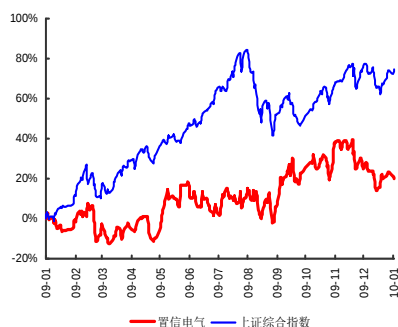


2010 年 01 月 07 日

华邦制药（002004）收购分析报告

评级：推荐

52 周走势



报告作者

医药研究员：洪阳

0510-82832380

hongy@glsc.com.cn

医药研究员：周静

Zhoujing@glsc.com.cn

独立性申明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

公告内容： 华邦制药通过换股方式吸收合并颖泰嘉和，华邦制药为拟吸收合并方和吸收合并完成后的存续方，颖泰嘉和为被吸收合并方。华邦制药以发行股票作为对价，交换李学生等十八名自然人股东所持颖泰嘉和 77.2563% 的股权按，颖泰嘉和的整体评估值 109,617.22 万元，换股价格为 8.56 元/股，本次交易需要华邦制药发行 3549.30 万股。

公告点评：

一、 收购的业绩承诺

颖泰嘉和及颖泰嘉和股东承诺颖泰嘉和经审计扣除非经常性损益后归属于母公司的净利润 2009 年度为 8,069.91 万元，2010 年度为 9,600 万元、2011 年度为 11,280.26 万元，2012 年度为 14,629.99 万元。如果颖泰嘉和 2009-2010 各年度经审计扣除非经常性损益后归属母公司的净利润低于上述预测数或发生亏损，原股东将以现金方式进行补充。但是颖泰嘉和能否做到这一盈利目标，我们将对颖泰嘉和的企业竞争力进行分析。

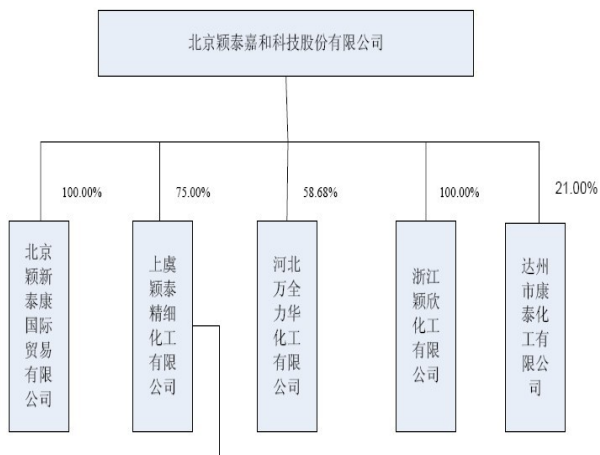
二、 收购“颖泰嘉和”对华邦的影响

1、“颖泰嘉和”成色几何？

（1）、颖泰嘉和的核心竞争力分析

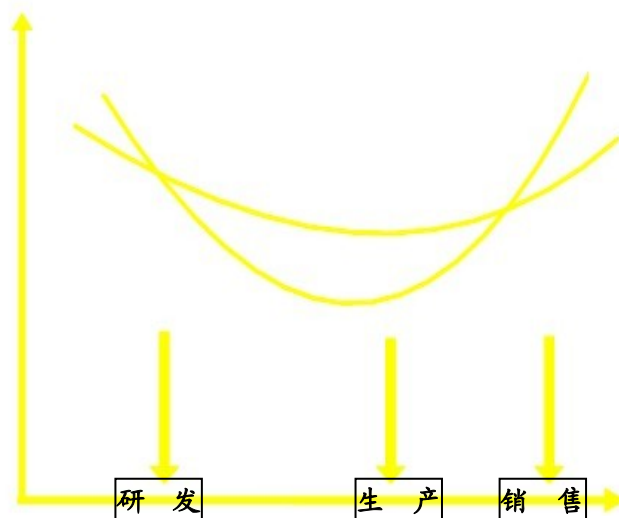
“颖泰嘉和”作为一家国内主要原药出口企业，采取了和以研发带动市场，以市场带动销售，以销售带动生产的发展路径，推行哑铃式的发展模式，将技术研发和市场确立为企业发展的两个重点，凭借领先的技术优势和良好的市场渠道，设立专属生产的业务模式。农药的开发具有高风险、高投入和周期长等特点，强大的研发力量和完善的销售网络是企业的核心优势。

