

医药农药双轮驱动进入发展快车道

——华邦制药（002004）深度报告

2012年11月21日

强烈推荐/维持

华邦制药

深度报告

报告摘要:

- 本报告重点分析了上市公司医药制剂业务的情况。医药制剂业务的改善，API 业务巨大的发展潜力，以及农药业务借助上市公司平台取得的长足进展，都是公司的投资价值所在。
- “医药的归于医药，农药的归于农药”。公司将医药资产从母公司剥离，放入下属子公司中，使医药和农药成为两块平行的业务，理顺了医药和农药业务的关系，同时对公司人事进行了调整，有利于上市公司的长远发展。
- 医药业务逐渐弥补短板，未来发展值得期待。我们在报告中分析了公司医药业务之前发展相对缓慢的主要原因，主要包括受制于行业增速、销售渠道单一以及营销体系欠合理。从行业发展来看，未来皮肤病用药发展将保持平稳，公司的发展机会更多地来自于内部情况的改善，包括公司营销体系调整带来的成果，销售渠道的扩张，以及未来新产品的上市。我们认为在这些因素的叠加之下，未来公司医药业务的平均增速在 30% 左右。
- 医药原料药出口或成下一个亮点。目前公司的医药原料药出口业务主要来自于旗下控股子公司汉江药业。我们看好公司这块业务未来发展的主要原因在于这块业务未来最有可能受益于上市公司对颖新泰康资源的整合。一方面可以借助农药的技术平台进行产品研发、质量提升和出口认证等工作，另一方面可以借助颖新泰康的优质客户资源，扩大出口规模。
- 农药业务志存高远。未来随着公司自有产能的扩张，自主产品的毛利率和销售占比都将提高，带动农药业务整体盈利水平的提升。公司的技术平台未来将在农药制剂出口和 API 出口领域发挥至关重要的作用。
- 盈利预测和投资评级。我们预计公司 2012-2014 年 EPS 分别为 0.71 元（主业）、0.94 元和 1.20 元，动态 PE 分别为 19 倍（主业）、15 倍和 11 倍，未来 6 个月目标价 19.2 元-21.3 元，维持“强烈推荐”评级。

财务指标预测

指标	10A	11A	12E	13E	14E
营业收入（百万元）	541	638	3,629	4,559	5,463
增长率（%）	-0.61	17.90	468.73	25.64	21.20
净利润（百万元）	132	305	427	470	604
增长率（%）	3.41	131.20	39.99	9.99	28.57
每股收益(元)	0.26	0.61	0.85	0.94	1.20
净资产收益率（%）	14.61	27.06	10.63	10.39	12.03
PE	52	23	16	15	11
PB	1.86	1.92	1.72	1.53	1.38

宋凯

执业证书编号：S1480512040001

医药行业分析师

010-66554087

songkai@dxzq.net.cn

资产负债表数据

(9.30)

总资产（百万元）	5,076
股东权益（百万元）	2,614
每股净资产（元）	3.60
市净率（X）	3.62
负债率（%）	44.25

交易数据

52 周股价区间（元）	9.21-18.15
总市值（万元）	690,909
流通市值（万元）	428,747
总股本/流通 A 股	1.61
流通 B 股/H 股	-
52 周日均换手率	0.66

52 周股价走势图



相关研究报告

- 《治理结构理顺，看好长期发展》 2012.11.14
- 《医药业务超预期，OTC 渠道是亮点》 2012.8.7
- 《享受营销体系建设成果，不乏增长亮点》 2012.1.9
- 《皮肤病药物行业深度报告：行业虽小，大有可为》 2011.12.29

目 录

内容提要.....	4
1. 医药农药双轮驱动，协同发展.....	4
1.1 管理层稳定.....	4
1.2 组织架构进一步理顺.....	5
1.3 医药业务——皮肤病行业龙头.....	6
1.4 农药业务借助上市公司平台大幅扩张.....	8
2. 医药制剂业务潜力巨大.....	9
2.1 国内皮肤病药物龙头老大.....	9
2.2 公司制剂业务过往业绩缺乏吸引力的原因分析.....	10
2.2.1 行业整体增速较慢.....	11
2.2.2 销售渠道单一.....	12
2.2.3 营销体系欠合理.....	13
2.3 医药制剂业务重新焕发青春.....	14
2.3.1 营销体系细化，老产品重焕生机.....	15
2.3.2 销售渠道拓展，打开通向更大市场的大门.....	16
2.3.3 产品梯队丰满，支持长期发展.....	17
3. 医药原料药业务（API）或成为下一个亮点.....	20
4. 农药业务志存高远.....	22
4.1 自主产能的提升将提高农药业务的盈利能力.....	22
4.2 技术平台将发挥更大作用.....	24
5. 盈利预测与投资评级.....	24

图表目录

图表 1: 华邦制药 (医药业务) 核心管理人员和持股情况 (组织架构调整之前)	4
图表 2: 公司主要股东	5
图表 3: 公司组织架构调整	5
图表 4: 公司旗下主要资产情况	6
图表 5: 公司主要医药制剂产品	7
图表 6: 公司部分原料药产品 (华邦胜凯)	7
图表 7: 华邦制药主要农药资产	9
图表 8: 2010 年临床皮肤病药物市场格局	9
图表 9: 公司近期医药制剂业绩情况	10
图表 10: 我国皮肤病用药规模和增速 (亿元)	11
图表 11: 2010 年临床用药构成情况	11
图表 12: 2010 年零售终端用药格局	12
图表 13: 公司 2007 年至今制剂药收入和增速	13
图表 14: 力言卓收入与增速	13
图表 15: 迪皿和方希的收入和增速	14
图表 16: 2011 年-2012 年上半年公司制剂业务的起色	15
图表 17: 公司营销体系的变化	15
图表 20: 公司目前医药制剂销售渠道比例	16
图表 21: 公司医药制剂发展战略路径	17
图表 22: 公司皮肤病产品梯队	18
图表 23: 皮肤病药物细分种类份额	18
图表 24: 部分细分种类份额变化	18
图表 25: 公司主要新产品情况	19
图表 26: 国内银屑病药物市场格局	19
图表 27: 皮质激素类皮肤病药物临床终端用药格局	20
图表 29: 目前公司主要原料药资产	21
图表 30: 汉江药业主要原料药产品	21
图表 32: 公司农药业务构成	23
图表 33: 农药业务毛利率情况	23
图表 34: 公司拟投资项目情况 (单位: 万元)	24
图表 35: 公司主要医药产品预测	25
图表 36: 公司农药业务分项目预测	25
图表 37: 公司分业务和整体业绩预测	26

内容提要

华邦制药目前旗下医药农药两大业务板块，公司吸收合并的农药企业颖泰嘉和是一家具有较强市场竞争力的农药企业，吸引了投资者大部分注意力。而医药业务受制于行业增长和公司自身原因，增速较低，而进入 2012 年以来，公司的医药业务发生了一系列变化，从营销体系的变革到销售渠道的拓展，公司的医药业务重新焕发了生命力。所以我们将在本文中着重讨论公司医药业务（尤其是制剂业务）的发展情况。

1. 医药农药双轮驱动，协同发展

1.1 管理层稳定

华邦制药前身为成立于 1992 年的华邦生化，2001 年公司进行了股份制改造，2004 年上市。公司现任董事长及实际控制人张松山先生在华邦生化时期即为公司总经理，上市多年来，张松山先生带领的管理和研发团队基本保持了稳定，具有较强的凝聚力。

图表 1：华邦制药（医药业务）核心管理人员和持股情况（组织架构调整之前）

张松山董事长	吕立明，2004年起任副总经理，现任总经理，核心技术人员，持有0.33%股权
	田颂民，1995年加入华邦制药，现任公司副总经理，持有0.09%股权
	饶中树，1998年加入华邦制药，现任公司副总经理
	孟八一，2004年加入华邦制药，现任公司副总经理
	李志亮，2008年加入华邦制药，现任副总经理
	李至，1992年加入华邦，现任公司副总经理，财务总监，持有0.39%股权
	彭云辉，2001年起担任公司董事会秘书至今

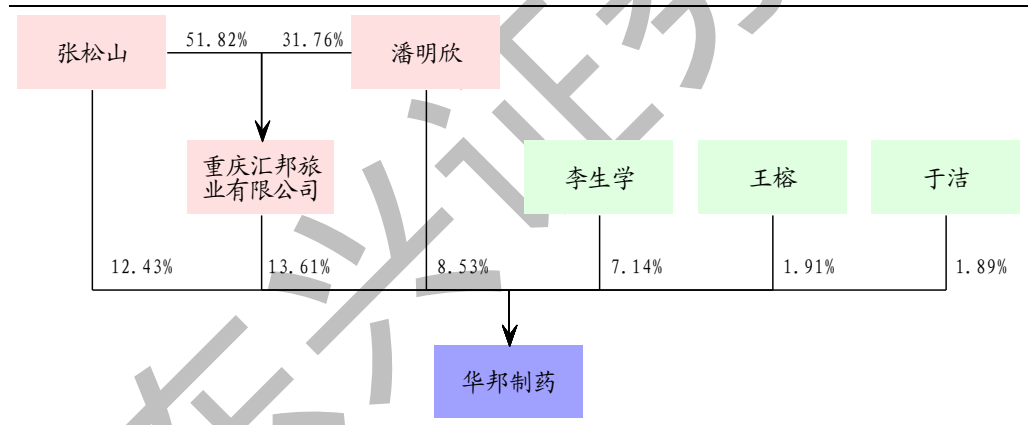
资料来源：公司公告，东兴证券

华邦制药的核心管理团队大部分都是 2004 年公司上市之前便加入了公司，近年来公司高级管理团队保持稳定。

董事长张松山直接持有华邦制药 12.43% 的股权，通过其控股的汇邦旅业持有华邦制药 13.58% 股权。潘明欣也是华邦制药上市发起人之一，曾任上市公司副董事长，目前潘明欣已经辞去了公司董事职务，不再任职。他持有公司 8.53% 的股权。李生学、王蓉和于洁是颖泰嘉和原股东，华邦制药换股吸收颖泰嘉和后，成为上市公司主要股东。公司公告显示，汇邦旅业 2011 年末持有华邦制药股份比例为 13.53%，2012 年汇邦旅业先后增持上市公司股份，截至目前其持有上市公司股权比例为 13.61%。王榕在 2011 年底换股吸收刚刚完成时的持股比例为 1.89%，2012 年中报显示其持股

