPS，在今后几年也可以持续。因此产业投资可以给公司业绩带来稳定的额外贡献。

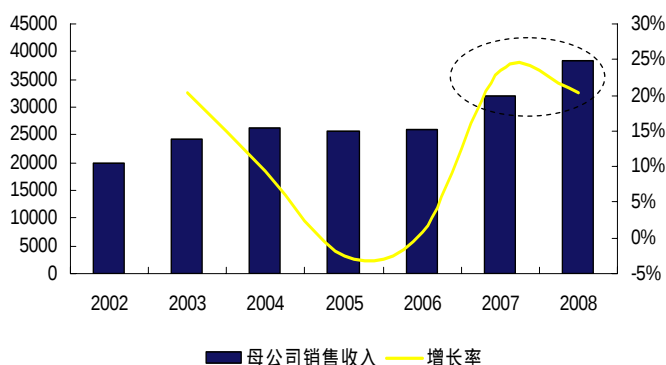
- 由于公司过去几年在股票市场和产业投资领域的活跃，使市场忽略了其主业的投资价值。但从 2008 年的情况来看，公司的主业经营愈发稳定和健康，公司业绩能够持续增长的各种迹象也逐步出现。所以我们认为公司基本面的吸引力在逐步增强。
 - ◆ 我们预测公司 2009-2011 年 EPS 为 0.817 元、0.960 元、1.110 元，目前股价对应 09 年 PE 为 25 倍，基本合理，维持“持有”评级。如果考虑非经营性的股权处置收益，最终业绩可能比我们预期的要高。
 - ◆ 我们认为公司正在经历一个形象转轨的过程，公司的基本面的吸引力随着时间的推移可能会不断被市场认可。“下有安全边际、上有额外空间”也决定了公司的具备超预期的潜力。如果在市场情绪乐观的背景下，不排除预期的提前可能导致投资机会的提早出现，我们建议投资者适当关注。详细分析可参见我们的投资价值分析报告。
- 风险提示：产业投资的收益可能存在波动性。

公司的基本面愈发具有吸引力

收入连续第二年快速增长

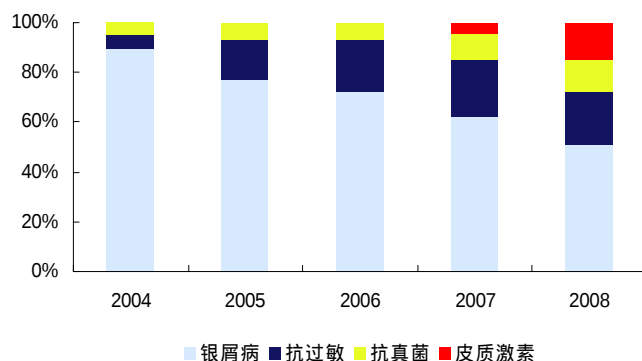
- 公司立足于皮肤病专科用药生产，在银屑病细分市场已经做到了国内第一，这两年逐步开拓抗过敏、抗真菌、皮质激素领域，并卓有成效。伴随着产品线的拓展，母公司的收入增速从 07 年开始加快，08 年继续达到了 20% 以上。
- 随着公司的产品线愈加丰富，原来过于依赖的银屑病用药占比已经下降到了只有 50%，皮质激素、抗真菌、抗过敏比例快速提升。这个产品线丰富的过程促进了收入的增长。

图表1：收入增速迎来一个小高峰



来源：国金证券研究所

图表2：产品线也越来越丰富



盈利能力在不断增强

- 公司收入虽然从 2007 年就开始增长，但盈利能力并没有同步提高，但这种状况在 2008 年获得了改变。毛利率同比提高了 2 个点，从而使母公司的毛利也获得了 20% 以上的增长。
- 公司 2008 年的销售费用率也同比下降，这表明公司开始更加注重销售的边际效用，未来的盈利能力可能要快于收入的增长。
- 公司利润与 2007 年相比大幅减少，原因是 07 年公司从股票投资和资产处置上获取了大量的非经营性收益。但公司 08 年产业投资进入了收获期，公司投资的北京颖泰科技（农药生产企业）实现净利润 7000 多万元，公司持股 20% 获得收益 1500 万元。结合汉江药业持有的西安杨森股权的分红收益，公司以后每年就有两块稳定的现金流资产。
- 公司 2008 年每股经营性现金流达到 0.86 元，同比增长 43%，显示了公司的销售情况良好，主业非常健康。
- 以上几种迹象都显示公司已经步入良性运转的轨道，单纯依靠主业即可获得稳定的增长，因此公司有望告别以往多样化的形象，基本面的吸引力在不断增强。

短期估值合理，长期价值有吸引力

- 在公司产品类别不断丰富的前提下，我们预测公司收入的增长还能持续，预计今年收入还能实现 20% 的增长，如下图所示。
- 我们希望公司在销售管理方面的努力能够继续取得效果，这样销售费用率的降低将有利于业绩的持续更快的增长。