图表1: 颖泰嘉和及子公司股权图



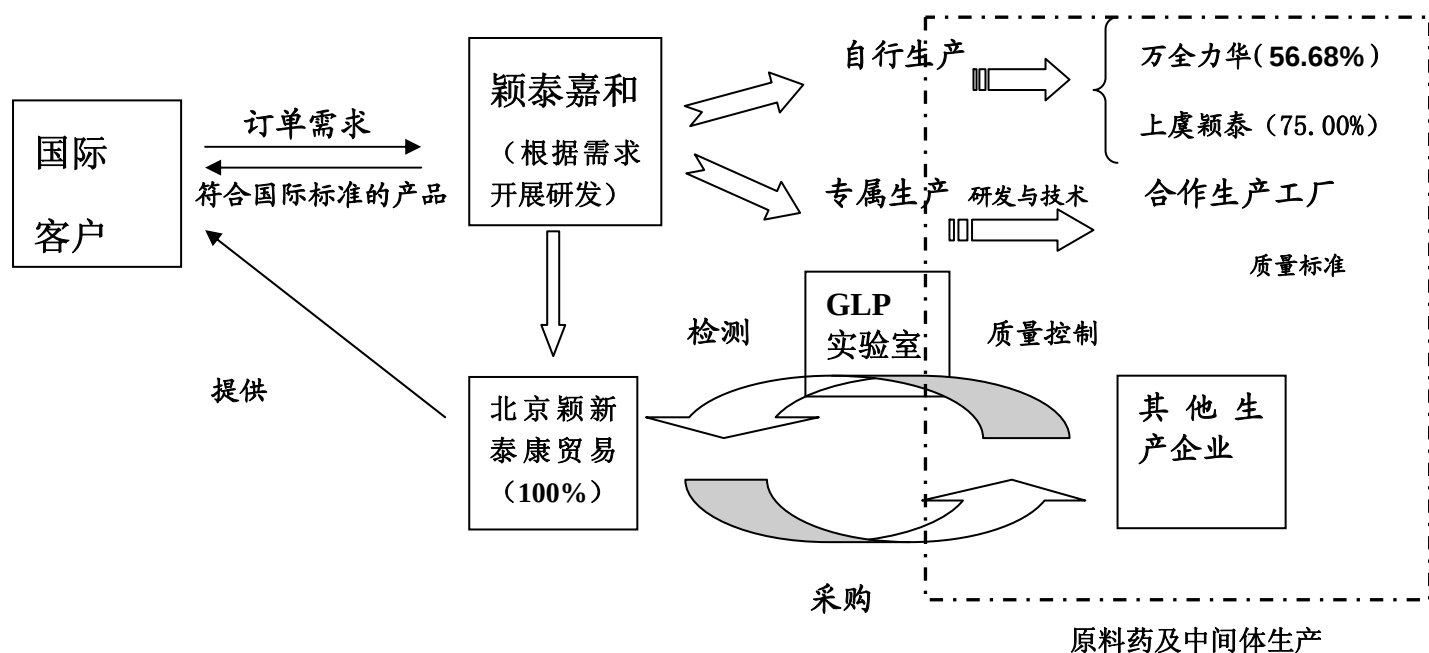
数据来源: 国联证券研究所

图表2: 农药产业的微笑曲线



数据来源: 国联证券研究所

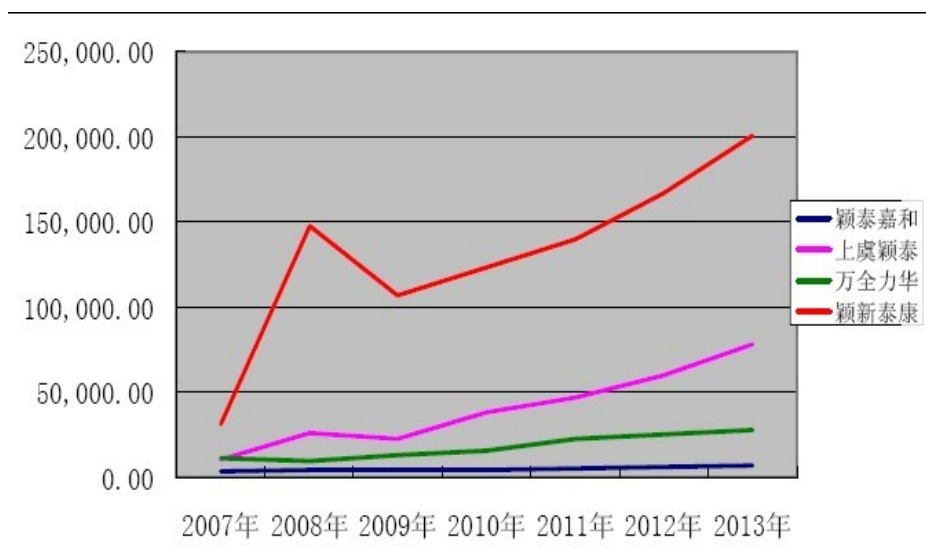
公司依靠技术、生产、研发等优势，颖泰嘉和通过向第三方技术输出的方式有效解决了自主生产能力不能满足客户需要的问题，并通过科技含量的营销体系保证了战略合作供应商的合作关系，开创了富有特色专属生产业务模式，占据了国内“行业微笑曲线”的两端，在较小固定资产投入的情况下实现了较大规模的销售，以较小的投入实现了较大规模的利润。



(2)、“颖泰嘉和”未来的盈利贡献

从下图中，我们可以看到公司预计未来“颖新泰康”和“上虞颖新”将有较大幅度的增长，但是我们认为 2010 年随着国际原药市场需求的回复，公司将迎来行业的复苏。但是从行业长期发展的角度来看，随着欧盟、美日等发达国家和地区绿色壁垒的增多，农药国际贸易的难度系数进一步加大。而国内农药市场随着农民投入积极性的提高，将会保持持续稳定的增长。