

治理结构理顺，看好长期发展

——华邦制药（002004）事件点评

2012年11月14日

强烈推荐/上调

华邦制药

事件点评

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

事件：

公司发布董事会决议公告，拟将公司名称更改为“华邦颖泰股份有限公司”，增资华邦制药有限公司，并公布了人事调整和资产调整情况。

观点：

1. 医药业务从母公司剥离，内部结构进一步理顺。

公司吸收合并了农药企业颖泰嘉和后，借助上市公司平台，农药业务取得了长足发展，通过外部扩张，颖泰嘉和自身生产环节的短板开始得到有效弥补。但是上市公司的主要管理层一直是原班人马，他们一直负责医药业务，而农药业务的管理相对独立，这与公司医药农药双轮驱动的战略不匹配。根据公司公告，公司将对华邦制药有限公司（华邦有限）增资，把现有医药制剂资产放入华邦有限，这样公司的医药业务将从母公司剥离，医药业务和农药业务成为公司旗下两块平行资产。同时公司免除了现任总经理、副总经理和财务总监等的职务。现在华邦有限的管理层还没有任命，但是我们预计任命原上市公司领导任职于华邦有限的可能性很大。公司的此次内部调整将使治理结构进一步理顺，管理层能够更好发挥自己的专长，有利于上市公司的长远发展。

2. 医药农药双轮驱动，公司进入发展快车道。

我们认为随着公司医药业务经营的改善，以及此次内部结构的调整，公司真正进入了医药+农药双轮驱动的发展快车道。

医药业务未来增长的动力主要有以下几点：第一，享受营销改革的成果。公司营销体系的调整保证了资源更加均衡地分布在不同的产品上，同时公司 OTC 渠道的发展为产品打开了更大的市场通道。第二，主力品种地奈德的持续高增长，我们预计 2012 年该产品的收入规模能达到 1.5 亿元左右，并且该产品未来还能保持 2-3 年的高速增长期。第三，新产品梯队将在未来 2-3 年发力。公司新产品主要包括复方他扎罗汀、卡泊三醇、卤米松和复方倍他米松注射液等，这些产品目前都是各自领域的主流用药，比如卡泊三醇目前是市场上最大的治疗银屑病药物，现在被利澳制药和澳美所垄断，公司产品具有很大的进口替代空间。这些新产品在未来 2-3 年逐渐上市，可以弥补现有品种的增速放缓。

此外公司的医药原料药业务未来或将借道颖泰嘉和的优质客户资源，与巴斯夫和陶氏化学建立合作关系，这将使公司医药原料药销售规模大幅扩张。

农药业务逐渐弥补生产短板，盈利能力有望提升。公司吸收合并了颖泰嘉和后，实施了积极的对外扩张策略，通过收购其他农药公司，颖泰嘉和自身在生产环节上的短板有望逐渐弥补，公司自有产能的提升将使公司的自有产品占比增加，农药业务毛利率会提升。根据公司未来规划，农药自主产品的收入占比将达到 60% 左右，所以公司未来农药业务的毛利率还有很大提升空间。

3. 低估值，投资价值凸显。

我们预计公司 2012 年 EPS 为 0.85 元，其中主业贡献的 EPS 为 0.71 元，医药业务增速接近 40%，农药业务增速在 30%左右，目前公司动态 PE 仅为 16.4 倍，主业 PE 为 19.5 倍，目前具有很好的安全边际。

结论：

公司医药和农药业务保持了良好的发展势头，内部结构的理顺将为公司持续发展铺平道路，我们看好公司的发展前景以及长期投资价值。盈利预测方面维持之前的判断，预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.71 元（主业）、0.94 元和 1.18 元，对应动态 PE 分别为 19.5 倍、14.9 倍和 11.8 倍，我们给予公司未来 6 个月主营业务 27-30 倍 PE，对应目标价 19.2 元-21.3 元，目前股价 13.9 元，潜在涨幅空间 38-53%，上调公司投资评级为“强烈推荐”。

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。