



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

证券研究报告

2011年3月25日

小盘股

研究部

曾令波¹

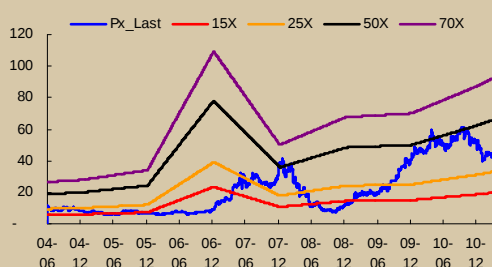
分析师，SAC 执业证书编号：
S0080200010008
zenglb@cicc.com.cn

推荐

华邦制药 (002004.SZ)

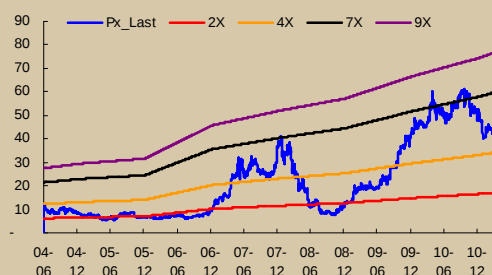
静待吸收合并通过

图表 1: 历史股价表现和市盈率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 2: 历史股价表现和市净率区间



资料来源: 彭博资讯, 中金公司

图表 3: 合并完成后各项业务盈利

(亿元)	2008	2009	2010A	2011E	2012E
医药业务EPS	0.35	0.52	0.56	0.64	0.72
农药业务EPS		0.51	0.65	0.96	1.37
合并后EPS				1.59	2.09
华邦母公司收入	3.84	3.70	3.85	4.24	4.66
经营性净利润	0.56	0.66	0.79	0.87	0.96
汉江药业 (如分红)		0.18	0.12	0.15	0.20
旅游分红	0.02	0.03	0.03	0.05	0.05
颖泰收入	10.70	11.50	13.50	16.20	21.60
净利润	0.50	0.85	1.11	1.60	2.30
YOY			31%	44%	44%

资料来源: 中金公司

公司动态:

华邦制药公布 2010 年年报: 全年实现营业收入 5.41 亿元, 同比基本持平, 归属母公司净利润 1.32 亿元, 同比增长 3.41%, 扣除非经常性损益净利润为 1.18 亿元, 同比增长 23.94%, 实现每股收益 1.00 元, 基本符合预期。

评论:

原有医药业务增长平稳。(1) 母公司 10 年收入 3.85 亿元, 同比基本持平, 扣除投资收益后营业利润 9431 万元, 同比增长 23.7%, 汉江药业 10 年收入 1.56 亿元, 同比基本持平; (2) 调整皮肤病用药营销政策, 重点突出重点产品推广, 医药销售收入增加 1430 万元, 其中高毛利率的地奈德销售收入同比增长 39.26%, 新品左西口服液实现销售收入 307 万元; (3) 新增了一个处方药部门, 调整 OTC 销售思路, 为 2011 年的 OTC 上量和稳步发展打下了基础。

北京颖泰嘉和净利润快速增长。预计北京颖泰全年净利润 1.11 亿元, 同比增长 31%, 略低于我们预期的 1.27 亿元。公司吸收合并北京颖泰嘉和的方案有效期已经延迟 1 年, 目前还有待相关事项沟通落实。

多元发展, 战略清晰。过去 2 年, 公司相继并购农药、医疗服务资产, 以应对原有皮肤病用药业务成长空间有限的问题。公司目前已经制定了十分明确的发展战略, 即坚持以制药为主业, 打造国内皮肤第一品牌, 争做行业领先者, 同时加强原料药、农药出口步伐, 争取实现制剂、原料药、农药出口并进, 提升公司整体盈利能力。

投资建议:

假定合并完成, 预计 11-12 年 EPS 分别为 1.59 元, 2.09 元, 当前股价对应 2011~12 年 PE 分别 27.4x、20.9x。按照 11 年医药资产 25x, 农药资产 35x 给予 6 个月目标价 49.6 元, 维持“推荐”。

风险:

1) 吸收合并不批准, 现有业务盈利无法支撑当前股价; 2) 原颖泰管理层在合并后并没有取得绝对控股地位, 其和原有华邦股东可能在公司经营管理层面发生分歧, 影响公司后续发展; 3) 合并后颖泰的业绩增速低于预期。