尤其是受国际金融危机的影响，2009 年上半年我国农药出口同比有所下降，国际贸易的萎缩将使一部分以外贸为主营业务的农药企业迅速把营销的重点向国内转移，同时，先正达、杜邦、拜耳等跨国“巨无霸”因为环保压力和投入的逐步加大，也有意将农药等精细化工品种向发展中国家转移。因此我们认为，未来公司的增长点应该是国内的上虞颖泰和万全力华，而主导出口贸易的颖新泰康增速可能没有公司预期的那么乐观。

图表3: “颖泰嘉和”及子公司营收增速图



数据来源：公司公告

我们根据公司收购公告对于未来两年的盈利预测数据进行了企业价值的分析，从下表中，我们可以看到根据 2009 年和 2010 年的净利润，同时参考目前上市公司中农药板块的动态市盈率，颖泰嘉和的合理价值区间在 12.88-16.11 元/股。但由于我们是直接利用净利润数据进行估值分析，在合并至华邦制药的过程中可能面临所得税的问题，因此也存在着对整体估值高估的可能性！

但是我们认为，在假设中有以下几个变量将成为未来决定颖泰嘉和市值的因素。

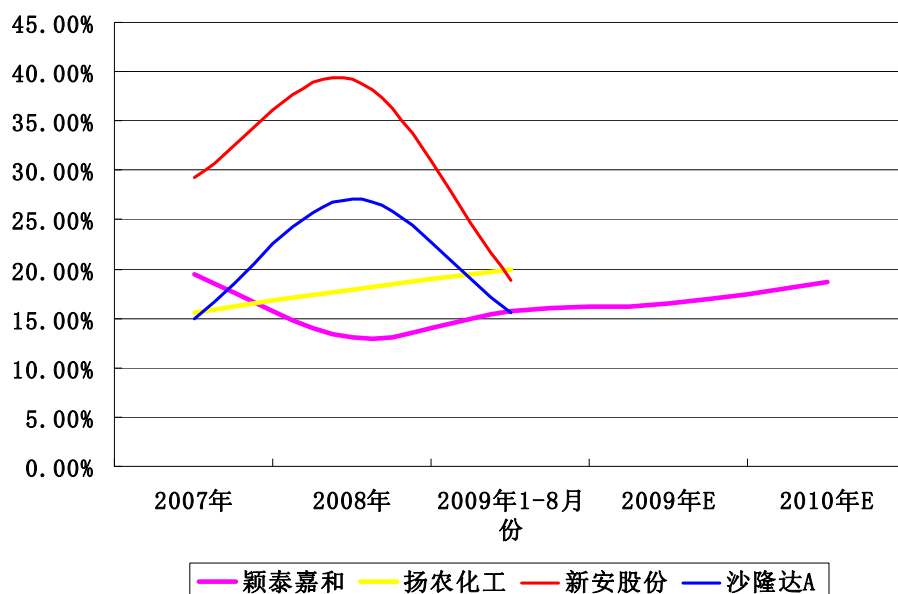
1、公司的净利润能否超预期，我们认为公司至少可以实现承诺业绩，因为有大股东的现金承诺保证，而能否超预期，则要看公司在此轮复苏以及产业转移过程中的受益程度如何？