- 我们继续考虑汉江药业和北京颖泰的稳定利润贡献，预计二者每年合计贡献在 3500 万元左右。
- 建立在上述假设背景下，不考虑股权转让等非经常性损益，我们预计公司 2009-2011 年的每股收益为 0.817 元、0.960 元、1.110 元，目前股价对应 09 年 PE 为 25 倍，基本合理，维持“持有”评级。
- 我们认为公司正在经历一个形象转轨的过程，公司的基本面的吸引力随着时间的推移可能会不断被市场认可。“下有安全边际、上有额外空间”也决定了公司的具备超预期的潜力。如果在市场情绪乐观的背景下，不排除预期的提前可能导致投资机会的提早出现，我们建议投资者适当关注。详细分析可参见我们的投资价值分析报告。

图表3：公司未来三年产品线增长预测

分品类		2007	2008	2009E	2010E	2011E
银屑病合计	销售收入(万元)	15687.35	15752.99	17168.24	18569.98	20219.73
	增长率(%)	5.49%	0.42%	8.98%	8.16%	8.88%
抗过敏合计	销售收入(万元)	5691.20	6529.94	7809.44	8860.38	9886.42
	增长率(%)	32.48%	14.74%	19.59%	13.46%	11.58%
抗真菌合计	销售收入(万元)	2700.00	4100.00	5600.00	6900.00	8500.00
	增长率(%)	92.86%	51.85%	36.59%	23.21%	23.19%
皮质激素合计	销售收入(万元)	1100.00	4640.71	6800.00	8300.00	9700.00
	增长率(%)	-	321.88%	46.53%	22.06%	16.87%
结核病合计	销售收入(万元)	3600.00	3700.00	4100.00	4500.00	4700.00
	增长率(%)	2.86%	2.78%	10.81%	9.76%	4.44%
五大类合计	销售收入(万元)	28778.55	34723.64	41477.67	47130.36	53006.15
	增长率(%)	19.58%	20.66%	19.45%	13.63%	12.47%

来源：国金证券研究所

图表4：公司年报关键点分析

	2004-12-31	2005-12-31	2006-12-31	2007-12-31	2008-12-31	说明
一、营业收入(万元)	26383.04	25705.1	25900.18	31956.00	38477.52	收入连续第二年快速增长，盈利能力从08年也开始提高
增长率	9.42%	-2.57%	0.76%	23.38%	20.41%	
二、营业成本(万元)	5998.78	5015.45	5213.64	9270.81	10486.36	
增长率	-13.27%	-16.39%	3.95%	77.82%	13.11%	
毛利(万元)	20384.26	20689.65	20686.54	22685.19	27991.16	
增长率			-0.02%	9.66%	23.39%	
毛利率	77.26%	80.49%	79.87%	70.99%	72.75%	
营业税金及附加(万元)	529	366	352	402	484	销售费用率出现下降
占收入比	2.01%	1.42%	1.36%	1.26%	1.26%	
销售费用(万元)	10129	9623	9999	12407	13851	
占收入比	38.39%	37.44%	38.61%	38.83%	36.00%	
管理费用(万元)	3703	4428	4069	3998	5777	
占收入比	14.03%	17.22%	15.71%	12.51%	15.01%	
三、EBIT	6022.61	6273.05	6265.89	5878.92	7878.55	息税前利润实现了历史最快的增长
增长率		4.16%	-0.11%	-6.18%	34.01%	
财务费用(万元)	83.01	(251.91)	(71.09)	369.09	1263.64	08年不含有股权转让和股票投资收益
资产减值损失(万元)			25.21	165.82	203.97	
公允价值变动净收益(万元)			-23.13	0	0	
投资净收益(万元)	-56.22	58.38	746.12	7163.03	1750.80	
四、营业利润(万元)	5883.38	6583.34	7034.76	12507.04	8161.73	
加：营业外收入(万元)	0	0.12	16.67	17.00	181.53	
减：营业外支出(万元)	13.68	38.2	18.14	12.48	90.76	
营业外净收入	-13.68	-38.08	-1.47	4.52	90.77	
五、利润总额(万元)	5869.70	6545.26	7033.29	12511.56	8252.50	
减：所得税费用(万元)	1104.86	1073.97	848.26	1352.52	845.77	
	18.82%	16.41%	12.06%	10.81%	10.25%	
六、母公司净利润(万元)	4764.84	5471.3	6185.03	11159.04	7406.73	
母公司EPS	0.361	0.414	0.469	0.845	0.561	