比例上升为 1.91%。我们认为主要股东对公司股份的增持显示了其对未来发展的坚定信心。

图表 2: 公司主要股东



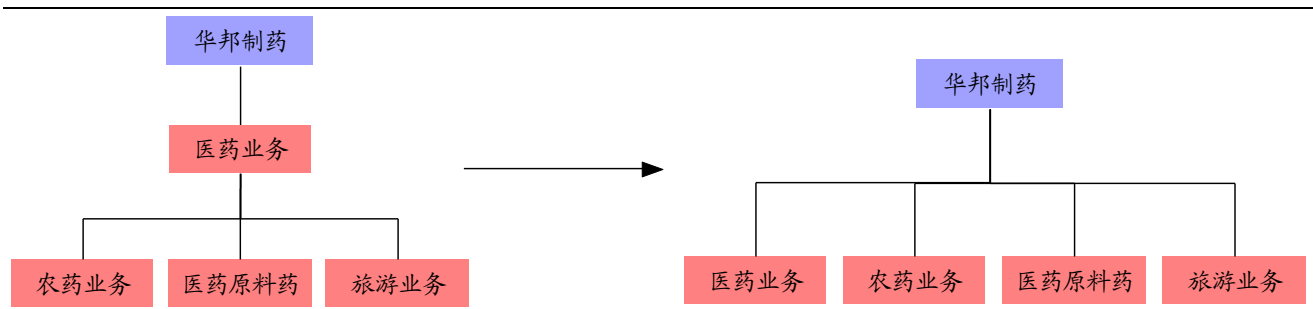
资料来源: Wind, 东兴证券

1.2 组织架构进一步理顺

目前公司旗下资产众多, 主要包括医药(制剂)资产、农药资产、旅游资产以及其他资产, 目前公司的医药制剂资产主要在上市公司母公司中, 颖泰嘉和是农药业务平台, 汉江药业是原料药业务平台(API)。

公司于 2012 年 11 月发布公告, 对公司的组织架构进行了调整, 并且进行了相应的人事变动。公司把旗下医药(制剂)资产从母公司剥离, 放入子公司华邦制药有限公司(华邦有限)中, 这家公司是公司上半年新成立的一家全资子公司。这样公司的医药业务和农药业务成为上市公司旗下两块并列的业务, 上市公司成为投资公司, 同时公司更名为“华邦颖泰股份有限公司”。

图表 3: 公司组织架构调整

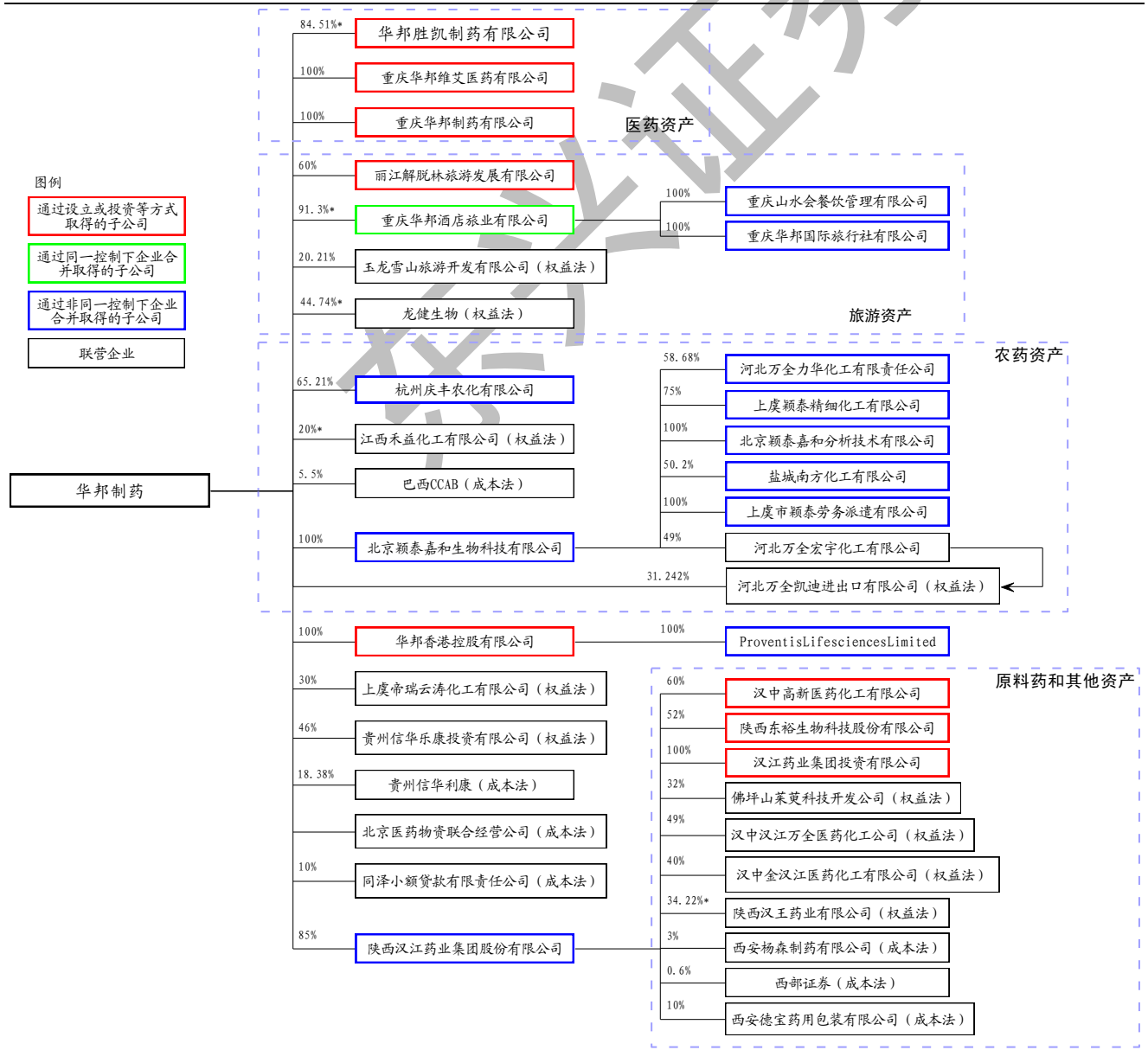


资料来源: 公司网站, 东兴证券

公司吸收合并颖泰嘉和后, 农药业务收入和净利润规模都超过了医药业务, 公司确立了医药和农药双轮驱动的战略, 但是在组织架构上, 上市公司一直从事医药业务, 农药如此大的一项业务放在医药业务之下, 明显有失协调, 将医药业务放入上市公司下

属子公司中，同时将上市公司原有领导班子转入子公司专门负责医药业务，理顺了公司的组织架构，能够更好地发挥领导层的优势。

图表 4：公司旗下主要资产情况



资料来源：公司公告，东兴证券

1.3 医药业务——皮肤病行业龙头

华邦制药始终忠实于自己“小领域，大市场”的行业定位，从成立之初就将自己定位为皮肤科、结核科等专业领域内的专业生产企业，选择了以银屑病药品市场及其他皮肤细胞功能异常类皮肤病药品市场为主，逐渐向其他品种拓展的战略定位。目前公司拥有 22 项专利，93 种药物品种，其中包括 31 种原料药和 62 种制剂药。药物涉及

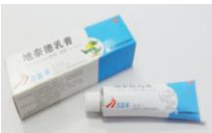






领域主要包括皮肤科用药，抗结核药和抗肿瘤药，此外公司也生产消化系统和肝病用药。

公司是国内皮肤病药物行业龙头企业，产品常年盘踞国内市场份额第一的位置。

公司皮肤科用药收入所占比例最大，包括 21 种原料药和 32 种制剂药：

以地奈德为代表的皮质激素药物；以第二代维甲酸药物阿维 A 和复方氨肽素为代表的治疗银屑病药物；以盐酸左西替利嗪为代表的抗过敏药物；以奈替芬酮康唑为代表的抗真菌药物；以喷昔洛韦为代表的抗病毒药物；以维胺脂维 E 为代表的抗痤疮药物。

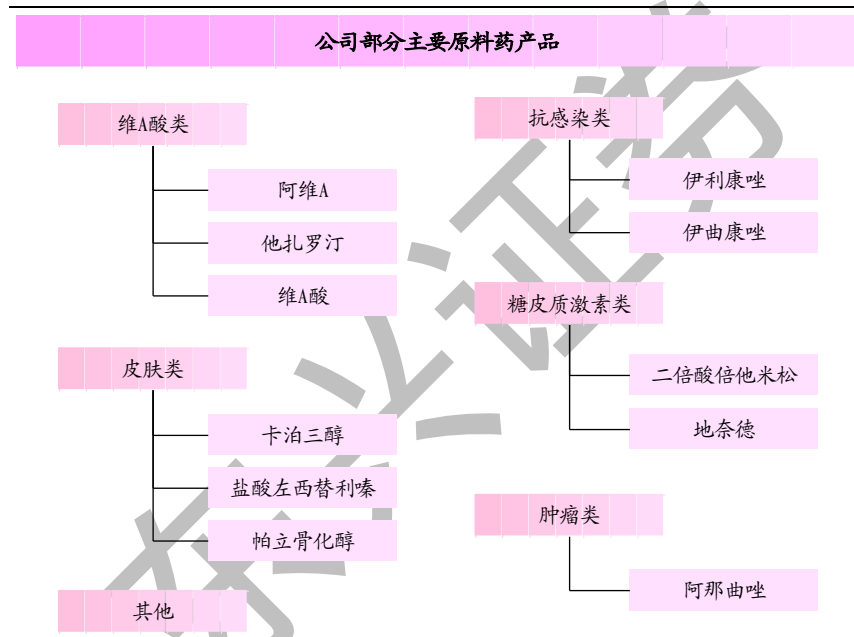
图表 5：公司主要医药制剂产品

公司产品	通用名	商品名	治疗领域	公司产品	通用名	商品名	治疗领域
	地奈德乳膏	力言卓	消炎抗菌， 治疗银屑病		盐酸左西替利嗪 口服液	必亮	抗过敏
	奈替芬酮康唑	必亮	银屑病		复方氨肽素		银屑病
	阿维 A	方希	银屑病		维胺脂胶囊		银屑病
	盐酸左西替利嗪	迪皿	鼻炎，荨麻疹等过敏症状		他扎罗汀（乳膏，凝胶）	乐为	银屑病