2、公司的估值能否得到提升，我们认为颖泰嘉和不同于一般的农药企业，公司在国际营销渠道和研发领域具有很强的实力和竞争力，因此独特的竞争模式应该可以赋予超出行业的估值溢价。但是公司近几年只有不到 20%的毛利率，即使在整个农药行业中也属于中下游，让我们感到奇怪！

	2009 年	2010 年	2011 年
公司预测净利润（百万元）	80.70	96.00	112.80
市值分析			
农药板块动态市盈率	33.43	22.48	16.71
颖泰嘉和（亿元）	26.98	21.58	18.88
折合每股（合并后,元）	16.11	12.88	

数据来源：公司公告、wind

图表4: 颖泰嘉和销售毛利率（合并）



数据来源：国联证券、公司公告

2、收购对华邦的产业链贡献

(1)、提升华邦研发与出口的实力

颖泰嘉和是国内第一家建立GLP实验室的企业，聚集了一大批高学历、实力强、经验丰富的研发人才和留学回国人才。基于医药和农药行业化学专有技术相通的事实，比如手性合成方面的专有技术等，在农药和医药手性化合物的应用，合作双方可以充分利用双方的专有知识、研发资源，提高研发水平和精细化学方面的专业化能力，加快新产品开发、提高产品质量等级以及促进医药产品到国外登记，加快华邦制药医药、原料药的国际化。

华邦这些年从江汉药业的收购以来一直致力于原料药的出口，颖泰嘉和拥有大量留学回国和具有国际化视野和能力的人才，客户均为国际知名的大型化学公司，如陶氏化学、巴斯夫等。颖泰嘉和具有丰富的原料药出口经验，吸收合并颖泰嘉和完成后，华邦制药可以实现与其的国际化模式与渠道共享，加快华邦制药的原料药出口步伐。

(2)、整合全产业链资源，增强华邦的核心竞争力

华邦制药与“颖泰嘉和”均有优秀的精细化工成品的制造基地，其原料和中间体均为精细化工产品，交易完成后有助双方在生产平台、原料和中间体相互协作等方面发挥协同作用，例如可以充分利用两家公司生产平台并建立共同的供应链管理体系，降低采购成本和生产成本，“颖泰嘉和”的生产基地也可以生产华邦制药所需的中间体。

三、华邦整体市值的分析

1、华邦主业市值分析

华邦制药主营皮肤科类药品，公司主营的品种中，他扎罗汀（4个品规）、盐酸左西替利嗪（2个品规）、地奈德乳膏、二丙酸倍他米松乳膏为国内首仿品种，同时他扎罗汀、地奈德乳膏、二丙酸倍他米松乳膏均为国内独家品种，利福平冻干粉针为国内独家剂型。阿维A胶囊有合成专利技术。