¹ 报告贡献人: 夏志平

图表 4: 分季度业绩

(百万元)	1Q09	2Q09	3Q09	4Q09	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	YoY	QoQ	2009A	2010A	YoY
营业收入	102.0	160.2	148.3	134.1	114.8	144.0	137.6	144.9	8.0%	5.2%	544.5	541.2	-0.6%
营业成本	36.9	53.2	60.4	39.2	43.9	53.8	36.7	42.4	8.2%	15.4%	189.7	176.9	-6.8%
营业税金及附加	1.1	2.0	2.4	1.8	1.2	2.4	2.1	2.1	18.4%	1.3%	7.4	7.8	6.2%
毛利	63.9	104.9	85.5	93.1	69.7	87.8	98.8	100.3	7.7%	1.6%	347.5	356.5	2.6%
营业费用	32.0	47.0	42.8	37.4	31.5	40.9	46.5	32.8	-12.1%	-29.3%	159.2	151.7	-4.7%
管理费用	20.4	18.0	18.6	28.4	23.1	24.2	23.0	26.2	-7.5%	14.1%	85.3	96.6	13.1%
财务费用	1.9	0.9	2.3	2.5	3.6	0.6	0.6	-1.7	-168.5%	-403.8%	7.6	3.0	-60.0%
资产减值损失	1.2	4.2	0.9	-16.9	2.7	4.4	-3.1	-6.8	59.7%	-120.7%	-10.7	-2.9	-73.4%
投资收益	23.5	10.6	12.7	6.0	8.8	12.7	14.0	12.0	101.5%	-13.8%	52.8	47.5	-10.1%
营业利润	31.9	45.5	33.7	26.3	17.5	30.4	45.8	56.1	113.7%	22.6%	137.4	149.9	9.1%
利润总额	32.0	45.3	36.7	33.3	17.6	31.0	46.2	56.8	70.4%	23.0%	147.4	151.6	2.8%
所得税	2.8	11.3	2.9	1.3	1.5	0.8	6.5	7.6	500.1%	17.7%	18.1	16.4	-9.8%
少数股东权益	-0.8	3.7	-0.6	-3.9	-0.7	1.1	1.3	-4.9	-24.6%	-488.2%	-1.6	-3.1	101.1%
净利润	30.0	30.4	34.4	32.8	16.8	29.0	38.5	47.8	45.5%	24.2%	127.7	132.0	3.4%
每股收益(元)	0.23	0.23	0.26	0.25	0.13	0.22	0.29	0.36	45.5%	24.2%	0.967	1.000	3.4%
毛利率	63.8%	66.8%	59.3%	70.8%	61.7%	62.6%	73.3%	70.7%	-0.1%	-2.6%	65.2%	67.3%	2.2%
营业费用率	31.4%	29.3%	28.9%	27.9%	27.4%	28.4%	33.8%	22.7%	-5.2%	-11.1%	29.2%	28.0%	-1.2%
管理费用率	20.0%	11.3%	12.5%	21.1%	20.1%	16.8%	16.7%	18.1%	-3.0%	1.4%	15.7%	17.8%	2.2%
营业利润率	31.3%	28.4%	22.7%	19.6%	15.3%	21.1%	33.3%	38.7%	19.2%	5.5%	25.2%	27.7%	2.5%
净利润率	29.5%	19.0%	23.2%	24.5%	14.6%	20.2%	27.9%	33.0%	8.5%	5.0%	23.4%	24.4%	0.9%
有效税率	8.6%	24.8%	7.8%	3.8%	8.4%	2.7%	14.0%	13.4%	9.6%	-0.6%	12.3%	10.8%	-1.5%

资料来源：公司资料，中金公司

图表5：财务分析、盈利预测与估值分析摘要

华邦制药 损益表 (人民币百万)						
002004	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	492	576	545	541	577	620
销售成本	-183	-203	-190	-177	-190	-193
营业费用	-157	-194	-159	-152	-162	-174
管理费用	-67	-87	-85	-97	-89	-95
EBIT	79	84	103	108	129	150
EBITDA	107	122	145	145	191	213
财务费用	-13	-15	-8	-3	-4	-3
投资收益	180	42	53	47	62	82
其他损益项	0	0	0	0	0	0
所得税	-23	-13	-18	-16	-20	-25
少数股东损益	-16	-1	-2	-3	-3	-3
归属于股东的净利润	206	94	128	132	163	201

华邦制药 资产负债表 (人民币百万)						
002004	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
现金	160	184	165	147	283	389
应收账款	56	66	61	70	74	80
预付账款	92	30	48	17	18	18
存货	94	105	116	145	155	158
其他流动资产	-	9	3	0	0	0
流动资产	480	415	416	428	583	701
固定资产	402	422	402	418	382	343
长期投资	75	210	229	377	439	521
其他长期资产	31	23	22	22	22	22
长期资产	608	732	727	931	955	995
资产总额	1,089	1,147	1,143	1,358	1,538	1,697
短期借款	177	122	84	115	115	115
各项应付款	34	77	41	76	81	82
应交税费	20	22	21	21	23	23
应付职工薪酬	8	8	11	10	11	11
其他流动负债	75	79	59	78	133	146
流动负债	314	308	216	300	362	377
长期借款	32	2	2	1	1	1
其他长期负债	12	16	28	21	21	21
长期负债	44	18	29	23	22	22
负债总额	358	325	246	323	385	400
少数股东权益	61	61	59	60	64	67
股本	132	132	132	132	132	132
公积金及未分配利润	538	629	706	843	958	1,098
股东权益	670	761	838	975	1,090	1,230
负债及股东权益	1,089	1,147	1,143	1,358	1,538	1,697

