

华邦制药：中报稳增，外延式并购加速发展 2010 年中报点评

报告关键点：

- 主业盈利增稳，基本符合预期
- 维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价62.4元

报告摘要：

- **主业盈利增稳，基本符合预期。**2010年中报公司实现营业收入2.59亿元，同比下降1.28%；新产品地奈德乳膏同比增长39.12%，但老产品方希、复方氨肽素片销售有不同程度的下降，导致整体制剂销售下降了6.19%；原料药销售增长了4.40%。整体毛利率62.23%，同比下降3.38个百分点。三项费用及资产减值占营业收入的比例为50.61%，同比增加了2.71个百分点。投资收益为2,145万元，同比减少了1,266万元，主要系去年同期有华邦酒店转让芙蓉江公司股权收益1,924万元所致。净利润为4,580万元，同比减少了24.18%，每股收益0.35元，主要因减少了股权投资收益所致。扣除非经常性损益后的净利润4,296万元，同比增长10.46%，扣非后每股收益为0.326元，主业盈利增长稳健。
- **并购北京颖泰，提升长期投资价值。**公司拟通过换股方式吸收合并研发和销售均具备优势的农药公司北京颖泰，以颖泰股东权益评估值109,617万元为基础确定公司23.86元/股和颖泰8.56元/股的换股价，即换股比例为1: 2.79股，为此公司需增发股票3,549.30万股。2010年2月21日上述方案已获中国证监会的正式受理。2010年4月8日，公司收到了反馈意见，公司因下属公司较多，均需出具环保核查报告，故已向中国证监会申请延期报送反馈意见回复材料，待相关事宜落实后，立即回复反馈意见。2010年1-6月按权益法核算的北京颖泰公司投资收益1,283万元，对应颖泰的利润为5,641万元，同比增长约50%，盈利趋势非常好。
- **内延式增长稳健，外延式并购加速发展。**公司立足于皮肤病细分领域，通过资本运营，围绕医药、精细化工上下游并购的战略思路清晰。先后并购了汉江药业、北京颖泰，增加了医药原料药、农药新的支柱产业，产业布局趋于完善，不断提高盈利能力和竞争力，使公司更具长期的投资价值。
- **维持“增持-A”的投资评级，及12个月目标价62.4元。**我们维持公司重组前2010-2011年的业绩预测分别为0.97元、1.14元；吸收合并北京颖泰后备考报表业绩分别为1.30元、1.56元；维持12月目标价62.4元，及“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	575.7	544.5	590.8	672.9	768.5
Growth(%)	16.9%	-5.4%	8.5%	13.9%	14.2%
净利润	95.6	129.2	129.3	152.5	172.7
Growth(%)	-54.3%	35.4%	-0.2%	17.9%	13.2%
毛利率(%)	64.7%	65.2%	66.0%	66.2%	66.2%
净利润率(%)	16.4%	23.4%	21.6%	22.3%	22.1%
每股收益(元)	0.71	0.97	0.97	1.14	1.29
每股净资产(元)	6.23	6.80	7.18	7.62	8.13
市盈率	68.4	50.5	50.7	43.0	37.9
市净率	7.8	7.2	6.8	6.4	6.0
净资产收益率(%)	11.6%	14.4%	13.6%	15.2%	16.1%
ROIC(%)	13.0%	16.2%	15.2%	16.7%	17.6%
EV/EBITDA	41.8	34.9	38.2	33.1	29.4
股息收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.4%	1.6%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
62.40 元

期限： 12 个月 上次预测： 62.40 元

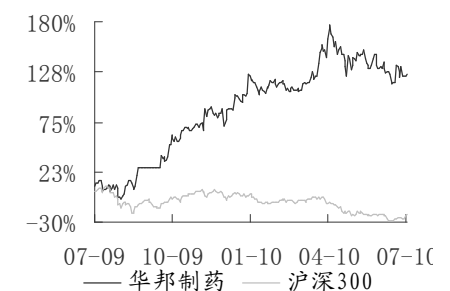
现价： 48.89 元

报告日期：
2010-07-21

市场数据

总市值(百万元)	6,453.48
流通市值(百万元)	4,863.33
总股本(百万股)	132.00
流通股本(百万股)	99.47
12 个月最高/最低	20.03/60.40 元
十大流通股(%)	56.63%
股东户数	4,988

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(1.40)	(2.39)	147.93
绝对收益	(2.81)	(17.69)	125.38

研究员

洪露
首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

证书编号

S1450210010306

前期研究成果

华邦制药：主业稳增，产业布局趋于完善

2010-04-22

华邦制药：内生性增长稳定，外延并购进展顺利

2010-03-07

华邦制药：业绩大幅增长，符合预期

2009-10-23

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-21

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	575.7	544.5	590.8	672.9	768.5	成长性					
减: 营业成本	203.2	189.7	200.9	227.4	260.1	营业收入增长率	16.9%	-5.4%	8.5%	13.9%	14.2%
营业税费	7.9	7.4	8.0	9.1	10.4	营业利润增长率	-57.4%	30.7%	6.8%	17.9%	13.9%
销售费用	193.8	159.2	194.1	219.4	252.1	净利润增长率	-54.3%	35.4%	-0.2%	17.9%	13.2%
管理费用	87.0	85.3	83.3	94.9	109.1	EBITDA 增长率	46.9%	18.4%	-8.4%	15.8%	12.7%
财务费用	15.4	7.6	-0.9	-1.2	-1.4	EBIT 增长率	50.4%	20.3%	0.6%	17.8%	13.9%
资产减值损失	5.8	10.7	6.0	5.0	4.0	NOPLAT 增长率	-53.4%	24.5%	-5.4%	17.9%	13.2%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-0.4%	1.0%	7.7%	6.9%	6.5%
投资和汇兑收益	42.3	52.8	47.3	54.8	63.0	净资产增长率	12.5%	9.1%	5.6%	6.2%	6.6%
营业利润	105.1	137.4	146.8	173.1	197.1	利润率					
加: 营业外净收支	3.2	10.0	1.0	1.0	-	毛利率	64.7%	65.2%	66.0%	66.2%	66.2%
利润总额	108.3	147.4	147.8	174.1	197.1	营业利润率	18.3%	25.2%	24.8%	25.7%	25.7%
减: 所得税	12.7	18.1	18.5	21.6	24.4	净利润率	16.4%	23.4%	21.6%	22.3%	22.1%
净利润	95.6	129.2	129.3	152.5	172.7	EBITDA/营业收入	27.1%	34.0%	28.7%	29.2%	28.8%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	20.9%	26.6%	24.7%	25.5%	25.5%
货币资金	184.1	165.4	173.0	188.3	208.3	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	220	269	237	200	168
应收帐款	75.5	72.3	93.6	108.2	118.6	流动营业资本周转天数	114	94	122	146	157
应收票据	10.8	11.6	13.8	15.7	17.9	流动资产周转天数	280	275	271	272	273
预付帐款	30.4	47.6	63.6	81.8	102.7	应收帐款周转天数	38	42	41	43	42
存货	105.4	116.5	125.0	137.1	153.1	存货周转天数	65	75	76	72	70
其他流动资产	9.2	3.0	4.6	12.8	22.3	总资产周转天数	699	757	705	644	600
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	524	556	534	503	470
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	210.3	213.3	213.2	219.9	229.9	ROE	11.6%	14.4%	13.6%	15.2%	16.1%
投资性房地产	-	15.9	-	-	-	ROA	8.3%	11.3%	11.1%	12.3%	13.1%
固定资产	415.5	399.0	379.7	366.2	353.0	ROIC	13.0%	16.2%	15.2%	16.7%	17.6%
在建工程	6.0	2.5	3.3	5.0	6.0	费用率					
无形资产	63.9	62.3	64.1	68.8	76.3	销售费用率	33.7%	29.2%	32.9%	32.6%	32.8%
其他非流动资产	36.4	33.7	36.3	35.1	34.1	管理费用率	15.1%	15.7%	14.1%	14.1%	14.2%
资产总额	1,147.4	1,143.0	1,170.1	1,238.9	1,322.1	财务费用率	2.7%	1.4%	-0.2%	-0.2%	-0.2%
短期债务	121.6	84.2	77.0	86.8	92.0	三费/营业收入	51.4%	46.3%	46.8%	46.5%	46.8%
应付帐款	87.1	90.0	74.3	84.1	103.3	偿债能力					
应付票据	30.4	-	-	-	-	资产负债率	28.3%	21.5%	19.2%	18.9%	19.0%
其他流动负债	68.6	42.0	43.9	32.3	22.3	负债权益比	39.6%	27.4%	23.8%	23.4%	23.4%
长期借款	1.7	1.7	1.7	1.7	1.7	流动比率	1.35	1.93	2.43	2.68	2.86
其他非流动负债	15.9	27.7	28.6	30.3	32.2	速动比率	1.00	1.37	1.77	1.98	2.14
负债总额	325.3	245.7	225.5	235.2	251.5	利息保障倍数	7.84	19.12	-157.58	-142.77	-144.24
少数股东权益	61.0	59.3	64.8	71.3	78.6	分红指标					
股本	132.0	132.0	132.0	132.0	132.0	DPS(元)	-	0.33	0.58	0.68	0.77
留存收益	629.1	706.0	750.6	803.1	862.7	分红比率	0.0%	34.1%	60.0%	60.0%	60.0%
股东权益	822.2	897.3	947.3	1,006.5	1,073.3	股息收益率	0.0%	0.7%	1.2%	1.4%	1.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	90.1	129.2	129.3	152.5	172.7	EPS(元)	0.71	0.97	0.97	1.14	1.29
加: 折旧和摊销	38.0	41.8	23.6	24.3	25.2	BVPS(元)	6.23	6.80	7.18	7.62	8.13
资产减值准备	5.8	10.7	6.0	5.0	4.0	PE(X)	68.4	50.5	50.7	43.0	37.9
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	7.8	7.2	6.8	6.4	6.0
财务费用	13.0	15.4	7.6	-0.9	-1.2	P/FCF	-	123.8	94.8	63.6	55.2
投资收益	-36.8	-52.8	-47.3	-54.8	-63.0	P/S	11.2	11.9	10.9	9.6	8.4
少数股东损益	1.3	1.6	1.9	2.3	2.6	EV/EBITDA	41.8	34.9	38.2	33.1	29.4
营运资金的变动	-3.8	4.7	-81.4	-58.8	-52.2	CAGR(%)	16.8%	10.1%	15.6%		
经营活动产生现金流量	113.8	123.5	31.2	69.3	87.9	PEG	4.1	5.0	3.3		
投资活动产生现金流量	-59.6	-23.6	39.4	35.0	37.0	ROIC/WACC	1.3	1.7	1.6	1.7	1.8
融资活动产生现金流量	-44.1	-110.5	-72.7	-77.1	-92.5	REP	5.8	4.6	4.6	3.9	3.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，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。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

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

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lyye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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