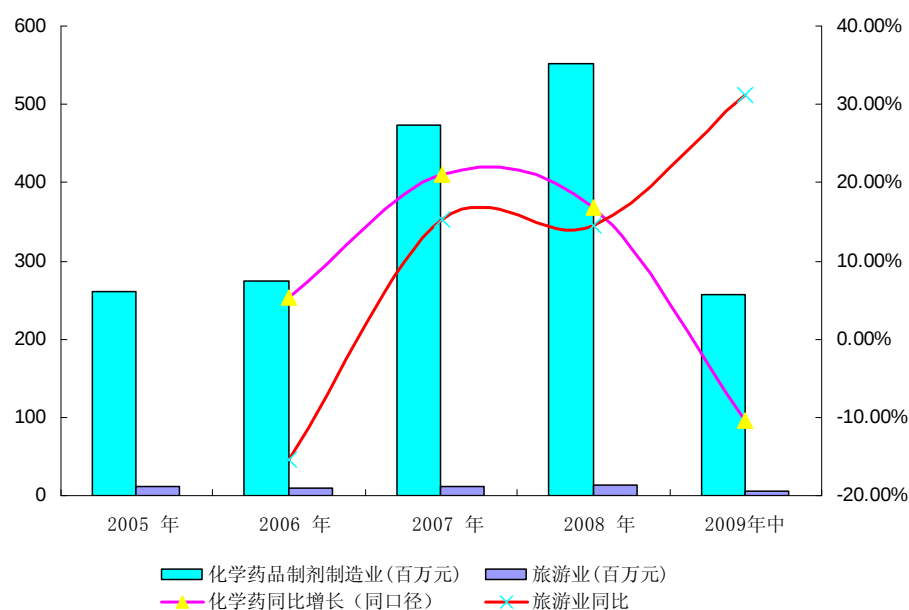
良好的产品质量和疗效保证了公司产品的销量和市场份额，华邦制药皮肤类药品连续四年（2005-2008）市场份额位居全国第一，2008年的市场占有率9.66%。

类别	容量估算（亿元）	公司产品	公司份额
抗真菌药（系列）	30-50	无	无
抗组胺药	17	左西替利嗪	4.72%
其他抗病毒药	15-16	无	无
全身用皮质激素	14-15	无	无
外用皮质激素	8-9	地奈德、丁酸氢化可的松	6.82%
消毒剂	5-6	联苯苄唑、萘替芬酮康唑 曲安奈德益康唑	5%
抗银屑病	3-4	阿维 A、复方氨肽素、他扎罗汀	28%
抗痤疮药	2.5-3	维胺酯、维 A 酸、维胺酯维 E	40%
外用抗病毒药	1	喷昔洛韦	12%

数据来源：公司公告

虽然公司在皮肤病的细分市场占有教大的份额，但是从上表中，我们可以看到公司的产品基本都是集中在皮肤病容量较小的市场中，而比较大抗真菌、其他抗病毒药和全身用皮质激素用药公司均为涉及，这就限制了公司产品的发展空间。我们从下图也可以清晰地看到公司的化学药品制剂增速从 2007 年开始增速明显放缓，2009 年上半年出现了同比负增长。

图表4: 颖泰嘉和销售毛利率（合并）



数据来源：国联证券、公司公告

2、华邦整体市值分析

虽然公司在收购报告中也作出了对于华邦制药 2009 年和 2010 年的相关盈利预测，但是我们认为对于其中投资收益部分有值得商榷的地方。因此我们根据公司主导产品的增长趋势以及历史毛利率和费用假设对华邦制药 2009 年-2010 年的利润也作出华邦制药医药部分资产的盈利预测。

2009 年和 2010 年化学制剂子行业动态市盈率分别是 35.25X 和 28.42X，我们认为基本反映了整个行业的成长性和盈利能力。考虑到华邦制药在皮肤病子行业的较强竞争力，理应可以享受行业平均的估值水平。据此，我们分析华邦制药的医药资产市值在 38.32-39.85 亿元，折合每股 22.95 元-23.86 元。

华邦医药资产利润与估值分析	2009 年	2010 年	2011 年
公司预测净利润（百万元）	113.04	134.82	157.74
市值分析			
化学制剂子行业动态市盈率	35.25	28.42	23.46
华邦制药医药资产市值（亿元）	39.85	38.32	37.01
折合每股（合并后,元）	23.86	22.95	

数据来源：国联证券、wind

四、投资建议

我们分别对“颖泰嘉和”和华邦制药现有医药资产的盈利和市值进行了相关的分析，两者合计的市值价值 59.90-66.83 亿元，折合每股 35.87-39.90 元。但是考虑到我们对颖泰嘉和引用的是公司承诺的业绩，未来有较大的提升弹性。同时华邦的江汉制药的原料药出口借助颖泰的国际渠道实现突破，以及对丽江旅游的收购都将可能从业绩和估值两方面提高公司的市值。但鉴于目前的估值已经超过我们的合理价值区间，因此给予“谨慎推荐”评级。

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区浦东南路 588 号浦发大厦 18 楼

电话: 021-58766036

传真: 021-58408396

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。