资料来源：公司网站，东兴证券

公司除了皮肤病药物之外，还有一些抗结核和抗肿瘤制剂品种。合并颖泰嘉和之前，医药制剂是公司的主要利润来源。同时公司还拥有原料药业务，公司原料药产品包括维 A 酸类、抗感染类、糖皮质激素类、抗肿瘤类、皮肤类和其他品种。公司主要制剂产品的原料药均可以自行生产。

图表 6：公司部分原料药产品（华邦胜凯）



资料来源：公司网站，东兴证券

除了医药行业以外，公司以投资的方式，涉足旅游业、农业和医疗服务等其他行业。

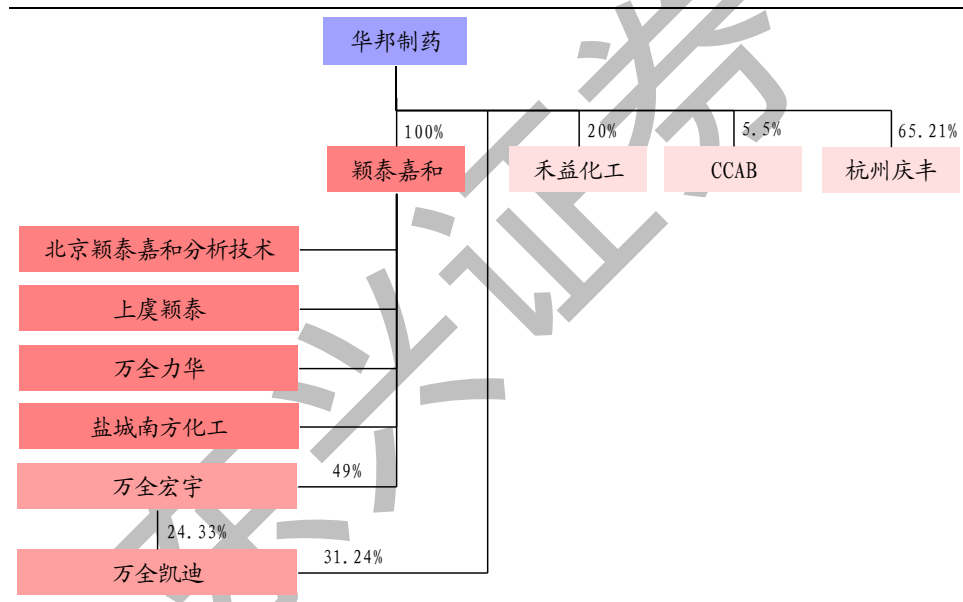
华邦制药和其股东重庆汇邦旅游分别持有雪山开发公司 20.21%和 13.65%的股权，雪山开发公司是上市公司丽江旅游的第一大股东，持有丽江旅游 20.82%的股份。此外，华邦制药旗下拥有重庆华邦酒店旅业有限公司（位于重庆 5A 级风景区仙女山）和丽江解脱林旅游发展有限公司。

1.4 农药业务借助上市公司平台大幅扩张

公司 2009 年发布了换股吸收颖泰嘉和的公告，2011 年股权正式登记。吸收合并之前上市公司持有颖泰嘉和 22.73%的股权，上市公司向颖泰嘉和定向增发，以 1:2.79 的比例和颖泰嘉和原股东换股，颖泰嘉和成为上市公司的全资子公司。

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，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颖泰嘉和或上市公司，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，收购了杭州庆丰 65.21%股权。

图表 7：华邦制药主要农药资产



资料来源：公司公告，东兴证券

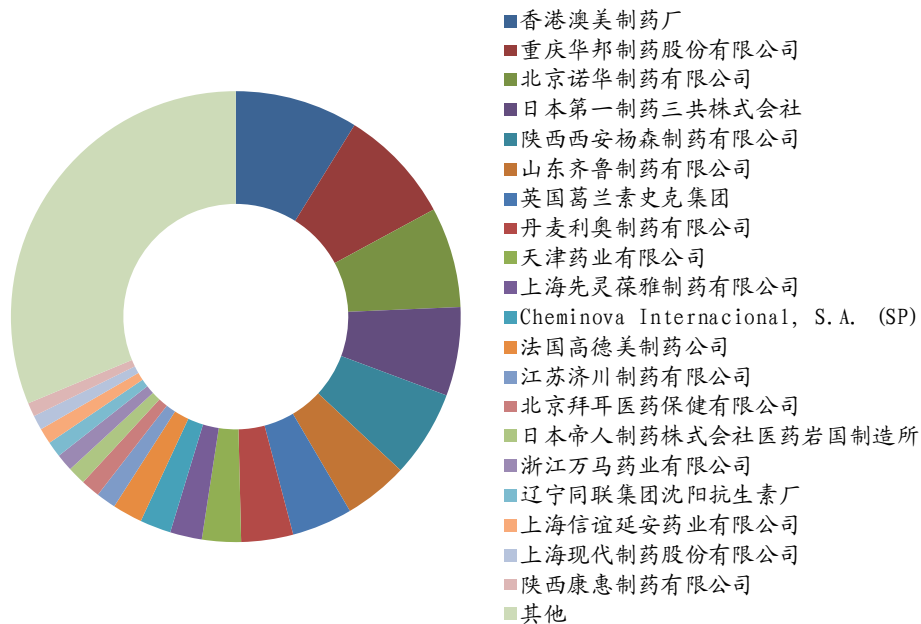
2. 医药制剂业务潜力巨大

我们认为公司自从吸收合并颖泰嘉和以来，市场更多地公司将公司视为一家农药企业，一方面公司合并的农药业务收入规模远超医药业务，净利润增速高，具有一定的国际知名度；另一方面公司的传统主业皮肤病药物（制剂）前几年一直处于调整阶段，业绩增长缓慢。我们通过分析制约公司医药业务发展的若干因素，以及公司近期内部发生的调整，认为公司的医药制剂业务将迎来新的发展机遇期，是公司未来重要的投资看点之一。

2.1 国内皮肤病药物龙头老大

公司成立之初就以皮肤病药物为本，多年以来一直专注于这一主业。公司早期凭借迪皿、方希、复方氨基酸等品种，成长为国内临床皮肤病药物市场份额第一大公司，并且多年一直盘踞这一位置。直到近年香港奥美凭借澳能（卤米松，治疗银屑病药物）的高速增长，市场份额才勉强超过华邦制药。

图表 8：2010 年临床皮肤病药物市场格局

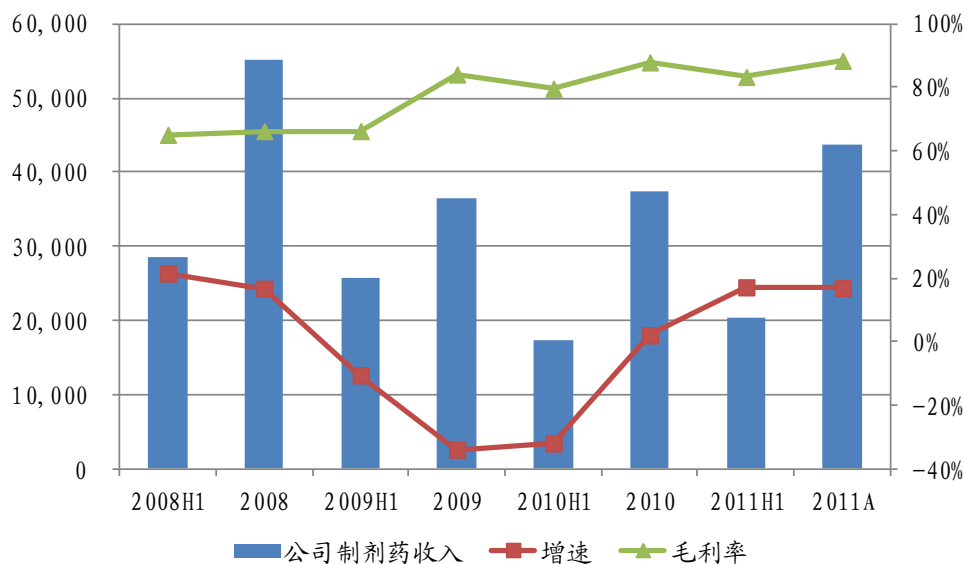


资料来源：sfda 南方所，东兴证券

2.2 公司制剂业务过往业绩缺乏吸引力的原因分析

公司医药制剂业务主要是皮肤病药物，同时有小部分的抗结核和抗肿瘤药物。根据公司披露的年报显示，最近 3-4 年公司的医药制剂业务整体处于调整状态。2008 年公司制剂收入达到 5.5 亿元，历史峰值。在接下来的几年里收入大幅萎缩，后虽有增长但并不明显。医药制剂毛利率整体保持了较高水平，并且在不断上升。

