

战略定位精细化工产业，提升长期投资价值 重大资产重组公告点评

报告关键点：

- 吸收合并知名农药企业，提升公司长期投资价值
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至35.7元

报告摘要：

- 吸收合并知名农药企业，提升公司长期投资价值。**华邦制药近日公布了《换股吸收合并北京颖泰嘉和科技股份有限公司的预案》，对本次吸收合并即重大资产重组事宜我们持乐观态度。颖泰主要从事农药、化工中间体、精细化工产品的研发、产、销，为国内知名农药化工企业，在中间体的研发方面具有显著优势，同时颖泰与道化学、巴斯夫等国际知名企业形成了良好的长期合作关系。本次吸收合并短期看对公司业绩增厚明显，长期看公司新增农药业务、符合公司未来综合性精细化工企业的战略定位。同时公司和颖泰在人才、研发、市场渠道等方面可以实现优势互补，将大大提升公司的核心竞争力和长期投资价值。
- 预案概述：**颖泰现为华邦参股22.74%股份的公司，本次吸收合并的对价为向李生学等18名自然人定向增发不超过3,551.40万股华邦A股，交换其持有的颖泰77.26%的权益。华邦换股价为23.85元/股，颖泰的换股价为8.56元/股，拟订换股比例为1:2.78，最终换股比例需根据正式出具的评估报告方可确认。颖泰业绩承诺为：09年-2012年净利润分别不低于8,080万元、9,605万元、11,292万元、14,646万元。公司将在本次重组相关的审计及资产评估等工作完成后，再次召开董事会，公告正式吸收合并方案，并将方案提交股东大会审议。最终方案需经中国证监会审议通过后方可实施。本次交易不改变董事长张松山先生的实际控制人地位。
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至35.7元。**我们对公司重组前09-2011年的业绩预测分别为0.92元、0.97元、1.14元；09年剔除芙蓉江公司资产处置收益后的业绩约为0.80元。我们模拟预测公司吸收合并、增发新股后09-2011年的业绩，每股收益分别为1.12元、1.19元、1.40元；09年剔除芙蓉江公司资产处置收益后的业绩为1.02元，09-2011年主营业务 CAGR 17.33%。我们按照2010年1.19元业绩给予30倍的PE，则12个月内合理目标价调高为35.7元，维持“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：**重组后续仍需履行相关审批程序，存在一定的不确定性。

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： **35.70 元**

期限： 12 个月 上次预测： 24.00 元

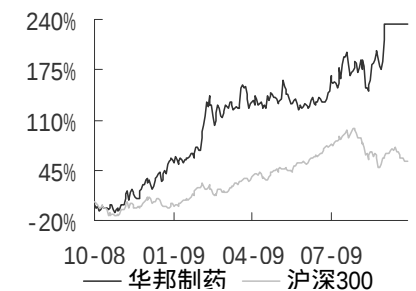
现价： 27.60 元

报告日期： **2009-10-10**

市场数据

总市值(百万元)	3,643.20
流通市值(百万元)	2,745.51
总股本(百万股)	132.00
流通股本(百万股)	99.47
12 个月最高/最低	7.51/28.35 元
十大流通股东(%)	54.23%
股东户数	16,583

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.00	41.15	177.24
绝对收益	0.00	29.57	234.81

研究员

洪露 高级行业分析师
 021-68766073 honglu@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	492.4	575.7	521.0	590.8	673.0
Growth(%)	71.0%	16.9%	-9.5%	13.4%	13.9%
净利润	206.5	88.8	121.9	127.5	149.9
Growth(%)	221.9%	-57.0%	37.2%	4.7%	17.5%
毛利率(%)	62.9%	64.7%	65.6%	65.8%	66.0%
净利润率(%)	41.9%	15.4%	23.4%	21.6%	22.3%
每股收益(元)	1.56	0.67	0.92	0.97	1.14
每股净资产(元)	5.54	6.17	6.60	6.86	7.11
市盈率	14.8	34.4	25.1	24.0	20.4
市净率	4.2	3.8	3.5	3.4	3.3
净资产收益率(%)	30.5%	11.1%	14.5%	14.6%	16.6%
ROIC(%)	41.9%	13.2%	17.1%	16.6%	19.3%
EV/EBITDA	11.2	20.5	17.4	16.5	14.4
股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	1.0%

