

**证券研究报告—更新报告**
**医药保健**
**制药与生物**
**华邦颖泰 (002004)**

更新报告

**推荐**

(维持评级)

2014年3月24日

# 两药并举，并购助力发展

**证券分析师：杜佐远**

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070001

**证券分析师：贺平鸽**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

## 事项：

公司年报发布，我们也在近期拜访了公司，认为公司的制药业务发展态势超出预期，未来有望在收入规模上迅速追赶稳健发展的农药业务。公司经过磨合，已形成“医药+农化”两轮驱动的良好发展态势，两个事业部的管理层均具丰富行业经验，重视研发、国际视野，基础扎实、厚积薄发。而未来借助外发扩张，有望加快发展步伐。

## 国信医药观点：

公司未来发展来自四个方面：

**1、医药业务进入收获期，增速提升至30%以上：**制剂（华邦制药）：产品储备丰富，步入收获期，大力开拓OTC市场有望带动华邦制药未来3年净利润增长30%。原料药（汉江药业+华邦制药自身原料药业务）：出口业务有望突破，净利率高，值得期待。

**2、农药业务20%左右稳定增长：**颖泰嘉和农药龙头，优势明显，国内第一、全球排名16，将向全球前十进军，处于平稳增长期，保持20%增速。

**3、已收购公司助力发展：**收购的明欣药业100%股权于2013年8月开始并入全资子公司华邦制药，看好利福布汀胶囊和他克莫司软膏市场前景；百盛药业28.5%股权于2014年1月份开始采用权益法核算其长期股权投资收益，实现公司由皮肤科向心脑血管用药、呼吸类用药、儿科用药、眼底类用药等大类用药跨越；增发收购的福尔股份、凯盛新材100%股权预计2014年7月开始并表，符合公司向大型精细化工企业发展的战略，同时产品下游均可用于农药、医药的生产，对公司原有业务形成重要补充，有利于公司综合竞争力的提升。

**4、未来并购预期强烈：**公司以皮肤科起家，分别通过收购颖泰嘉、福尔股份、凯盛新材、百盛药业等进入农药、精细化工、专科大病种领域。预计未来在医药板块：继续收购百盛药业并实现控股，继续收购大病种治疗领域，等等；农药化工板块继续收购。

控股股东以16.12元/股，3.99亿元现金参与定增，彰显对公司中长期发展信心。同时公司做大市值也有利于未来继续实施增发收购战略。

因看好公司“两药并举，并购助力发展，市值空间潜力大”，我们已将其纳入国信医药3月投资组合。我们认为，未来3年公司将重拾高增长，并购预期强烈（行业并购机遇+公司自身并购能力和强烈意愿）。不考虑未来并购，保守预计14-16EPS0.75/1.03/1.26元（按增发后总股本6.76亿股计算），未来一年期合理估值23.9~26.2元/股（对应14PE32~35X，15PE23~25X），对应市值162~177亿元；中期看300亿市值（医药150亿+农化150亿），维持“推荐”评级。

## 评论：

■ **盈利预测及估值：**未来3年高增长无虞；一年期合理估值23.9~26.2元/股，对应市值162~177亿元；中期看300亿市值（医药150亿+农化150亿）

➤ 未来3年业绩高增长来自:

**1、医药业务增速超30%:** 制剂(华邦制药): 产品储备丰富, 步入收获期, 大力开拓 OTC 市场有望带动华邦制药未来3年净利润增长30%。原料药(汉江药业+华邦制药自身原料药业务): 出口业务有望突破, 净利率高, 值得期待。

**2、农药业务20%左右稳定增长:** 颖泰嘉和农药龙头, 优势明显, 全球排名16向前十进军, 国内第一, 处于平稳增长期, 保持20%增速。

**3、已收购公司助力发展:** 收购的明欣药业100%股权13年8月开始并入全资子公司华邦制药, 看好利福布汀胶囊和他克莫司软膏市场前景; 百盛药业28.5%股权2014年1月份开始采用权益法核算其长期股权投资收益, 实现公司由皮肤科药向心脑血管用药、呼吸类用药、儿科用药、眼底类用药等大类用药跨越; 预计福尔股份、凯盛新材100%股权预计2014年7月开始并表, 符合公司向大型精细化工企业发展的战略, 同时产品下游均可用于农药、医药的生产, 对公司原有业务形成重要补充, 有利于公司综合竞争力的提升。

**4、未来强烈并购预期:** 公司以皮肤科起家, 分别通过收购颖泰嘉、福尔股份、凯盛新材、百盛药业等进入农药、精细化工、专科大病种领域。预计未来在医药板块: 继续收购百盛药业并实现控股, 继续收购大病种治疗领域, 等等; 农药化工板块继续收购。

表1: 华邦颖泰盈利预测分拆(单位: 百万元)

		2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>一、医药业务</b>	<b>收入</b>	<b>528</b>	<b>625</b>	<b>785</b>	<b>901</b>	<b>1126</b>	<b>1399</b>	<b>1711</b>
	增速	0%	18%	26%	15%	25%	24%	22%
	净利润	106	68	72	95	145	197	265
	增速	36%	-36%	6%	32%	52%	36%	35%
	归属于母公司净利润	102	64	66	93	141	192	260
	增速	34%	-37%	2%	42%	52%	36%	35%
	贡献 EPS	0.15	0.10	0.10	0.14	0.21	0.28	0.38
<b>1、母公司</b>	<b>收入</b>	<b>385</b>	<b>435</b>	<b>455</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>	<b>10</b>
	增速	4%	13%	4%	-98%	0%	0%	0%
	毛利率	73.7%	63.4%	56.0%	89.2%	45.5%	45.5%	45.5%
	净利润	80	44	33	-45	-49	-54	-59
	增速	24%	-45%	-27%	-237%	10%	10%	10%
	净利率	21%	10%	7%	-436%	-480%	-528%	-580%
	归属于母公司净利润	80	44	33	-45	-49	-54	-59
贡献 EPS	0.12	0.07	0.05	-0.07	-0.07	-0.08	-0.09	
<b>2、华邦制药</b>	<b>收入</b>			<b>91</b>	<b>627</b>	<b>813</b>	<b>1040</b>	<b>1301</b>
	增速				587%	30%	28%	25%
	净利润			-5	124	171	222	289
	增速					37%	30%	30%
	归属于母公司净利润			-5	124	171	222	289
	贡献 EPS			-0.01	0.18	0.25	0.33	0.43
	<b>3、汉江药业</b>	<b>收入</b>	<b>143</b>	<b>190</b>	<b>239</b>	<b>263</b>	<b>303</b>	<b>348</b>
增速		-10%	33%	26%	10%	15%	15%	15%
净利润		25	23	44	15	23	29	36
增速		97%	-8%	90%	-66%	50%	25%	25%
归属于母公司净利润		22	20	38	13	20	24	31
贡献 EPS		0.03	0.03	0.06	0.02	0.03	0.04	0.05
<b>4、胜凯制药</b>		<b>收入</b>	<b>96</b>	<b>109</b>	<b>125</b>	<b>144</b>		
	增速	4%	13%	15%	15%			
	净利润	33	29	34	43			
	增速	452%	-12%	15%	27%			
	归属于母公司净利润	28	25	29	37			
	贡献 EPS	0.04	0.04	0.04	0.05			
	<b>二、农药化工业务</b>	<b>收入</b>			<b>3029</b>	<b>3232</b>	<b>3929</b>	<b>4812</b>
增速					7%	22%	22%	9%
净利润				181	213	318	452	530
增速					18%	49%	42%	17%
归属于母公司净利润				181	213	318	452	530
增速					18%	49%	42%	17%
贡献 EPS				0.27	0.31	0.47	0.67	0.78
<b>1、颖泰嘉和</b>	<b>收入</b>	<b>1745</b>	<b>2362</b>	<b>3029</b>	<b>3232</b>	<b>3555</b>	<b>3911</b>	<b>4302</b>
	增速	33%	35%	28%	7%	10%	10%	10%

