



主要产品基本符合预期，颖泰嘉和业绩超承诺

——华邦制药（002004）2011 年报点评

2012 年 4 月 10 日

推荐/维持

华邦制药

年报点评

宋凯 | 医药行业分析师 | 电话：010-66554087 | 执业证书编号：S1480512040001

事件：

公司公布了 2011 年年报，2011 年公司实现营业收入 6.38 亿元，同比增长 17.90%；营业利润 3.06 亿元，同比增长 104.28%；利润总额 3.26 亿元，同比增长 115.01%；归属于母公司净利润 3.05 亿元，同比增长 131.20%。扣非后母公司净利润 1.22 亿元，同比增长 2.83%。基本每股收益 2.31 元。利润分配方案为每 10 股转增 10 股，派现 5 元。预计 2012 年一季度归属于母公司净利润增速在 100-130%之间，归属于母公司净利润在 3910-4497 万元之间。

公司分季度财务指标

指标	10Q2	10Q3	10Q4	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4
营业收入（百万元）	143.96	137.63	144.86	124.82	167.17	185.37	160.75
增长率（%）	-10.11	-7.21	8.02	8.75	16.12	34.68	10.97
毛利率（%）	62.63	73.30	70.73	62.02	64.85	70.88	67.91
期间费用率（%）	45.64	50.88	39.59	50.60	44.19	48.30	61.31
营业利润率（%）	21.13	33.26	38.74	18.07	25.32	24.53	121.79
净利润（百万元）	30.16	39.72	49.19	19.47	41.21	45.39	202.37
增长率（%）	-11.53	17.34	53.46	20.80	36.64	14.30	311.38
每股盈利（季度，元）	0.22	0.29	0.36	0.15	0.30	0.34	1.20
资产负债率（%）	23.60	27.38	23.75	24.50	24.84	25.37	38.27
净资产收益率（%）	5.32	9.55	14.56	1.98	5.86	10.06	18.13
总资产收益率（%）	3.89	6.88	10.81	1.42	4.31	7.36	11.12

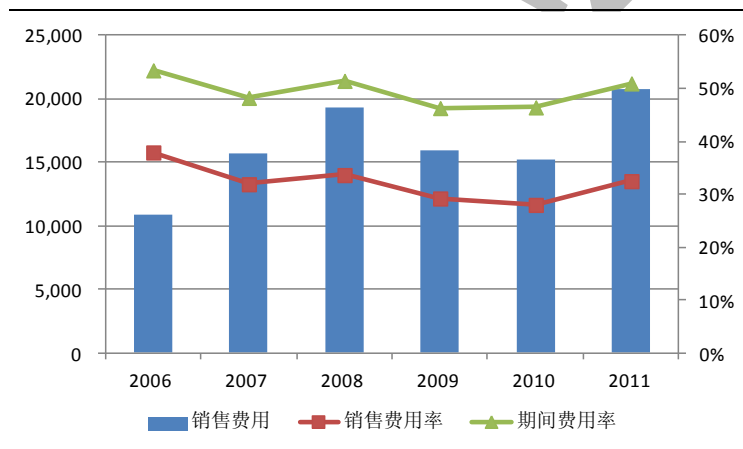
评论：

- **2012年一季度合并报表，预计净利润同比增长100-130%。** 2012年一季度公司将把颖泰嘉和合并报表，预计一季度公司净利润同比增速在100-130%之间，对应归属于母公司净利润在3910-4497万元之间。颖泰嘉和向上市公司承诺2012-2013年扣非后净利润将分别达到1.46亿元和1.89亿元，如果达不到业绩承诺上市公司将以1元/股的价格向颖泰嘉和原股东按比例回购股份，如果不足以履行补偿义务，则汇邦旅业和张松山先生将以自己持有的上市公司股份代为补偿。我们认为从2011年颖泰嘉和的业绩情况来看，未来达到业绩承诺的可能性较大，而且补偿条款严格，可以有效保障上市公司股东的权益。
- **收入和净利润增速低于业绩预告，巨额投资收益带动净利润大幅增长。** 公司于2月29日披露了业绩预告，业绩预告显示公司2011年收入增速为21.85%，归属于母公司净利润增速为137.40%，扣非后净利润增速为10.29%。此次披露年报显示公司业绩增速低于之前的业绩预告。公司2011年底完成了对颖泰嘉和的吸收

合并，根据会计准则最当期投资收益进行了调整，吸收合并颖泰嘉和给公司当期带来投资收益1.53亿元，我们测算如果剔除这一部分投资收益的影响，公司2011年归属于母公司净利润在1.52-1.55亿元之间，同比增速约为15%左右。

- **加大营销力度，销售费用率上升明显。**报告期内，公司整体毛利率基本保持稳定，主要医药产品销售基本符合预期。公司扣非后净利润增速仅为2.83%，我们认为主要是费用上升侵蚀了公司利润。2011年公司销售费用达到2.07亿元，同比增长了37%，远高于公司收入增速，销售费用率达到32.51%，同比上升了约4.5个百分点；公司期间费用率为50.95%，同比上升了4.5个百分点。公司加大产品营销力度，导致销售费用大幅上升，扣非后净利润增速较低。

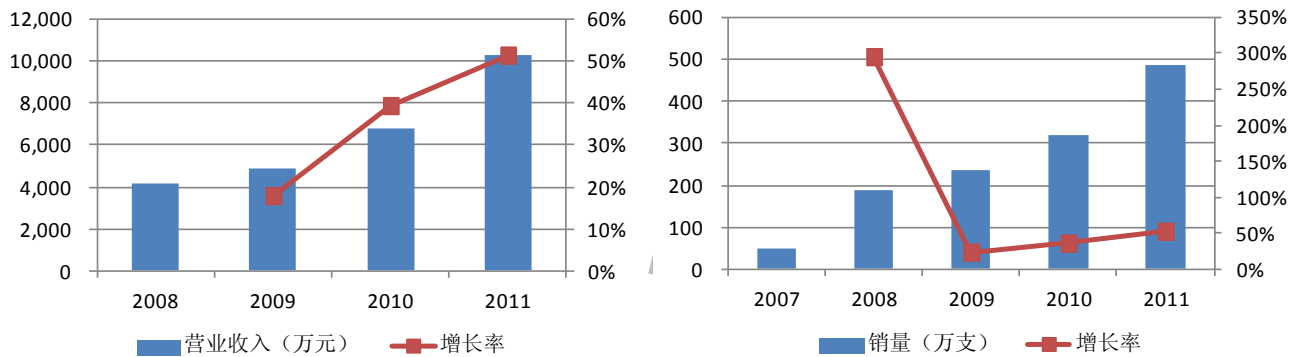
图表 1：公司销售费用和期间费用率情况（万元）



资料来源：公司公告，东兴证券

- **主要产品情况基本符合预期。**2011年，公司化学制剂药业务实现营业收入4.36亿元，同比增长了17.02%，毛利率为88.46%，同比上升了0.49个百分点。化学制剂药是公司主要的收入和利润来源，收入占比在70%左右，公司的主要制剂产品包括地奈德乳膏、方希（阿维A）、迪皿（左西替利嗪）和必亮（萘替芬酮康唑），其销售情况基本符合预期。
- **地奈德乳膏收入规模如期破亿。**2011年，地奈德乳膏实现销量485万支，同比增长了52.37%，实现销售收入1.03亿元，同比增长了51.26%。如我们所预期，地奈德2011年收入规模突破亿元。地奈德乳膏是公司独家品种，上市以来高速增长，我们认为皮质激素类药物是皮肤病用药中最具发展潜力的一个细分品种，从目前的销售规模来看，地奈德乳膏远未达到市场天花板，我们预计未来2-3年该药物仍能保持50%左右的增速。

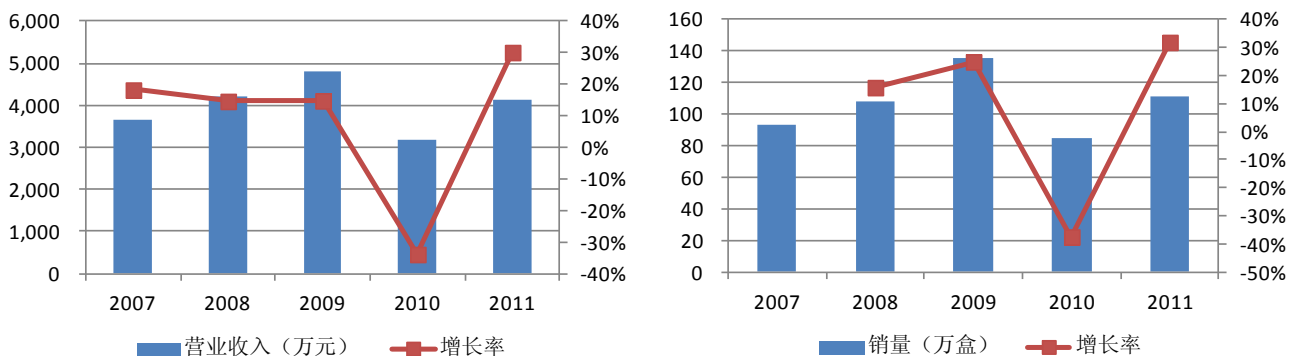
图表 2：地奈德乳膏收入和销量增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券

- **方希虽然低于预期，但仍是极具潜力品种之一。**2011年该药物实现收入4144万元，同比增长30.11%，实现销量111万盒，同比增长31.88%。我们此前预计该药物2011年增速能达到50%左右，实际情况低于我们的预期。但我们认为该药物仍然是公司最具潜力的品种之一。方希是目前治疗中度和重度银屑病的一线用药，该药物上市之初是作为重度银屑病的最后一道防线药物使用，后来逐渐成为了中度和重度银屑病的一线用药，目前该药物处于市场成熟期，但是通过向轻度银屑病治疗领域的逐步覆盖，该药物有望由成熟期重新回到成长期。

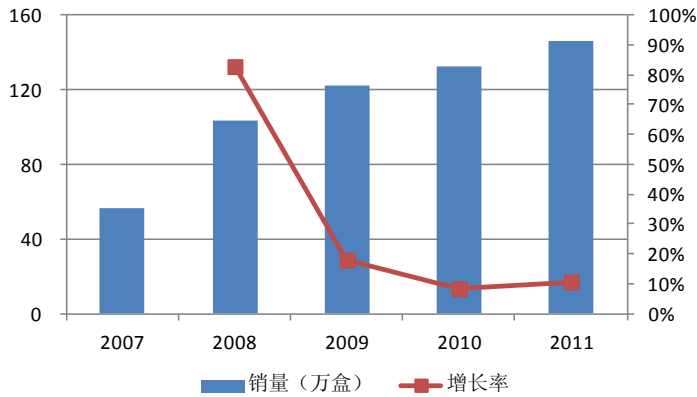
图表 3：方希收入和销量增速情况



资料来源：公司公告，东兴证券

- **迪皿销售趋于稳定。**2011年迪皿实现收入5790万元，同比增长了6.99%，销量397万盒，同比增长了8.43%。迪皿（盐酸左西替利嗪）是公司国内首先研发出来的一种手性抗过敏药，近年来由于该药物市场已由成熟期逐渐步入衰退期，同时招标价格不断下降，导致产品增速放缓。公司开发了左西替利嗪口服液，该剂型未来的增长将弥补原有剂型下滑造成的损失。
- **一类新药必亮未来值得关注。**必亮（萘替芬酮康唑）是公司研发的一类新药，属于抗真菌复方制剂。抗真菌用药是皮肤病用药领域中市场规模最大的种类之一。2011年必亮销量146万支，同比增长了10.59%。该药物目前尚未进入医保，这对该药物的放量增长有较大影响。此外，抗真菌用药受地域和季节因素影响也比较大，导致该药物上市以来增速平缓。我们认为必亮作为公司开发的一类新药，目前的瓶颈在于未能进入医保，如果未来该药物能进入医保目录，凭借公司在皮肤病行业的影响力和医院渠道，该药物将迅速放量。

图表 4: 必亮销量增速情况



资料来源: 公司公告, 东兴证券

- **颖泰嘉和业绩超过承诺。**2011年, 颖泰嘉和归属于母公司净利润为1.40亿元, 扣非后归属于母公司净利润为1.23亿元, 达到业绩承诺(业绩承诺为扣非后母公司净利润不低于1.13亿元)。华邦制药于2011年底完成了对颖泰嘉和的吸收合并, 当期末合并报表, 如果2011年将颖泰嘉和合并报表, 当期上市公司净利润约为2.4亿元左右, 按照吸收合并后总股本1.67亿股计算, 每股收益约为1.44元。
- **定增项目助力长远发展。**根据公司公布的定向增发预案, 公司将发行不超过2500股A股(按照除权前计算), 拟募集资金约9亿元, 主要用于农药产品研发基地建设、农药制剂项目和主要皮肤病药物的产能扩张。农药方面, 主要包括年产600吨噻菌酯、900吨磺草酮/硝磺草酮和3500吨农药制剂建设项目, 噻菌酯和磺草酮/硝磺草酮是玉米作物种植中使用的农药产品, 玉米作为主要农作物, 种植面积大, 相关农药具有较好的市场前景。目前颖泰嘉和的主要产品是农药中间体和原药, 华邦制药参股了巴西农药企业CCAB, 为今后颖泰嘉和的农药制剂出口铺路, 此次募投项目的实施将使颖泰嘉和新增3500吨的农药制剂产能, 也是为今后的农药制剂出口打算。皮肤病药物方面, 公司将新增年产700万支地奈德乳膏产能、650万支(必亮)萘替芬酮康唑产能和150万支二倍酸倍他米松产能。地奈德乳膏是目前公司最大的单个产品, 公司国内独家生产, 必亮是公司的一类新药, 公司提升它们的产能也反映出公司对这两种产品未来的信心。

盈利预测与投资建议

颖泰嘉和2011年实现母公司净利润1.40亿元, 扣非后1.23亿元, 超过业绩承诺的1.13亿元。我们本着审慎的原则, 对颖泰嘉和2012-2013年的业绩预测按照承诺底线1.46亿元和1.89亿元计算, 2014年净利润参照公司预测的2.26亿元计算, 暂不考虑转增和增发对总股本的影响, 以目前1.67亿股总股本计算, 预计2012-2014年上市公司EPS分别为1.87元、2.29元和2.70元, 对应动态PE分别为21倍、17倍和15倍。我们维持之前的观点, 认为目前公司股价具有良好的安全边际, 未来业绩增长具有良好的保障, 维持公司“推荐”的评级。

风险提示

医药行业系统性风险, 药品价格下降风险。

图表 5: 公司主要业绩指标预测

指标	09A	10A	11A	12E	13E	14E
----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

营业收入(百万元)	545	541	638	3,726	4,689	5,830
增长率(%)	-5.42%	-0.61%	17.90%	483.89%	25.84%	24.34%
净利润(百万元)	128	132	305	313	383	452
增长率(%)	35.20%	4.59%	131.20%	2.49%	22.41%	18.09%
每股收益(元)	0.97	1.00	2.31	1.87	2.29	2.70
PE	41	39	17	21	17	15

资料来源:公司公告,东兴证券研究所

分析师简介

宋凯

制药工程专业硕士，研究方向为药物的有机合成。先后任职于天相投顾和中邮证券。2011 年加盟东兴证券研究所，从事医药行业研究 2 年，医药生物行业高级研究员。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果，引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明

本研究报告由东兴证券股份有限公司研究所撰写，东兴证券股份有限公司是具有合法证券投资咨询业务资格的机构。本研究报告中所引用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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们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，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。

我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。本报告版权仅为我公司所有，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，需注明出处为东兴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本研究报告仅供东兴证券股份有限公司客户和经本公司授权刊载机构的客户使用，未经授权私自刊载研究报告的机构以及其阅读和使用者应慎重使用报告、防止被误导，本公司不承担由于非授权机构私自刊发和非授权客户使用该报告所产生的相关风险和责任。

行业评级体系

公司投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，公司股价相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

强烈推荐：相对强于市场基准指数收益率 15% 以上；

推荐：相对强于市场基准指数收益率 5% ~ 15% 之间；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

回避：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。

行业投资评级（以沪深 300 指数为基准指数）：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准指数的表现为标准定义：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5% 以上；

中性：相对于市场基准指数收益率介于-5% ~ +5% 之间；

看淡：相对弱于市场基准指数收益率 5% 以上。