前期研究成果

- 华邦制药：业绩大幅增长，符合预期**
 2009-07-30
- 华邦制药：皮肤病龙头企业，产业布局趋于完善**
 2009-07-20
- 华邦制药：产业布局趋于完善，持续增长可期**
 2009-04-24

财务报表预测和估值数据汇总
单位 **百万元** **模型更新时间** **2009-7-29**

利润表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	财务指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	492.4	575.7	521.0	590.8	673.0	成长性					
减: 营业成本	182.6	203.2	179.2	202.1	228.8	营业收入增长率	71.0%	16.9%	-9.5%	13.4%	13.9%
营业税费	6.6	7.9	6.1	8.1	9.2	营业利润增长率	234.8%	-59.6%	46.3%	4.7%	16.4%
销售费用	157.2	193.8	157.1	176.1	199.2	净利润增长率	221.9%	-57.0%	37.2%	4.7%	17.5%
管理费用	67.2	87.0	76.4	86.0	97.6	EBITDA 增长率	238.1%	-47.3%	18.4%	4.1%	13.7%
财务费用	13.0	15.4	8.5	9.0	9.5	EBIT 增长率	256.0%	-55.8%	34.1%	4.8%	15.8%
资产减值损失	-1.2	5.8	5.0	2.0	2.0	NOPLAT 增长率	269.0%	-55.3%	26.6%	4.7%	16.9%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	42.3%	-2.3%	7.8%	0.6%	-0.5%
投资和汇兑收益	179.9	36.8	57.0	45.0	51.0	净资产增长率	35.6%	11.4%	6.9%	4.1%	3.5%
营业利润	246.8	99.6	145.7	152.6	177.7	利润率					
加: 营业外净收支	-0.7	3.2	2.0	2.0	4.0	毛利率	62.9%	64.7%	65.6%	65.8%	66.0%
利润总额	246.1	102.8	147.7	154.6	181.7	营业利润率	50.1%	17.3%	28.0%	25.8%	26.4%
减: 所得税	23.4	12.7	21.4	22.4	26.3	净利润率	41.9%	15.4%	23.4%	21.6%	22.3%
净利润	206.5	88.8	121.9	127.5	149.9	EBITDA/营业收入	58.1%	26.2%	34.2%	31.4%	31.4%
资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	EBIT/营业收入	52.8%	20.0%	29.6%	27.3%	27.8%
货币资金	160.5	184.1	220.4	255.9	288.7	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	204	220	280	235	197
应收帐款	122.2	75.5	68.5	77.7	88.5	流动营业资本周转天数	93	88	62	68	70
应收票据	11.4	10.8	11.4	13.0	14.8	流动资产周转天数	270	280	290	279	280
预付帐款	92.2	30.4	30.6	30.8	31.1	应收帐款周转天数	45	38	44	39	39
存货	93.8	105.4	90.0	101.5	114.9	存货周转天数	69	65	70	60	60
其他流动资产	0.0	9.2	3.7	10.7	18.9	总资产周转天数	684	697	793	719	656
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	498	495	562	515	453
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	75.1	202.2	229.8	239.8	239.8	ROE	30.5%	11.1%	14.5%	14.6%	16.6%
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	20.4%	7.9%	10.9%	11.0%	12.5%
固定资产	287.2	415.5	393.8	376.4	358.6	ROIC	41.9%	13.2%	17.1%	16.6%	19.3%
在建工程	114.9	6.0	4.2	3.1	2.5	费用率					
无形资产	89.4	63.9	59.7	55.8	52.2	销售费用率	31.9%	33.7%	30.2%	29.8%	29.6%
其他非流动资产	41.9	36.4	42.7	41.0	37.2	管理费用率	13.6%	15.1%	14.7%	14.6%	14.5%
资产总额	1,088.6	1,139.3	1,154.9	1,205.7	1,247.1	财务费用率	2.6%	2.7%	1.6%	1.5%	1.4%
短期债务	176.7	121.6	130.5	130.0	120.0	三费/营业收入	48.2%	51.4%	46.4%	45.9%	45.5%