图表 9：公司近期医药制剂业绩情况



资料来源：Wind，东兴证券

我们认为造成公司医药制剂业务表现平庸的主要原因有以下几点：

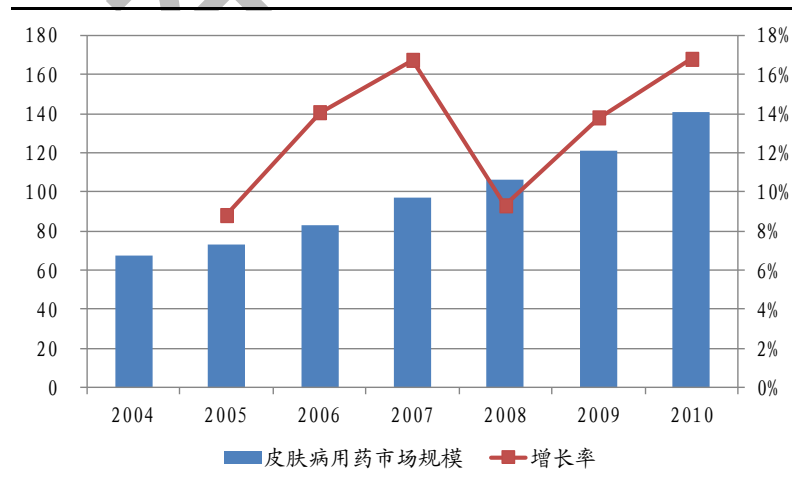
- 第一， 受限于行业整体增速缓慢；
- 第二， 公司销售渠道单一；
- 第三， 公司营销体系欠合理。

2.2.1 行业整体增速较慢

公司皮肤病药物之前增长缓慢的一个首要原因是受限于行业规模和整体增速。

我国的皮肤病用药市场的特征是规模小，整体增速缓慢。2010年我国的皮肤病药物整体市场规模在140亿元左右，同比增速约为17%。2004-2010年，我国皮肤病药物市场规模年均复合增速为13.2%。皮肤病在人群中的发病率相对稳定，行业整体增速平稳。

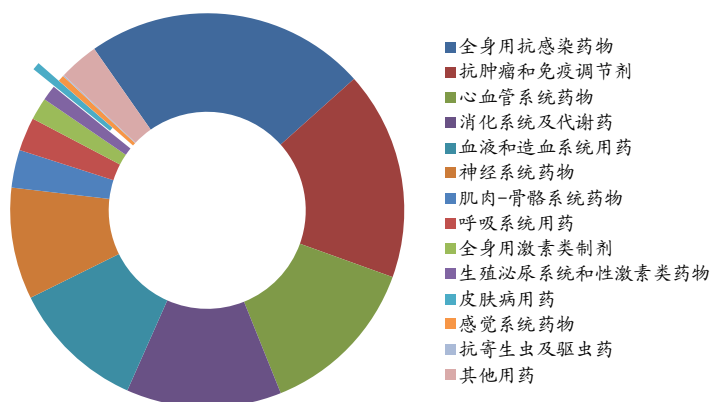
图表 10：我国皮肤病用药规模和增速（亿元）



资料来源：医药健康网，东兴证券

在临床用药统计中，皮肤病用药占比很少，2010年，皮肤病药物在临床各个系统用药占比仅为0.64%，2006-2010年，皮肤病药物在各个系统临床用药占比处于逐渐下降的趋势。在这样的行业背景下，公司作为行业龙头很难取得大幅超越行业增速的增长水平。

图表 11：2010年临床用药构成情况



资料来源: sfda 南方所, 东兴证券

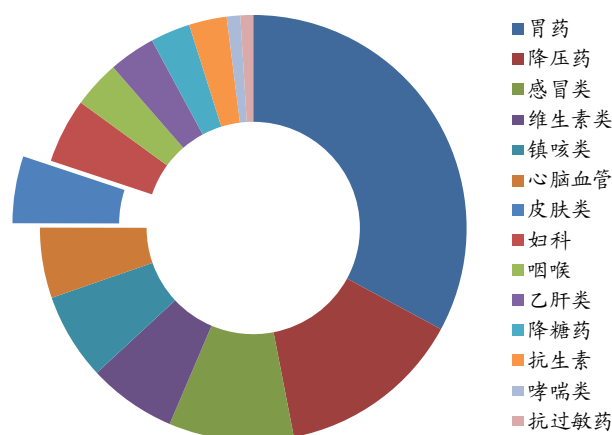
2.2.2 销售渠道单一

公司自成立之初, 主导产品基本上都是处方药, 公司的营销主要以学术推广为主, 销售终端主要集中在医院市场。

公司深耕医院市场的好处是给公司提供了可靠的订单, 公司在临床皮肤病市场份额排名取得的成绩表明, 公司的产品质量和疗效具备很强的市场竞争力。在医院市场的竞争中, 公司建立了强大的学术营销体系, 这为公司未来医药业务的发展夯实了基础。

整体来看, 医院市场是我国主要的药品销售市场, 医院市场的销售占比大约在 70% 左右。不过对于皮肤病用药而言, 这个比例恰恰相反。这和皮肤病用药的特点有关。相当一部分皮肤病具有季节性, 难以根治, 同时皮肤病用药绝大部分是外用药物, 与内服药物相比, 外用药的安全性相对更好, 所以这就决定了皮肤病用药市场的重镇在于药店零售渠道。通常而言, 皮肤病用药零售渠道占比高达 70-80%。

图表 12: 2010 年零售终端用药格局



资料来源: sfda 南方所, 东兴证券

在零售终端市场，皮肤病用药的市场占比大约在 5%左右，按照医药终端和零售终端 7:3 的比例计算，结合皮肤病用药在医院终端占比 0.64%的比例，则我们可以大致估计出皮肤病用药市场规模零售终端和医院终端的比例大约为 3.35:1，即皮肤病用药零售终端的规模大约是医院终端的 3.35 倍。

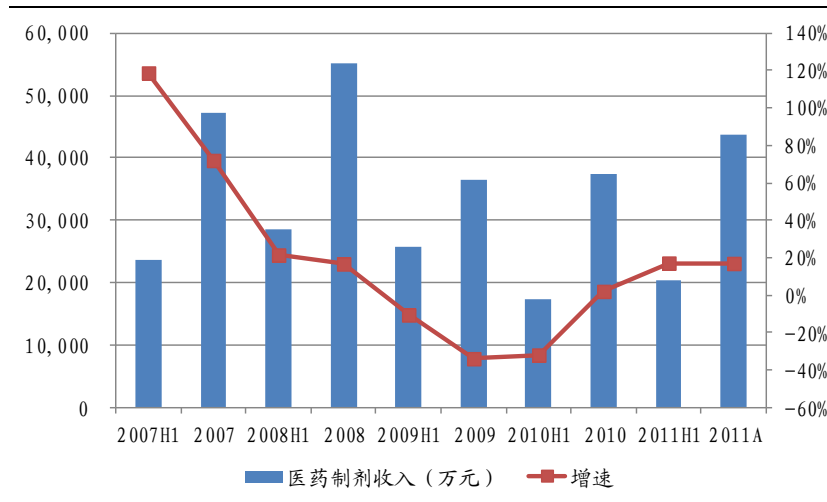
所以我们可以看到，华邦制药深耕的医药渠道其实是皮肤病药物市场的一小部分，更为广阔的零售渠道公司远未开发。所以这也造成了公司之前医药制剂业务增速缓慢。

2.2.3 营销体系欠合理

公司原有的营销体系粗线条，根据公司药品的大病种进行分类，即分为皮肤病、抗结核和抗肿瘤三个队伍，而公司的皮肤病产品众多，这样的划分显然不够合理。造成的结果就是公司的销售人员将精力更多地集中到了销售政策较好的新产品上面，而忽视了老产品的营销。这一点我们可以从公司的制剂产品销售收入和单个产品的业绩上面得到印证。

从下图中我们可以看到，公司 2008 年制剂药业绩十分突出，收入达到 5.5 亿元，而实际上当期收入增速不到 20%，与其说 2008 年业绩好，不如说 2008 年之后业绩差。

图表 13：公司 2007 年至今制剂药收入和增速

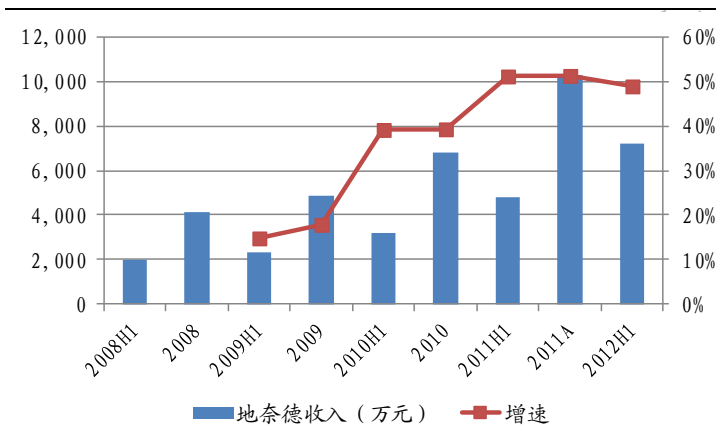


资料来源：Wind，东兴证券（注：公司 2007 年合并汉江药业，口径变化造成业绩波动）

我们认为造成这种现象的主要原因就在于公司的销售体系不合理。2008 年公司推出两个新产品，力言卓（地奈德乳膏）和必亮（茶替芬酮康唑），一个是国内独家产品，一个是一类化学新药。上市当年力言卓就实现销售规模 4141 万元，而但是最大品种迪皿的收入规模也不过 6530 万元，力言卓一跃成为公司仅次于迪皿和方希的第三大品种。而由于必亮未能进入医保，其放量速度明显慢于力言卓。

