

基本符合预期，继续看好长期发展

——华邦制药（002004）2012 年三季度报点评

2012 年 10 月 27 日

推荐/维持

华邦制药

财报点评

宋凯	医药行业分析师	执业证书编号: S1480512040001
	songkai@dxzq.net.cn	010-66554087

事件:

公司公布了 2012 年三季度报，报告期内公司实现营业收入 27.1 亿元，同比增长 468%；营业利润 4.02 亿元，同比增长 264%；利润总额 4.12 亿元，同比增长 247%；归属于母公司净利润 3.09 亿元，同比增长 198%。扣非后归属于母公司净利润同比增长 152%。基本每股收益 0.62 元。业绩基本符合我们预期。

公司分季度财务指标

指标	11Q1	11Q2	11Q3	11Q4	12Q1	12Q2	12Q3
营业收入（百万元）	124.82	167.17	185.37	160.75	734.46	1,076.62	899.02
增长率（%）	8.75	16.12	34.68	10.97	488.44	544.04	384.99
毛利率（%）	62.02	64.85	70.88	67.91	25.81	24.01	30.85
期间费用率（%）	50.60	44.19	48.30	61.31	17.07	12.44	17.77
营业利润率（%）	18.07	25.32	24.53	121.79	9.33	20.73	12.23
净利润（百万元）	19.47	41.21	45.39	202.37	54.76	198.05	89.04
增长率（%）	20.80	36.64	14.30	311.38	181.30	380.62	96.16
每股盈利（季度，元）	0.15	0.30	0.34	1.20	0.31	0.53	0.16
资产负债率（%）	24.50	24.84	25.37	38.27	38.38	44.25	42.48
净资产收益率（%）	1.98	5.86	10.06	18.13	2.11	9.31	12.35
总资产收益率（%）	1.42	4.31	7.36	11.12	1.28	5.53	7.38

评论:

- 业绩略高于公司预期。**公司 2012 年中报预计前三季度净利润增速 160-190%，实际增速为 198%，高于公司预期。公司在三季度报中预计 2012 年全年净利润区间为 3.36 亿元-4.27 亿元，同比增幅为 10-40%（去年全年公司确认了巨额投资收益），根据我们之前的预测，预计公司 2012 年全年净利润为 4.27 亿元，我们维持这样的判断。
- 公司进入医药+农药双轮高速驱动时期。**公司吸收合并颖泰嘉和后，农药业务未来预期平均增速在 30% 左右，高于公司医药业务的原有增速。我们认为公司医药业务制剂业务 2012 年发生了并且即将发生一些列重要的转变。我们认为之前公司医药业务增速较低的原因主要有以下几点：第一，行业整体增速较低。皮肤病发病在人群中有一定的患病率，并且季节性较强，我国皮肤病用药市场增速在 15% 左右，相对较低。第二，公司销售渠道相对单一，公司以处方药立足，一直深耕医院市场，而更广阔的零售终端市场之前一直没有真正开发。第三，公司原有销售体系欠合理，线条较粗，不利于产品均衡发展。

我们认为公司医药增速提升，正是针对以上问题进行了调整。

首先，公司与去年调整了营销体系，进行了细化，将原有的皮肤病药物部细分为两块，一块主攻维甲酸类药物，包括公司原有主力品种方希等产品；另一块专供地奈德和迪皿等品种。这样一方面保证了主力产品地奈德的持续高增长，另一方面使方希等具有竞争力的老产品获得了更多销售资源，重新焕发了活力。其次，公司扩展了销售渠道，零售终端发力。目前公司 OTC 渠道销售队伍达到约 100 人，上半年 OTC 渠道增速达到了 40%，和医院终端销售渠道的比例达到了 1:2。公司在稳固医院市场龙头的同时，逐渐开发零售终端，并配合以非处方药产品的推广，我们看好公司这种稳扎稳打的战略，既可以争取更大的发展空间，也能够避免销售费用的大幅提升。公司这些内部管理和战略的调整将帮助医药制剂业务未来持续高速增长。

- **医药产品梯队丰满，后劲十足。**从公司产品梯队情况来看，目前公司的主力品种地奈德未来 2-3 年可能才会达到瓶颈期，在这段时期内，第一，公司有比较充足的时间进行方希的推广，扩大其应用范围；第二，公司的新产品梯队可以逐渐成长为下一阶段的主力，包括卡泊三醇、卤米松和复方倍他米松注射液等等，还有公司的抗真菌药物萘替芬酮康唑（必亮），这些产品梯队将是公司医药制剂业务未来可持续增长的主要动力。
- **原料药业务或成为下一个亮点。**我们认为公司合并吸收了颖泰嘉和后，协同效应将在未来逐渐显现，公司的原料药业务未来潜力巨大。2012 年上半年，公司原料药业务实现收入 1.13 亿元，同比增长了 41%，毛利率 14.5%，同比减少了 2.1 个百分点。从产品角度来看，医药原料药和农药中间体、原药的性质相似，属于精细化工品，下游客户资源可以共享；从客户资源上来看，颖泰嘉和的客户资源优质，包括巴斯夫和道化学这样的国际化工巨头，颖泰嘉和建立了国内第一家 GLP 实验室，在化工品的出口认证方面具有很强的实力，未来公司的医药业务中，原料药业务最有可能借助颖泰嘉和的认证和客户资源优势，在出口方面实现重大突破。
- **农药业务借助上市公司平台实现快速扩张。**公司吸收合并了颖泰嘉和之后，开展了积极的对外扩张策略。目前上市公司拥有的农药资产主要有以下几块：第一，原颖泰嘉和的农药资产，包括颖泰嘉和分析技术（GLP 认证），上虞颖泰，河北万全，浙江颖欣以及南方化工，这些是主要的农药生产基地；第二，颖泰嘉和原股东参股的其他农药资产，颖泰嘉和原股东成为上市公司股东后，在解决同业竞争的过程中，他们将参股的其他农药资产转让给上市公司，主要包括万全宏宇和其参股公司万全凯迪；第三，华邦制药通过股权收购参股的其他资产，包括参股江西禾益化工，巴西农药企业 CCAB，收购的杭州庆丰。2012 年上半年颖泰嘉和净利润增长了约 25%，我们预计其全年增速在 30% 左右。

盈利预测与投资建议

目前公司总股本 5.02 亿股，我们预计公司 2012-2014 年公司净利润分别为 4.27 亿元、4.70 亿元和 5.92 亿元，对应每股收益分别为 0.85 元、0.94 元和 1.18 元，其中 2012 年业绩包括了西部证券上市带来的投资收益，如果剔除这部分收益，净利润约为 3.59 亿元左右，同口径下增速为 35%，2014 年增速为 31%。目前公司动态 PE 分别为 22 倍、16 倍和 13 倍。我们认为目前公司股价具有良好的安全边际，维持公司“推荐”的投资评级。

风险提示

渠道推广带来的费用上升风险；汇率波动风险；产品研发风险。

图表 1：华邦制药医药业务和农药业务业绩预测

指标	09A	10A	11A	12E	13E	14E
医药业务						
营业收入(百万元)	545	541	638	834	1,046	1,254
增长率(%)	-5.42%	-0.61%	17.90%	30.79%	25.36%	19.90%
净利润(百万元)	111	110	125	175	233	294
增长率(%)	17.43%	-1.12%	14.14%	39.71%	33.66%	25.74%
每股收益(元)	0.22	0.22	0.25	0.35	0.46	0.58
农药业务						
营业收入(百万元)				2,795	3,513	4,342
增长率(%)				N/A	25.72%	23.59%
净利润(百万元)			140	184	237	298
增长率(%)				31.20%	28.45%	25.95%
每股收益(元)				0.37	0.47	0.59
整体情况						
营业收入(百万元)				3,629	4,559	5,596
增长率(%)					25.64%	22.74%
净利润(百万元)			305	427	470	592
增长率(%)				39.99%	9.99%	25.84%
每股收益(元)				0.85	0.94	1.18
PE				22	16	13

资料来源：公司公告，东兴证券

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 3 年，医药生物行业研究员。

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。