华邦制药 现金流量表 (人民币百万)						
002004	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
净利润	206	94	128	132	163	201
折旧/摊销	29	38	42	37	62	63
运营资本变化	-155	130	-46	24	-6	-8
其他项	-1	-148	-0	-113	-55	-76
经营活动现金流	79	114	124	80	164	180
固定资产投资	-124	-92	-73	-57	-73	-73
其他投资活动	21	33	50	-131	63	51
投资活动现金流	-103	-60	-24	-187	-10	-22
股权融资	-	-	-	-	-	-
借款变动	85	-37	-59	75	-	-0
其他融资活动	-1	-7	-51	-3	-4	-52
融资活动现金流	84	-44	-110	72	-4	-52
现金(等价物)变化	61	11	-11	-33	150	106

历史股价表现						
	1周	1月	1季度	半年	1年	2年
(%)	3%	-5%	-14%	-24%	-6%	136%
行业板块	医药生物		二级行业		化学制药	
第一大股东	重庆汇邦旅业有限公司		持股比例		17.17%	
总市值(百万元)	5,774		流通市值(百万元)		4,327	
发行股数(百万股)	132		股票现价(元)		43.74	

成长性分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
销售收入	71.0%	16.9%	-5.4%	-0.6%	6.6%	7.5%
销售毛利	38.9%	20.3%	-4.7%	2.6%	6.5%	10.4%
EBITDA	39.5%	13.5%	18.7%	0.1%	31.6%	11.8%
EBIT	23.4%	6.5%	22.6%	5.2%	18.8%	16.6%
净利润	221.9%	-54.3%	35.4%	3.4%	23.7%	22.9%

盈利能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
毛利率	61.6%	63.3%	63.8%	65.9%	65.8%	67.6%
营业费用率	31.9%	33.7%	29.2%	28.0%	28.0%	28.0%
管理费用率	13.6%	15.1%	15.7%	17.8%	15.5%	15.4%
EBITDA利润率	21.8%	21.2%	26.6%	26.8%	33.0%	34.4%
EBIT利润率	16.0%	14.6%	18.9%	20.0%	22.3%	24.2%
净利润率	41.9%	16.4%	23.4%	24.4%	28.3%	32.4%

偿债能力分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
流动比率	1.53	1.35	1.93	1.43	1.61	1.86
速动比率	1.23	1.01	1.39	0.94	1.18	1.44
现金比率	15%	16%	14%	11%	18%	23%
资产负债率	33%	28%	21%	24%	25%	24%
债务/权益	53%	43%	29%	33%	35%	32%
净债务/权益	11%	-4%	-9%	-3%	-15%	-22%
利息覆盖倍数	8	8	19	48	45	73

杜邦分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
税后利润/EBIT	262%	112%	124%	122%	127%	134%
×EBIT利润率	16.0%	14.6%	18.9%	20.0%	22.3%	24.2%
=销售净利润率	41.9%	16.4%	23.4%	24.4%	28.3%	32.4%
×资产周转率	0.45	0.50	0.48	0.40	0.38	0.37
=总资产收益率	22.1%	8.4%	11.1%	10.6%	11.3%	12.4%
×总资产/净资产	1.63	1.51	1.36	1.39	1.41	1.38
=净资产收益率	30.8%	12.4%	15.2%	13.5%	15.0%	16.3%

回报率分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
投入资本回报率	31.1%	11.7%	14.5%	13.3%	14.6%	16.1%
平均资本回报率	19.0%	8.2%	11.2%	9.7%	10.6%	11.8%

每股指标分析						
	2007A	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
摊薄每股收益	1.56	0.71	0.97	1.00	1.24	1.52
假定合并后每股收益 (1.67亿股本)						
					1.59	2.09
每股经营性现金流	0.60	0.86	0.94	0.60	1.24	1.36
每股股息	-	0.33	-	-	0.37	0.46
每股净资产	5.07	5.77	6.35	7.39	8.26	9.32

估值分析						
	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	
市盈率	61.2	45.2	43.7	35.4	28.8	
假定合并后市盈率 (1.67亿股本)						
				27.4	20.9	
市净率	7.6	6.9	5.9	5.3	4.7	
股价/每股经营性现金流	50.8	46.7	72.3	35.2	32.1	
红利收益率	0.8%	0.0%	0.0%	0.8%	1.0%	

资料来源：彭博资讯，公司资料，中金公司

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告亦可由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。

本报告亦可由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告亦可由受英国金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号
绿地广场2层
邮编: 210008
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼107、201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED