

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

业绩基本符合预期，吸收合并颖泰嘉和值得期待

事件描述

华邦制药7月22日公布2010年中报，主要内容如下：

2010年1-6月，公司实现营业收入258,735,062.53元，比上年同期下降1.28%，营业利润47,953,051.78元，比上年同期下降38.05%，实现净利润45,798,399.48元，比上年同期下降24.18%，扣除非经常性损益后，公司主营业务实现净利润42,957,076.89元，比2009年同期增加4,069,157.36元，同比增长10.46%。

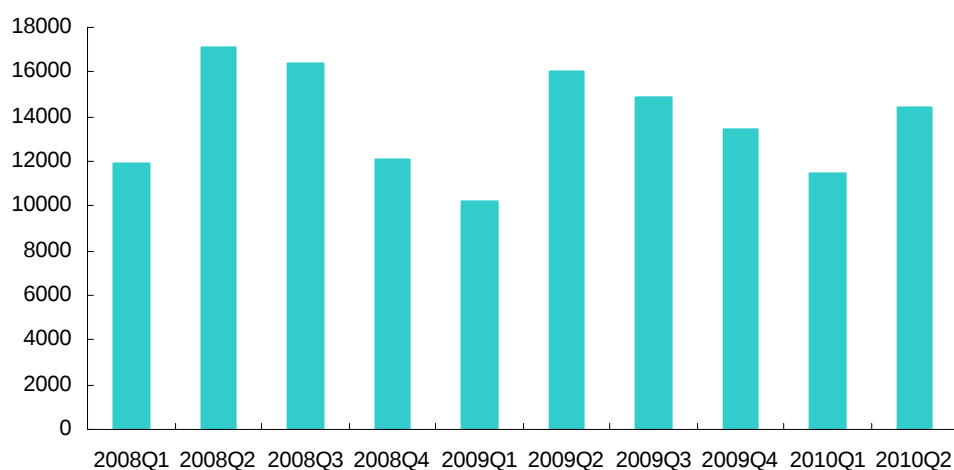
事件评论

第一，主营收入基本平稳，非经常性损益导致净利润同比下降

2010年1-6月，公司实现营业收入2.59亿元，比上年同期下降1.28%，基本保持平稳。

公司净利润下降的主要原因是2009年1-6月份华邦酒店转让芙蓉江公司收益1924万元，而2010年1-6月无以上收益，扣除非经常性损益，公司主营业务实现净利润4295.7万元，同比增长10.46%。

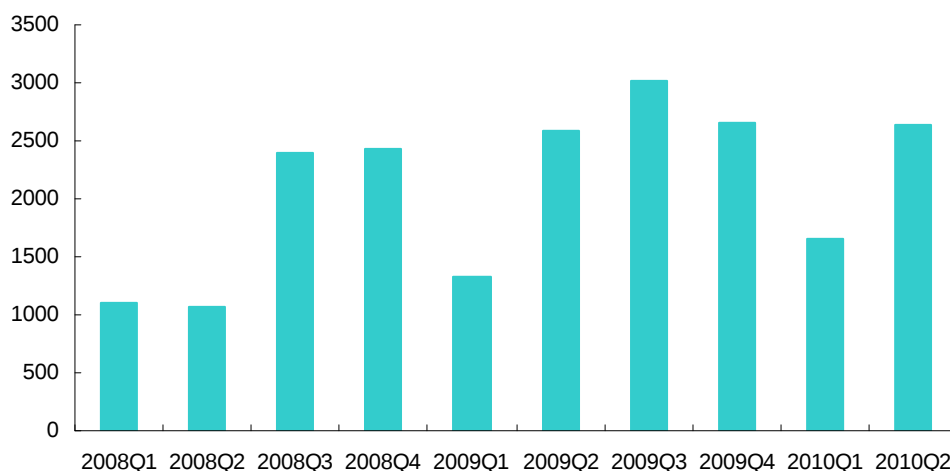
图 1：2008-2009 年公司营业收入情况（单位：万元）



资料来源：Wind，长江证券研究部

2008-2010 年，公司扣非后的净利润保持较好的增长。

图 2：2008-2009 年公司扣非后净利润情况（单位：万元）

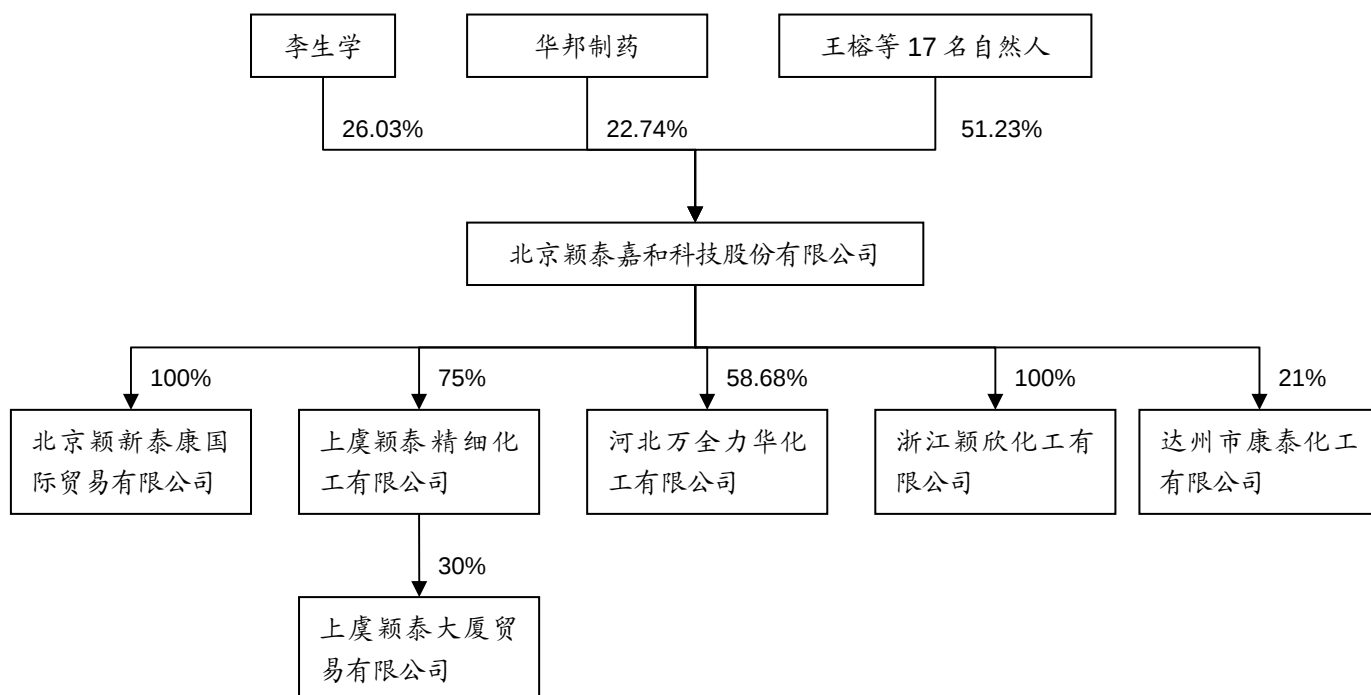


资料来源：Wind, 长江证券研究部

第二，预计吸收合并颖泰嘉和年内完成，有助于中长期发展

公司拟通过换股方式吸收合并北京颖泰嘉和科技股份有限公司，本次交易需要公司新发行股票 3549.30 万股，需得到中国证监会的核准。公司已经上报了申请文件，2010 年 2 月 21 日证监会正式受理。4 月 8 日，公司收到了证监会反馈意见，要求在 30 个工作日内对有关问题做出书面解释和说明。由于反馈意见有关事项还需进一步核实，公司申请延期报送回复材料。公司在有关事项核实后，将尽快向证监会回复意见。预计公司年内将完成吸收合并，交易完成后，公司将涵盖农药和制药两个领域，增厚公司业绩，是公司未来发展新的增长极。

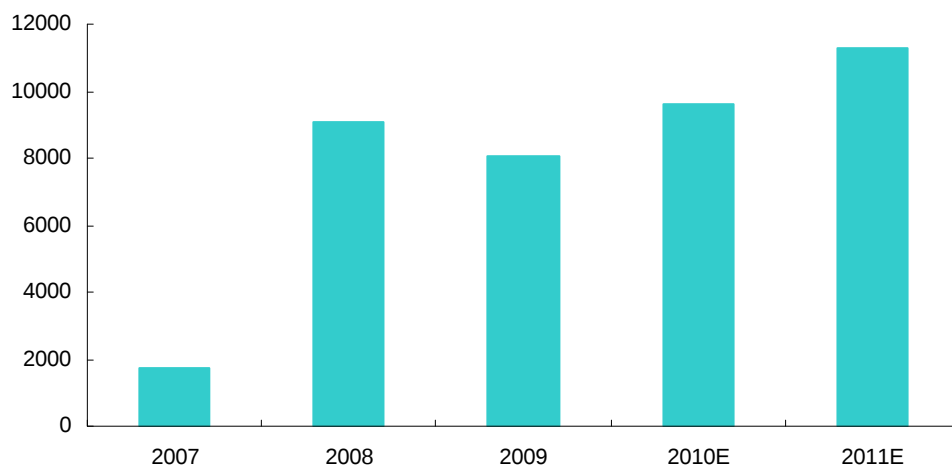
图 3：交易前，颖泰嘉和股权结构



资料来源：公司公告, 长江证券研究部

颖泰嘉和主要从事农药、化工中间体、精细化工产品的生产和销售，是国内知名的农药化工企业，在化工中间体的研发方面具有显著优势，同时颖泰与 DOW、巴斯夫等国际知名企业形成了良好的长期合作关系。

图 4：颖泰嘉和 2007-2011E 年净利润情况（单位：万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司与颖泰嘉和业务具有很强的互补性，从行业划分来看，都属于大的精细化工行业；公司拥有良好的国内渠道，颖泰具有较好的国际渠道。交易完成后，颖泰通过公司大的上市平台，将获得更广的融资渠道和发展平台。

第三，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.97 元、1.35 元，维持公司“推荐”评级

考虑到颖泰嘉和的贡献，预计 2010-2011 年 EPS 分别为 0.97 元、1.35 元，公司未来将保持比较高的增长，我们维持公司的“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	545	790	1026	1334	货币资金	165	296	563	899
营业成本	190	284	349	400	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	355	505	677	934	应收账款	72	104	136	177
% 营业收入	65.2%	64.0%	66.0%	70.0%	存货	116	176	216	246
营业税金及附加	7	11	14	18	预付账款	48	68	84	96
% 营业收入	1.4%	1.4%	1.4%	1.4%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	159	221	298	374	流动资产合计	416	665	1023	1448
% 营业收入	29.2%	28.0%	29.0%	28.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	85	124	161	209	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	长期股权投资	213	213	213	213
财务费用	8	1	-1	-3	投资性房地产	16	16	16	16
% 营业收入	1.4%	0.1%	-0.1%	-0.2%	固定资产合计	733	594	455	318
资产减值损失	11	0	0	0	无形资产	62	59	56	53
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	22	22	22	22
投资收益	53	0	0	0	递延所得税资产	10	0	0	0
营业利润	137	148	206	335	其他非流动资产	-330	-330	-330	-330
% 营业收入	25.2%	18.8%	20.1%	25.1%	资产总计	1143	1239	1456	1742
营业外收支	10	0	0	0	短期贷款	84	0	0	0
利润总额	147	148	206	335	应付款项	41	60	73	84
% 营业收入	27.1%	18.8%	20.1%	25.1%	预收账款	8	11	14	19
所得税费用	18	18	25	41	应付职工薪酬	11	16	20	23
净利润	129	130	181	294	应交税费	21	4	5	7
归属于母公司所有者					其他流动负债	52	74	95	116
的净利润	127.7	128.6	178.6	290.5	流动负债合计	216	165	208	249
少数股东损益	2	2	2	4	长期借款	2	2	2	2
EPS (元/股)	0.97	0.97	1.35	2.20	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	28	28	28	28
经营活动现金流净额	124	207	283	396	负债合计	246	195	237	278
取得投资收益	21	0	0	0	归属于母公司	838	947	1099	1346
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	26	0	0	0	少数股东权益	59	61	63	67
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	897	1008	1162	1413
固定资产投资	-67	-8	-10	-13	负债及股东权益	1143	1203	1400	1691
其他	18	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-24	-8	-10	-13		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.967	0.974	1.353	2.201
股权融资	0	0	0	0	BVPS	6.35	7.18	8.33	10.20
银行贷款增加 (减少)	-59	-84	0	0	PE	47.05	46.73	33.64	20.68
筹资成本	52	-20	-25	-41	PEG	1.49	1.48	1.07	0.66
其他	-104	0	0	0	PB	7.17	6.34	5.47	4.46
筹资活动现金流净额	-110	-105	-25	-41	EV/EBITDA	31.74	19.04	15.28	10.51
现金净流量	-11	95	247	342	ROE	15.2%	13.6%	16.2%	21.6%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 Wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区副总经理	(8621) 68755178	13817111316 yimin@cjsc.com.cn
魏媛红	华北区总经理	(8621) 68751860	13681605823 weiyh@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 Chengyang1@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 Zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看 好： 相对表现优于市场 中 性： 相对表现与市场持平 看 淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推 荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10%之间 中 性： 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间 减 持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，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、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。