来源：国金证券研究所

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	285	492	576	646	732	819
增长率		72.6%	16.9%	12.1%	13.5%	11.8%
主营业务成本	-64	-183	-203	-221	-251	-281
% 销售收入	22.3%	37.1%	35.3%	34.3%	34.3%	34.3%
毛利	222	310	373	424	481	538
% 销售收入	77.7%	62.9%	64.7%	65.7%	65.7%	65.7%
营业税金及附加	-4	-7	-8	-8	-9	-10
% 销售收入	1.5%	1.3%	1.4%	1.2%	1.2%	1.2%
营业费用	-109	-157	-194	-215	-238	-262
% 销售收入	38.3%	31.9%	33.7%	33.3%	32.5%	32.0%
管理费用	-46	-67	-87	-97	-106	-115
% 销售收入	16.1%	13.6%	15.1%	15.0%	14.5%	14.0%
息税前利润 (EBIT)	62	79	84	105	128	152
% 销售收入	21.7%	16.0%	14.6%	16.2%	17.5%	18.5%
财务费用	1	-13	-15	-15	-16	-16
% 销售收入	-0.3%	2.6%	2.7%	2.3%	2.2%	2.0%
资产减值损失	0	1	-6	-2	-3	-2
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	6	180	37	38	38	38
% 税前利润	8.8%	73.1%	35.8%	29.9%	25.5%	22.0%
营业利润	69	247	100	125	147	171
营业利润率	24.2%	50.1%	17.3%	19.4%	20.1%	20.9%
营业外收支	1	-1	3	2	2	2
税前利润	70	246	103	127	149	173
利润率	24.4%	50.0%	17.9%	19.7%	20.3%	21.1%
所得税	-11	-23	-13	-17	-20	-24
所得税率	15.5%	9.5%	12.4%	13.5%	13.5%	14.0%
净利润	59	223	90	110	129	148
少数股东损益	0	16	1	2	2	2
归属于母公司的净利	58	206	89	108	127	146
净利率	20.5%	41.9%	15.4%	16.7%	17.3%	17.9%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	58	223	90	110	129	148
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	14	27	44	40	44	46
非经营收益	-7	-166	-23	-9	-20	-20
营运资金变动	0	-5	3	-12	-20	-24
经营活动现金净流	66	79	114	129	132	150
资本开支	-47	-123	-92	-47	-68	-69
投资	-91	9	4	-1	0	0
其他	36	12	28	38	38	38
投资活动现金净流	-102	-103	-60	-10	-30	-31
股权募资	0	12	8	0	-55	0
债权募资	45	99	-33	-83	-8	-75
其他	-37	-27	-18	-19	-19	-19
筹资活动现金净流	8	84	-43	-103	-83	-94
现金净流量	-27	61	11	16	20	26

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	98	160	184	200	220	246
应收款项	63	128	86	99	110	121
存货	84	94	105	103	117	131
其他流动资产	13	98	40	46	52	58
流动资产	259	480	415	449	499	556
% 总资产	33.9%	44.1%	36.5%	38.3%	39.9%	41.7%
长期投资	103	75	202	203	202	202
固定资产	324	402	421	446	466	483
% 总资产	42.4%	36.9%	37.0%	38.0%	37.2%	36.2%
无形资产	78	121	88	73	82	91
非流动资产	506	608	724	724	752	778
% 总资产	66.1%	55.9%	63.5%	61.7%	60.1%	58.3%
资产总计	765	1,088	1,139	1,172	1,251	1,334
短期借款	126	199	152	84	76	0
应付款项	72	86	126	128	137	141
其他流动负债	32	30	30	35	39	44
流动负债	229	315	308	247	252	185
长期贷款	5	32	2	2	2	3
其他长期负债	8	10	16	0	0	0
负债	242	358	325	249	254	188
普通股股东权益	451	670	753	861	932	1,079
少数股东权益	72	61	61	63	65	67
负债股东权益合计	765	1,089	1,139	1,172	1,251	1,334

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.443	1.564	0.673	0.817	0.960	1.110
每股净资产	3.414	5.073	5.705	6.522	7.063	8.173
每股经营现金净流	0.501	0.600	0.862	0.977	1.001	1.137
每股股利	0.300	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	12.97%	30.83%	11.79%	12.53%	13.59%	13.58%
总资产收益率	7.64%	18.96%	7.79%	9.20%	10.13%	10.98%
投入资本收益率	8.16%	7.41%	7.60%	8.97%	10.34%	11.36%
增长率						
主营业务收入增长率	4.29%	72.62%	16.93%	12.13%	13.46%	11.82%
EBIT增长率	4.66%	24.76%	6.53%	24.70%	22.72%	18.10%
净利润增长率	11.33%	253.24%	-56.98%	21.42%	17.53%	15.57%
总资产增长率	60.11%	42.29%	4.66%	2.94%	6.71%	6.61%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.6	40.6	38.8	40.0	40.0	40.0
存货周转天数	299.0	177.9	178.9	170.0	170.0	170.0
应付账款周转天数	104.8	63.6	72.7	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	346.7	212.9	263.4	242.5	218.7	198.7
偿债能力						
净负债/股东权益	4.71%	9.69%	-3.79%	-12.36%	-14.29%	-21.21%
EBIT利息保障倍数	-87.4	6.0	5.5	6.9	7.8	9.4
资产负债率	31.65%	32.86%	28.55%	21.20%	20.28%	14.09%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	0
买入	0	0	0	0	0
持有	0	0	1	1	1
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	3.00	3.00	3.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2009-03-11	持有	18.60	16.00 ~ 18.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。