力言卓上市以来保持了强劲的增长势头，2011 年销售规模突破 1 亿元，年均复合增速 34%。

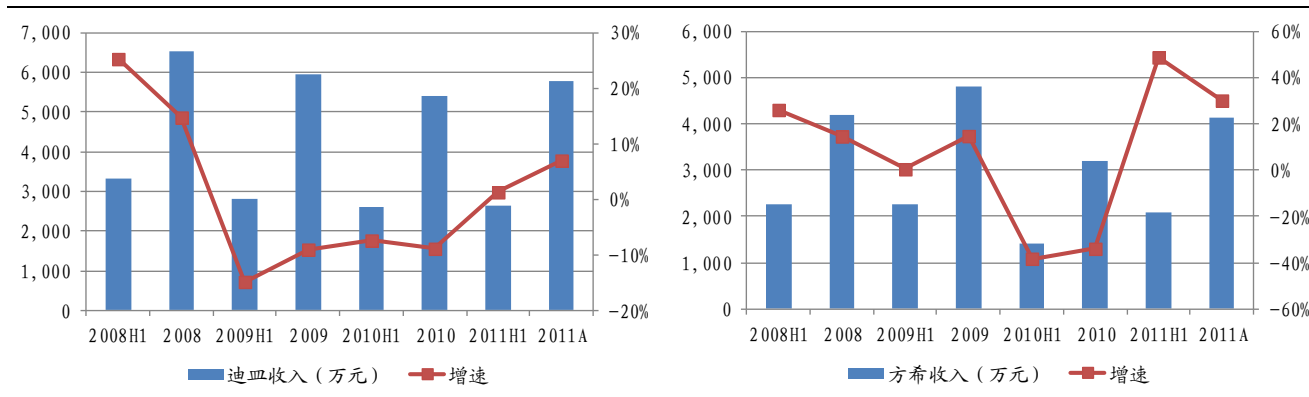
图表 14：力言卓收入与增速



资料来源: Wind, 东兴证券

而与此同时,公司老产品却表现出了明显的颓势,如公司原先最大的单个品种迪皿,2008年达到销售峰值6530万元之后,收入规模逐年下降,2011年在公司营销体系调整显现成效的时期,其增速也低于10%。如果说迪皿的疲软有一部分原因是由于该药物已经逐渐由成熟期向衰退期过度,那么方希的收入情况就更具代表性。方希是目前口服治疗银屑病的一线用药,疗效确切。2009年收入增速下降,2010年收入同比萎缩了40%,2011年在营销体系调整的背景下,收入增速反弹了30%。

图表 15: 迪皿和方希的收入和增速



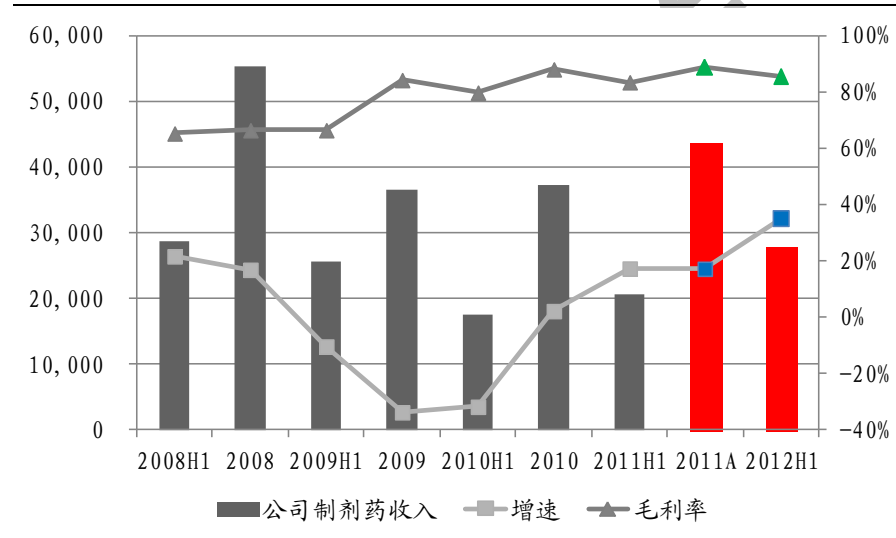
资料来源: Wind, 东兴证券

所以我们可以明显的看出,在原有销售体系下,营销人员的积极性更倾向于新产品,力言卓的成功是以牺牲了老产品为代价,力言卓的高速增长被老品种的收入下滑所拖累,所以公司医药制剂整体表现平庸。

2.3 医药制剂业务重新焕发青春

我们发现公司的制剂业务已经发生、并正在发生着积极、重要的转变,我们认为这些变化切中了制剂业务表现平庸的要害,并将使公司该项业务未来重焕新生。从2011年年报和2012年中报公司医药制剂业绩情况来看,我们已经能够看出公司内部变化带来的业绩进步。

图表 16：2011 年-2012 年上半年公司制剂业务的起色

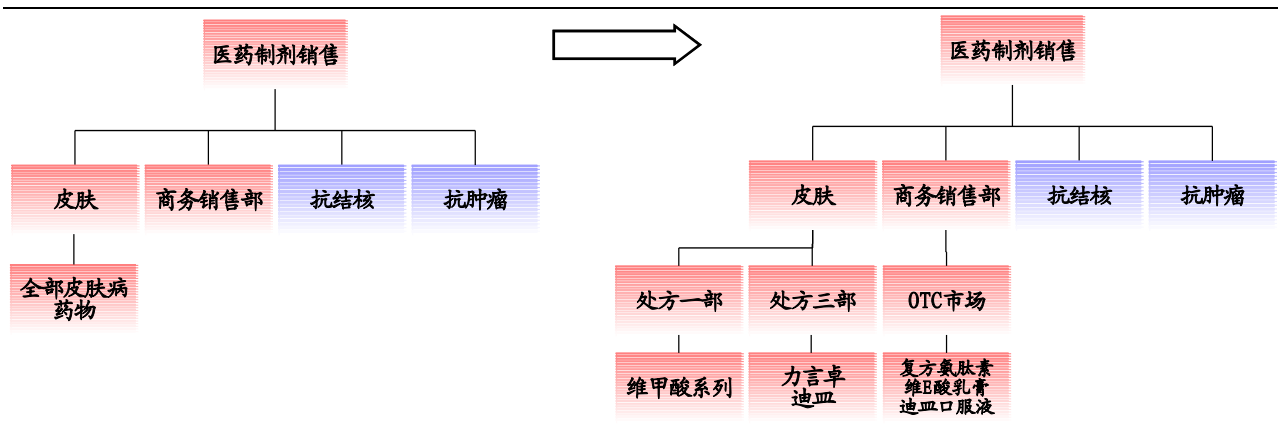


资料来源：Wind, 东兴证券

2.3.1 营销体系细化，老产品重焕生机

公司 2009 年-2010 年进行了营销体系的调整，一方面大幅扩充了销售队伍，销售队伍从 2009 年的不到 400 人，扩张到目前的将近 600 人。另一方面，公司将销售体系进行了细化。之前公司的营销队伍划较为粗线条，分为皮肤、抗结核和抗肿瘤，以及负责 OTC 渠道的商务销售部。经过调整，公司已将皮肤病药物销售队伍分为了处方一部和三部，分别主要针对维甲酸系列（方希）和力言卓、迪皿等产品。

图表 17：公司营销体系的变化



资料来源：东兴证券

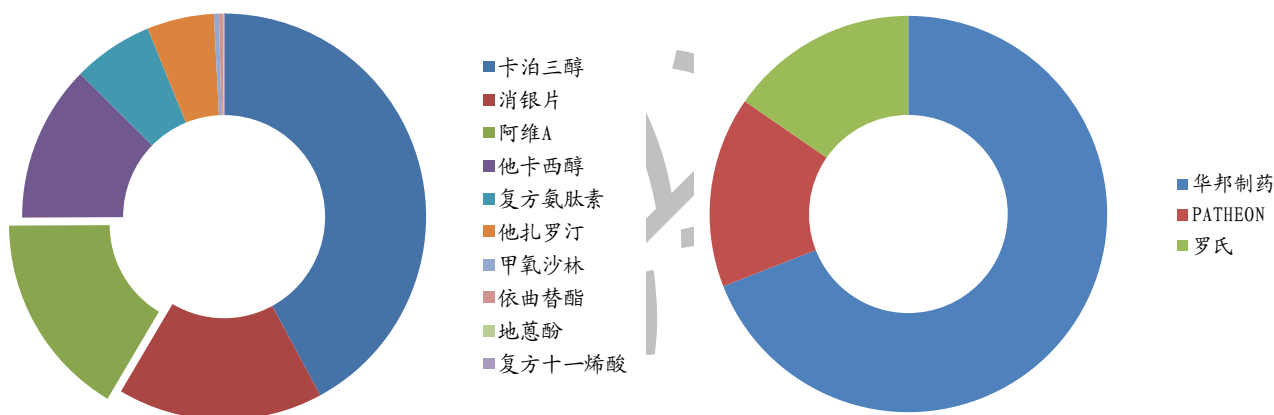
这样可以将销售资源相对均衡地配置给不同的药品，而且我们认为这样的安排将特别有利于方希未来的销售。

方希的化学本质是阿维 A 类药物，属于维甲酸类药物的一种，该产品是罗氏的原研药，华邦制药是国内首仿。该药物是目前口服治疗银屑病的一线用药。在国内临床银屑病

用药领域，阿维 A 类药物份额第三。华邦制药是目前临床使用阿维 A 市场份额最大的公司。

图表 18：2010 年国内主要银屑病药物市场分布

图表 19：2010 年国内阿维 A 类药物竞争格局



资料来源：sfda 南方所，东兴证券

罗氏当时在推广该产品的时候将其作为重症银屑病治疗药物，罗氏的推广一方面扩大了阿维 A 的临床应用，同时由于罗氏将该药物作为重症银屑病治疗药物推广，这为后来华邦制药扩大该药物的适应症范围设置了较大障碍。从该药物的生命周期来看，目前阿维 A 类药物处于市场成熟期，公司力争通过学术推广将该产品的适用范围拓展到中度和轻度患者使用，从而使该药物重新回到成长期。