应付帐款	83.5	87.1	76.1	85.8	97.2	偿债能力					
应付票据	0.1	30.4	24.5	27.7	31.3	资产负债率	32.9%	28.5%	26.1%	26.6%	26.7%
其他流动负债	31.1	38.3	41.8	45.7	51.1	负债权益比	49.0%	40.0%	35.4%	36.2%	36.5%
长期借款	32.3	1.7	1.7	2.0	2.0	流动比率	1.53	1.35	1.45	1.58	1.74
其他非流动负债	11.8	15.9	13.2	16.6	20.5	速动比率	1.21	1.00	1.13	1.24	1.37
负债总额	357.8	325.3	308.1	328.1	342.6	利息保障倍数	19.93	7.48	18.14	17.95	19.70
少数股东权益	61.2	61.0	65.4	70.1	75.5	分红指标					
股本	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	DPS(元)	-	-	0.18	0.19	0.23
留存收益	537.7	621.0	673.1	703.8	730.5	分红比率	0.0%	0.0%	20.0%	20.0%	20.0%
股东权益	730.9	814.1	870.6	905.9	938.0	股息收益率	0.0%	0.0%	0.8%	0.8%	1.0%
现金流量表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	业绩和估值指标	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	222.6	90.1	121.9	127.5	149.9	EPS(元)	1.56	0.67	0.92	0.97	1.14
加: 折旧和摊销	28.6	38.0	24.2	24.1	24.0	BVPS(元)	5.54	6.17	6.60	6.86	7.11
资产减值准备	-1.2	5.8	5.0	2.0	2.0	PE(X)	14.8	34.4	25.1	24.0	20.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	4.2	3.8	3.5	3.4	3.3
财务费用	-0.7	13.0	15.4	8.5	9.0	P/FCF	44.2	104.5	36.5	23.9	20.2
投资收益	-179.9	-36.8	-57.0	-45.0	-51.0	P/S	6.2	5.3	5.9	5.2	4.5
少数股东损益	16.2	1.3	4.4	4.6	5.4	EV/EBITDA	11.2	20.5	17.4	16.5	14.4
营运资金的变动	-0.3	-3.5	10.2	-8.6	-8.5	CAGR(%)	-16.0%	19.9%	12.7%	16.9%	16.3%
经营活动产生现金流量	79.2	113.8	117.3	113.7	131.3	PEG	-0.9	1.7	2.0	1.4	1.3
投资活动产生现金流量	-102.7	-59.6	27.2	32.9	48.9	ROIC/WACC	4.3	1.4	1.8	1.7	2.0
融资活动产生现金流量	84.3	-44.1	-34.0	-34.7	-49.5	REP	0.9	2.9	2.1	2.1	1.8

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，高级医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2008 年度《新财富》最佳分析师入围，2009 年被评为《今日投资》中国十佳明星分析师。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	李国瑞	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68763872	ligr@essence.com.cn
南方	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765206	nanfang@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	马正南	北京联系人
010-66581676	zhourong@essence.com.cn	010-66581668	mazn@essence.com.cn
李昕	北京联系人	潘琳	深圳联系人
010-66581689	lixin@essence.com.cn	0755-82558268	panlin@essence.com.cn
张茜萍	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558089	zhangqp@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李瑾	深圳联系人		
0755-82558084	lijin@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
 邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
 邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
 邮编: 100034