从公司专门为维甲酸类药物设立的处方一部来看，公司十分重视阿维 A 的销售，所以我们认为这个公司的老产品将是公司营销体系调整的最大受益者。

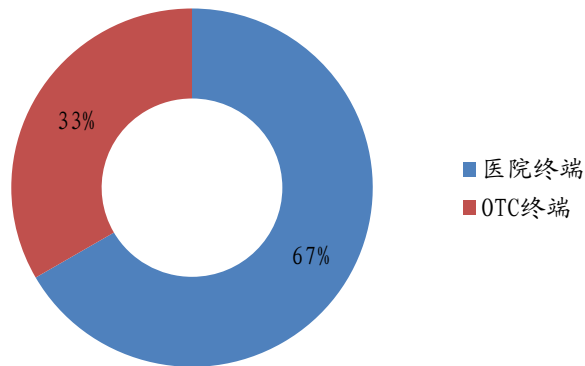
2.3.2 销售渠道拓展，打开通向更大市场的大门

我们在前面提到，皮肤病药物市场整体规模较小，并且由于人群中皮肤病发病率有一个比较稳定的水平，所以行业整体难以实现高增速。而皮肤病用药市场的特点是零售终端规模远大于医院终端，公司已经在医院市场稳固了其龙头地位，所以未来公司制剂业务的希望在零售终端。

从公司目前的销售体系来看，商务销售部主要负责公司 OTC 渠道的销售。经过公司前两年的营销体系建设，目前公司 OTC 渠道的销售队伍已经达到了 100 人左右。2012 年上半年，公司 OTC 渠道发力，销售增速达到 40%，销售占比约为 33%，成为带动公司医药制剂高速增长的重要力量。

目前公司与大约 500 家左右的医药连锁公司建立了合作关系，未来公司争取与国内全部医药连锁企业合作，同时与第三终端业务实力雄厚的商业企业合作，并且继续开发医院市场，提升大医院的覆盖率。

图表 20：公司目前医药制剂销售渠道比例



资料来源：东兴证券

此外，我们注意到公司在 OTC 产品方面也在发生着一些变化。最为典型的产品是迪皿，它上市时是处方药，近年来，公司开发了迪皿口服液，是非处方药，迪皿口服液 2011 年实现了翻番增长，预计 2012 年增速能够达到 60%左右。

公司 OTC 渠道的高速增长传递出一个重要的信号，公司打开了一个通往更大市场的通道。我们认为公司未来医药制剂的发展战略清晰，首先，公司已经在处方药和医院市场打下了自己地盘，目前公司正在将自己的处方药推向零售终端，扩大市场空间，同时公司的非处方药也在发展壮大，所以我们可以清晰地看到公司正在一步一个坚实的脚步稳健地扩张医药业务。公司最长远的战略部署是希望能够延伸到药妆领域，我们认为公司自身有这深厚的皮肤病药物功底，从业务相关性来看，这个长远战略可谓顺理成章，值得市场积极关注。

图表 21：公司医药制剂发展战略路径



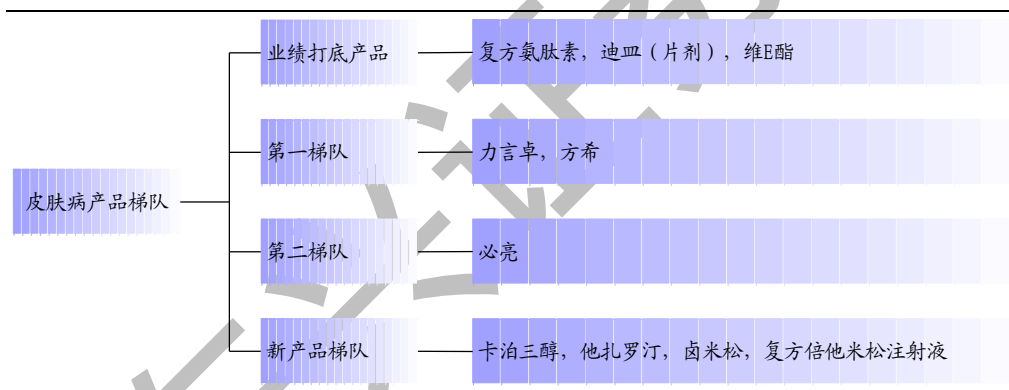
资料来源：东兴证券

2.3.3 产品梯队丰满，支持长期发展

公司完善了医药业务的营销体系，开始深耕零售终端，这些举措为公司的长期发展铺平了道路。而对于公司来讲，最核心的竞争力还是要体现在产品上。我们认为公司医

药制剂的产品梯队非常丰满，而且布局合理，这些产品能够为医药制剂业务提供持续的发展动力。

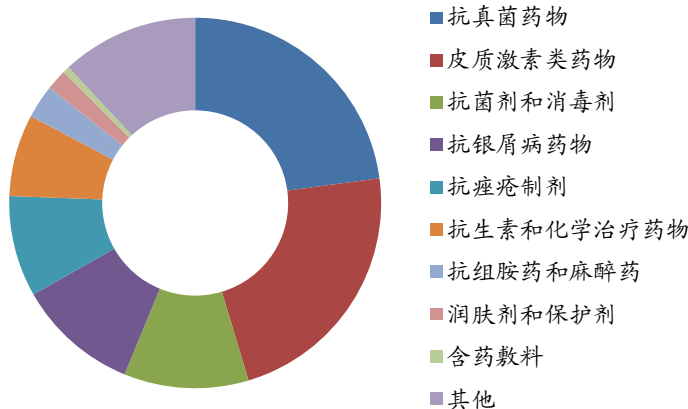
图表 22：公司皮肤病产品梯队



资料来源：东兴证券

目前公司的主打产品是力言卓（地奈德乳膏）。力言卓是皮质激素类药物，行业方面，皮质激素类药物是皮肤病药物中未来前景最好的一个细分子行业，容量大，增速高。皮质激素类药物和抗真菌药物几乎同为皮肤病用药领域最大的细分品种，但是从近几年市场份额的变化趋势来看，抗真菌药物明显在走下坡路，而皮质激素的份额在不断上升。这说明皮质激素的增速要明显高于抗真菌药。所以在这样的行业背景下，给公司的力言卓提供了较大的增长空间。

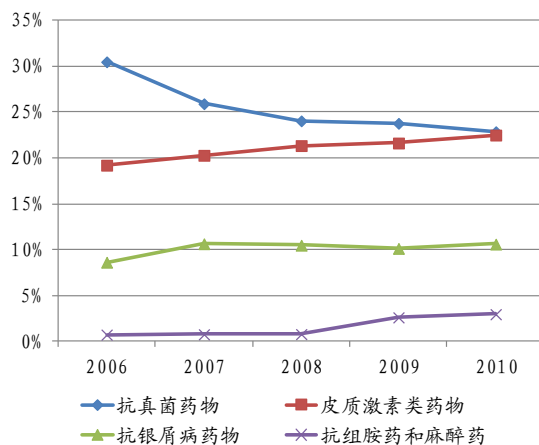
图表 23：皮肤病药物细分种类份额



资料来源：sfda 南方所，东兴证券

品种方面，力言卓是一种中效-弱效皮质激素，在治疗湿疹、神经性皮炎和特应性皮炎中具有较好的疗效和安全性，进入国家医保乙类目录。上市以来高速增长，快速成为了临床使用的主要皮质激素类药物。2010年，上市仅3年的地奈德在样本医院临床终端市场份额便达到了9.2%，成为临床第四大皮肤病用皮质激素类药物。

图表 24：部分细分种类份额变化



2011 年该产品收入规模突破 1 亿元，2012 年中期收入 7183 万元，同比增速 49%，我们预计 2012 年全年收入将超过 1.5 亿元，同比增速 48%。参考行业增速和其他几个主要皮质激素品种的市场规模，我们预计力言卓还能保持目前的增长水平 2-3 年，收入规模达到 3 亿元之后，增速可能会放缓。

公司另一个新产品必亮（萘替芬酮康唑）是一类化学新药，和力言卓同年上市，但是增速明显慢于力言卓。但是我们依然比较看好必亮的前景。第一，必亮没能进入全国医保，是限制其增长的主要原因之一，公司正在努力争取使其进入地方医保，我们预计这项公司近期会有突破，虽然这样不会像进入全国医保带来快速的放量，但能够提供稳定的增长。第二，必亮属于抗真菌药物，如前文所述，抗真菌药物虽然增速低，但毕竟是目前最大的一个细分领域，对于华邦制药的一个单个品种来说，这样的市场规模足够其成长了。我们预计 2012 年必亮的收入规模能达到 4000 万元左右，成为公司主要的药物品种之一。

新产品方面，未来 2-3 年可能上市的品种包括卡泊三醇、卤米松、复方他扎罗汀和复方倍他米松注射液。

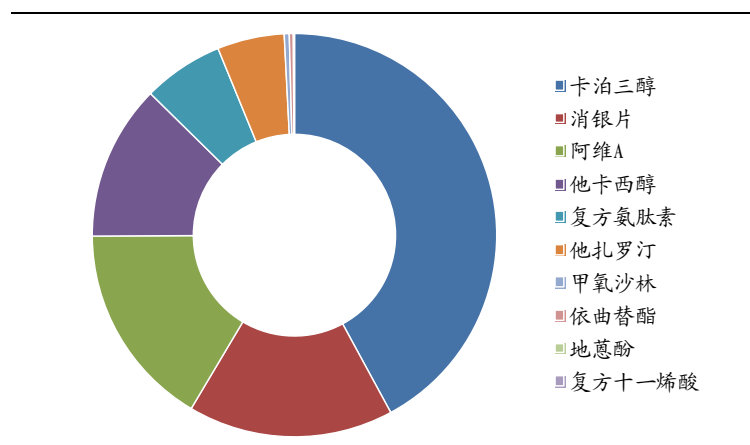
图表 25：公司主要新产品情况

新产品	治疗领域	市场规模	国内市场竞争情况
卡泊三醇	治疗银屑病	最大的银屑病治疗药物	被澳美和利奥垄断，国内只有华邦有批文
复方他扎罗汀	治疗银屑病	原用于治疗痤疮，目前是临床治疗银屑病主要药物之一	他扎罗汀的复方制剂只有华邦一家拥有
复方倍他米松注射液	全身用皮质激素	临床主要皮质激素之一	国内市场目前只有先灵葆雅的产品，此外只有华邦一家有批文
卤米松	皮质激素	临床最大的皮质激素药物	被澳美和诺华垄断，国内华邦和天药在审评状态

资料来源：sfda, 东兴证券

我们非常看好公司的这些新产品，这些新产品目前的市场格局要么是国外企业垄断，要么是公司独家产品。而且市场空间都比较大，比如卡泊三醇，这是目前规模最大的治疗银屑病药物，市场份额超过 40%，而目前国内的卡泊三醇药物市场被爱尔兰利澳制药和澳美制药垄断，公司是唯一一个拥有卡泊三醇批文的厂家。

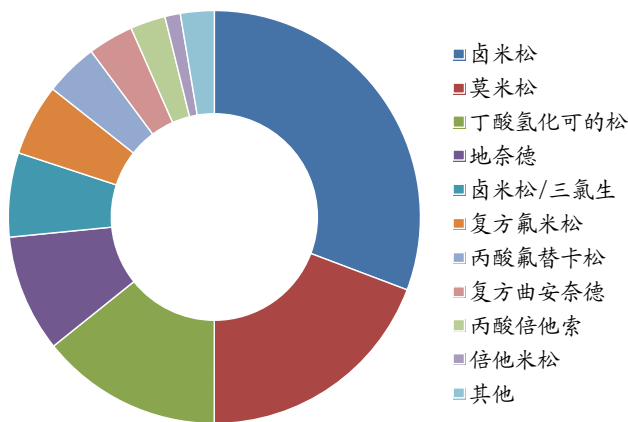
图表 26：国内银屑病药物市场格局



资料来源: sfda 南方所, 东兴证券

再比如卤米松, 卤米松是目前国内用量最大的皮质激素类药物, 市场份额大约占 30% 左右, 目前被香港奥美垄断。公司新产品挑战国内首仿药, 我们认为公司方希的进口替代成功模式可以在其它新产品上复制。预计这些新产品将在 2013-2014 年逐渐上市, 从而可以有效形成对目前一线产品的替代和支撑。

图表 27: 皮质激素类皮肤病药物临床终端用药格局



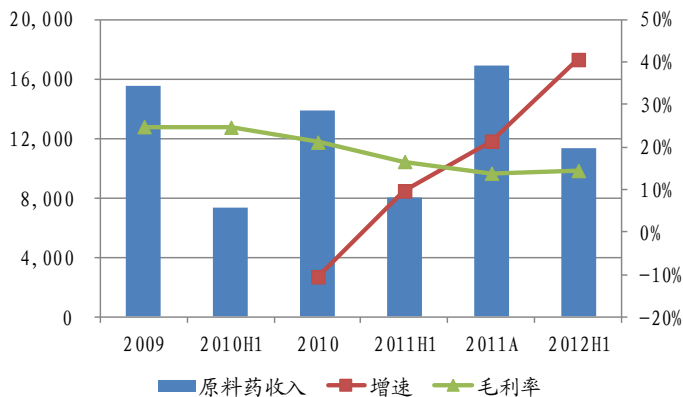
资料来源: sfda 南方所, 东兴证券

3. 医药原料药业务 (API) 或成为下一个亮点

我们看好公司原料药业务未来的发展前景, 主要是看好公司现有原料药业务未来可以借道颖泰嘉和的客户资源, 在出口上或能实现重大突破。

我们注意到近几年公司的医药原料药业务增长提速, 公司 2012 年上半年, 原料药业务收入 1.13 亿元, 同比增长了 41%, 毛利率 14.5%, 同比下降了 2.1 个百分点。

图表 28: 华邦制药原料药收入和毛利率情况



资料来源：公司公告，东兴证券

公司旗下的原料药业务主要有两块，一块是以华邦胜凯为主的生产基地，主要供应公司制剂生产所需的原料药，包括维甲酸系列、他扎罗汀、维胺酯、地奈德和二倍酸倍他米松等等。另一块是汉江药业旗下的原料药资产，主要从事 API 出口业务，包括汉江药业、汉江万全和汉中金汉江等公司，汉江药业旗下的原料药主要用于对外出售，我们看好的正是公司未来 API 出口业务的发展前景。

图表 29：目前公司主要原料药资产

公司名称	与上市公司关系	产品情况
华邦胜凯	控股子公司	生产、销售阿维 A、他扎罗汀、月桂氮卓酮、喷昔洛韦、阿那曲唑(抗肿瘤)、氨肽素、维胺酯、对氨基水杨酸异烟肼、异维 A 酸、维 A 酸、盐酸左西替利嗪、磷酸依托泊苷、盐酸萘替芬、马来酸替加色罗、丁酸氢化可的松(激素)、地奈德(激素)、二丙酸倍他米松(激素)、胸腺五肽、甲氧沙林、阿伐斯汀等原料药
汉江药业	控股子公司	化学原料药、医药保健品及动物药品、医药及化工中间体产品、生物制剂、中、西药制剂的研制、生产、销售；进出口贸易、运输、工程安装及商贸服务等
汉江万全	参股公司	化学原料药、医药中间体生产，销售自产产品(含出口)；本企业所需原材料、械设备、仪器仪表、零配件进口等
汉中金汉江	参股公司	生产化学原料药、针剂、化工中间体、化工原料辅料，销售自产产品等
上虞帝瑞云涛	参股公司	主要从事抗生素和农药中间体的生产，包括 D(-) 苯甘氨酸、左旋双氢苯甘氨酸、左旋双氢苯甘氨酸甲基邓钠盐。

资料来源：公司公告，东兴证券

汉江药业是公司上市后收购的公司，目前是公司控股子公司，汉江药业前身为陕西汉江制药厂，成立于 1970 年，现在汉江药业一方面担任着上市公司原料药和中间体生产基地的角色，另一方面汉江药业也是上市公司的一个控股平台，目前汉江药业旗下参股、控股公司有 10 余家，其中西安杨森和汉王药业分别是其参股 3% 和 34% 的参股公司。汉江药业的主要产品包括七个人用原料药/中间体和七个动保原料药/中间体，主要用于出口。

图表 30：汉江药业主要原料药产品

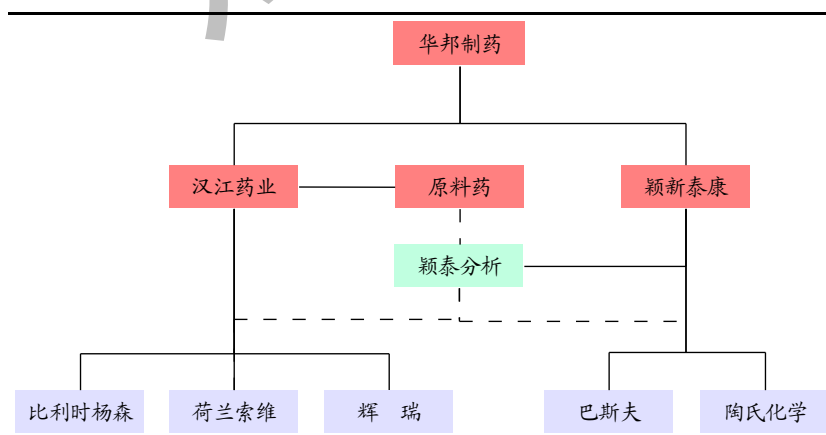
产品种类	产品名称	产品注册
人用原料药	阿仑磷酸钠	DMF
	盐酸氨溴索	EDMF
	氯雷他定	DMF
	盐酸美克洛嗪	DMF
	黄体酮	COS
	消旋卡多曲	EDMF
	盐酸索他洛尔	COS
动保原料药	苯硫脲	EDMF
	芬苯达唑	FDA/COS/EDMF

盐酸左旋咪唑	FDA/COS/EDMF
甲苯咪唑	
奥芬达唑	FDA/COS/EDMF
碘醚柳胺	EDMF
三氯苯达唑	EDMF

资料来源：公司网页，东兴证券

汉江药业目前的原料药和中间体主要出口给杨森和荷兰索维，少部分出售给辉瑞。吸收合并颖泰嘉和后，我们比较看好双方的资源整合前景，尤其是公司的原料药业务将是资源整合最大的受益者。首先，在技术层面，双方都属于精细化工产品，合成原理相同，为合作研发提供了可能性；其次，颖泰嘉和在出口认证方面具有优势，颖泰分析是旗下技术平台，华邦制药的 API 出口业务可以借助这一平台；最后，颖泰嘉和带来了优质的客户资源，通过技术提升以及出口认证方面的优势，公司既可以提升现有产品的竞争力，也可以借道颖泰嘉和的客户资源，拓展下游客户。

图表 31：公司 API 业务将借助颖泰嘉和的客户资源



资料来源：公司公告，东兴证券

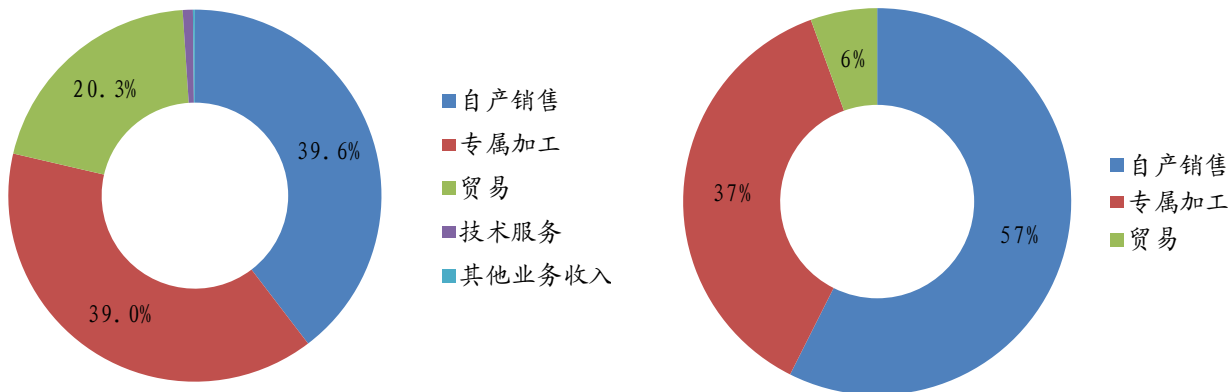
4. 农药业务志存高远

公司目前的农药业务主要是农药原药和中间体的出口，下游客户主要包括马克西马阿甘（MA）、巴斯夫和陶氏化学等国际大型化工企业。借助上市公司平台，农药业务取得了长足的发展，实施了积极的对外扩张政策，首先增强了公司自有生产能力，弥补了生产环节的短板，其次，通过入股巴西农药企业 CCAB，搭建了一个农药制剂的出口平台。公司自身出众的研发能力，生产环节短板的弥补，以及未来制剂出口业务平台的搭建，为公司农药业务未来发展迈出了坚实的一步，所以我们也认为公司在农药业务上未来希望能够做到全球第二梯队头排位置的目标是比较现实的。

4.1 自主产能的提升将提高农药业务的盈利能力

目前公司的业务模式主要有四种：自主生产，专属加工，贸易，技术服务。自主生产主要是公司利用自有产能直接为客户提供产品，根据公司最近的公告，2011 年上半年公司自主产品、专属加工和贸易三项业务的收入比例大约为 4:4:2（技术服务收入占比还很小），自主产品具有较强的盈利能力，其贡献的毛利润占比将近 60%。

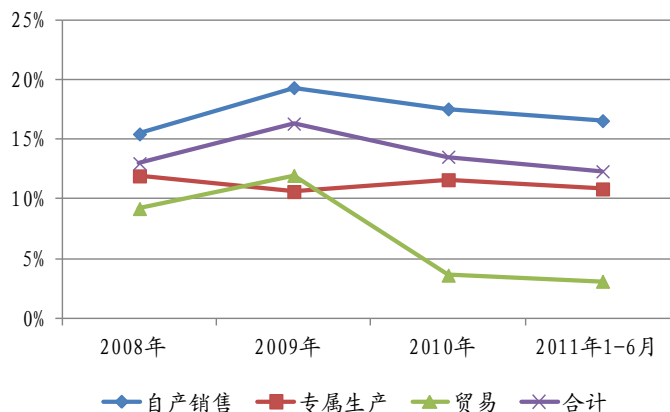
图表 32：公司农药业务构成



资料来源：公司网页，东兴证券

近几年公司农药各项业务的毛利率有所下滑，但是由于各项业务的结构有所调整，低毛利率的农药贸易占比逐渐下降，所以公司整体毛利率依然保持了稳定。未来 2-3 年公司在自主生产、专属加工和农药贸易三种业务模式的理想比例是 6:3:1，我们按照公司前几年各项业务模式的平均毛利率计算，当收入比例达到“631”时，农药业务的整体毛利率将在 14-15%之间，较目前会提高 1.5-2 个百分点。但是我们认为公司今年收购了较多的农药资产，生产基地数量增加，此外定增项目中将投入约 2.8 亿元用于自由产能的扩张，公司自身生产能力的提升也将促进该项业务毛利率的提升，所以我们认为从盈利能力的角度来看，未来农药业务还有很大的提升空间。

图表 33：农药业务毛利率情况



资料来源：公司网页，东兴证券

4.2 技术平台将发挥更大作用

农药制剂出口是公司农药业务一个重要看点，其意义此不赘述。我们想指出的是公司的技术平台——颖泰嘉和分析技术有限公司（颖泰分析）——将在未来发挥重要作用。

颖泰嘉和是国内第一家拥有 GLP 实验室的公司，在研发和认证方面具有较强优势。2010 年，颖泰嘉和成立全资子公司颖泰嘉和分析技术有限公司（颖泰分析），成为独立的 GLP 实验室运营平台。目前公司的技术服务业务收入还比较小，2010 年全年收入规模 3500 万元左右，但是当期毛利率高达 96%，我们认为这在很大程度上和公司该项业务尚未步入正轨有关，但是我们还是可以看出，这种技术服务和转让业务的盈利能力将明显高于公司的传统农药业务。根据公司的定向增发预案，公司拟投入约 3.66 亿元用于研发平台的建设（其中 3 亿元募集资金），是募投项目中投入最大的一个项目。公司预计项目建成后，将新增收入 8000 万元，净利润 5856 万元，可见该项业务的净利润率高达 70% 以上，虽然收入规模较小，但是将成为公司未来重要的利润增长点。

图表 34：公司拟投资项目情况（单位：万元）

序号	项目名称	实施主体	总投资额	募集资金拟投入额
1	新研发基地建设项目	颖新泰康	36,619	30,000
2	年产 600 吨啶菌酯、900 吨磺草酮/硝磺草酮和 3500 吨农药制剂建设项目	上虞颖泰	28,000	28,000
3	外用制剂技术改造项目	本公司	21,221	21,221
4	补充流动资金项目	本公司	12,000	12,000

资料来源：公司公告

此外，除了贡献利润之外，我们认为更重要的意义在于，这个技术平台将在公司的农药制剂出口和医药原料药出口方面发挥巨大的作用。公司长远的战略考虑是通过参股公司 CCAB 进军国际农药制剂市场，我们认为初期公司可能会考虑贴牌的方式出口，但是长期来看，公司将以自有品牌进行农药制剂出口。无论以何种方式出口，产品研发和认证都将是出口环节中的重要一环，而颖泰分析将是公司实现制剂出口的重要保障。

我们曾在前面提到，合并颖泰嘉和后，公司的医药原料药出口将是原有业务中最大的潜在受益者，因为它可以借助农药业务丰富的优质客户资源，扩大医药原料药和中间体出口规模。这个技术平台可以帮助公司的医药原料药提升研发和产品质量，并凭借其在出口认证上的优势，打开更多的市场大门。所以我们认为颖泰分析作为公司的技术平台，未来将发挥至关重要的作用。

5. 盈利预测与投资评级

我们对公司不同业务和产品分别进行了业绩预测。

医药制剂方面，我们对目前的主要几个品种进行了预测，包括力言卓，迪皿，方希，复方氨肽素，维胺酯胶囊和必亮，我们预计力言卓凭借良好的临床疗效将在未来 1-2 年继续保持高速增长势头，2014 年销售额 2.8 亿元左右。方希受益于公司营销体系的调整，以及临床推广的加强，未来增速保持在 22% 左右。

图表 35：公司主要医药产品预测（单位：万元）

		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
地奈德乳膏（力言卓）	收入	6,796	10,279	15,160	21,527	27,955
	增长率	39.26%	51.26%	47.49%	42.00%	29.86%
	毛利率	89.15%	88.01%	90%	90%	90%
15g 迪皿	收入	5,412	5,790	6,334	6,722	6,952
	增长率	-8.88%	6.99%	9.41%	6.11%	3.42%
	毛利率	86.89%	85.21%	85%	85%	85%
方希	收入	3,185	4,144	4,939	6,075	7,412
	增长率	-33.92%	30.11%	19.19%	23.00%	22.00%
	毛利率	81.30%	80.99%	83%	83%	83%
复方氨肽素片	收入	2,997	2,998	3,045	3,082	3,159
	增长率	-15.30%	0.04%	1.56%	1.21%	2.50%
	毛利率	32.41%	35.41%	36%	36%	35%
20 粒维胺酯胶囊	收入	1,935	1,653	1,490	1,371	1,284
	增长率	-17.96%	-14.57%	-9.85%	-8.00%	-6.31%
	毛利率	39.72%	40.00%	40%	40%	40%
萘替芬酮康唑（必亮）	收入	2,510	2,775	3,918	5,290	6,691
	增长率	8.37%	10.59%	41.18%	35.00%	26.49%
	毛利率		80.00%	80%	78%	75%

资料来源：公司公告，东兴证券

农药方面，公司的农药产品线丰富，我们假设公司在 2014 年，自主产品、专属加工和贸易的比例能够实现 6:3:1（近似），同时公司自主产品收益与盈利能力的提升，毛利率稳步上升，公司的高盈利业务技术服务业务虽然收入占比较小，但是预计盈利能力很强，将是农药业务板块重要的利润增长点。

图表 36：公司农药业务分项目预测（单位：万元）

		2009A	2010A	2011H1	2012E	2013E	2014E
自主产品	收入	55,490	60,159	45,286	125,757	175,669	252,501
	占比	42%	34%	40%	45%	50%	60%
	毛利率	19%	18%	17%	18%	19%	21%
专属加工	收入	51,541	69,110	44,589	106,195	122,968	126,250
	占比	39%	40%	39%	38%	35%	30%
	毛利率	11%	12%	11%	11%	11%	11%

贸易	收入	19,505	40,504	23,212	44,714	49,187	36,613
	占比	15%	23%	20%	16%	14%	9%
	毛利率	12%	4%	3%	3%	3%	3%
技术服务	收入	2,516	3,537	1,006	2,795	3,513	5,471
	占比	2%	2%	1%	1%	1%	1%
	毛利率	-	97%	100%	85%	85%	85%
合计	收入	131,230	174,488	114,093	279,461	351,338	420,834
	毛利率	16%	14%	12%	14%	14%	17%

资料来源：公司公告，东兴证券

我们按照目前公司 5.02 亿总股本计算，预计 2012-2014 年每股收益分别为 0.85 元、0.94 元和 1.20 元，2012 年剔除西部证券上市投资收益后的主业 EPS 为 0.71 元。目前公司动态估值分别为 19 倍（主业）、15 倍和 11 倍。

我们认为目前公司股价具有很好的安全边际，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 13.7 元左右，潜在涨幅空间 40-55%，维持公司“强烈推荐”的投资评级。

图表 37：公司分业务和整体业绩预测

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）				2,775	3,461	4,208
增长率（%）				N/A	24.73%	21.59%
净利润（百万元）			140	184	237	311
增长率（%）				31.20%	28.45%	31.36%
每股收益(元)				0.37	0.47	0.62
整体情况						
营业收入（百万元）				3,609	4,507	5,463
增长率（%）				N/A	24.87%	21.20%
净利润（百万元）			305	427	470	604
增长率（%）				39.99%	9.99%	28.57%
每股收益(元)				0.85	0.94	1.20
PE				19	15	11

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。