	毛利率	13.8%	13.4%					
	净利润	111	140	181	213	255	307	368
	增速	31%	26%	29%	18%	20%	20%	20%
	净利率	6%	6%	6%	7%	7%	8%	9%
	归属于母公司净利润			<b>181</b>	<b>213</b>	<b>255</b>	<b>307</b>	<b>368</b>
	增速	31%	456%	29%	18%	20%	20%	20%
	贡献 EPS	<b>0.04</b>	<b>0.21</b>	<b>0.27</b>	<b>0.31</b>	<b>0.38</b>	<b>0.45</b>	<b>0.54</b>
<b>2、福尔股份</b>	<b>收入</b>					<b>214</b>	<b>503</b>	<b>527</b>
	增速						135%	5%
	净利润					40	90	100
	增速						125%	11%
	归属于母公司净利润					<b>40</b>	<b>90</b>	<b>100</b>
	增速						125%	11%
	贡献 EPS	<b>0.06</b>	<b>0.13</b>	<b>0.15</b>				
<b>3、凯盛新材</b>	<b>收入</b>					<b>159</b>	<b>398</b>	<b>435</b>
	增速						151%	9%
	净利润					23	55	62
	增速						145%	12%
	归属于母公司净利润					<b>23</b>	<b>55</b>	<b>62</b>
	增速						145%	12%
	贡献 EPS	<b>0.03</b>	<b>0.08</b>	<b>0.09</b>				
<b>公允价值变动收益</b>		<b>0</b>	<b>0</b>	<b>82</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	净利润	0	0	70	0	0	0	0
	归属于母公司净利润	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>59</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
	贡献 EPS	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.09</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>
<b>投资收益</b>		<b>47</b>	<b>207</b>	<b>34</b>	<b>41</b>	<b>94</b>	<b>100</b>	<b>107</b>
	1) 成本法核算的长期股权投资收益	<b>12</b>	<b>6</b>	<b>10</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	<b>5</b>
	其中: 西安杨森	9	6	6	5	5	5	5
	西部证券	2	0	3	-	-	-	-
	德宝药用包装	1	0	1	0	0	0	0
	2) 权益法核算的长期股权投资收益	<b>34</b>	<b>54</b>	<b>26</b>	<b>34</b>	<b>86</b>	<b>93</b>	<b>100</b>
	其中:							
	百盛药业					51	57	63
	玉龙雪山	3	8	7	6	6	7	7
	信华乐康园区	-1	-3	0	-2	-2	-2	-2
	汉王药业	6	14	13	16	17	18	19
	禾益化工		4	5	7	7	7	7
	龙健生物		0	0	0	0	0	0
	万全凯迪			0	0	0	0	0
	云涛生物			2	6	6	6	6
	其他	0	0	-1	0	0	0	0
	3) 处置长期股权投资产生的投资收益	0	-6	-2	-2	-2	-2	-2
	4) 处置交易性金融资产取得的投资收益	2	0	0	5	5	5	5
	5) 合并颖泰嘉和购买日前所持股份按公允价值计量与账面价值的差异	0	152	0	0	0	0	0
	净利润(剔除汉江药业旗下子公司贡献的投资收益)	29	188	12	20	71	77	83
	贡献母公司净利润(剔除汉江药业旗下子公司贡献的投资收益)	<b>29</b>	<b>188</b>	<b>12</b>	<b>20</b>	<b>71</b>	<b>77</b>	<b>83</b>
	贡献 EPS	<b>0.04</b>	<b>0.28</b>	<b>0.02</b>	<b>0.03</b>	<b>0.11</b>	<b>0.11</b>	<b>0.12</b>
<b>三、其他</b>	<b>收入</b>	<b>13</b>	<b>13</b>	<b>63</b>	<b>330</b>	<b>380</b>	<b>437</b>	<b>503</b>
	增速	-6%	-2%	389%	426%	15%	15%	15%
	净利润	1	53	37	-11	-11	-11	-11
	少数股东权益	-1	0	21	12	12	12	12
	归属于母公司净利润	1	53	16	-23	-23	-23	-23
	增速	-92%	4302%	-71%	-247%	0%	0%	0%
	贡献 EPS	<b>0.00</b>	<b>0.08</b>	<b>0.02</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>	<b>-0.03</b>
<b>合计</b>	<b>收入</b>	<b>541</b>	<b>638</b>	<b>3877</b>	<b>4464</b>	<b>5435</b>	<b>6648</b>	<b>7478</b>
	增速	-1%	18%	508%	15%	22%	22%	12%
	净利润	<b>135</b>	<b>308</b>	<b>371</b>	<b>317</b>	<b>523</b>	<b>715</b>	<b>868</b>
	少数股东权益	3	3	38	15	16	17	18
	归属于母公司净利润	<b>132</b>	<b>305</b>	<b>332</b>	<b>302</b>	<b>507</b>	<b>698</b>	<b>850</b>
	增速	3%	131%	9%	-9%	68%	38%	22%
	EPS	<b>0.20</b>	<b>0.45</b>	<b>0.49</b>	<b>0.45</b>	<b>0.75</b>	<b>1.03</b>	<b>1.26</b>
	扣非后归属于母公司净利润	<b>119</b>	<b>122</b>	<b>237</b>	<b>298</b>	<b>488</b>	<b>679</b>	<b>831</b>
	增速	24%	3%	95%	25%	64%	39%	22%
	扣非 EPS	<b>0.18</b>	<b>0.18</b>	<b>0.35</b>	<b>0.44</b>	<b>0.72</b>	<b>1.01</b>	<b>1.23</b>

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所;

注:

- 1) 2012年起汉江药业净利润不包括“西部证券上市贡献的公允价值变动”，该部分单列；
- 2) 2013年起母公司皮肤药业务、胜凯制药全部由全资子公司华邦制药承接。
- 3) 假设福尔股份、凯盛新材 100%股权 2014 年 7 月开始并表
- 4) 假设 14-16 年营业外收支 2000 万。

➤ **估值：一年期合理估值 23.9~26.2 元/股，对应市值 162~177 亿元；中期看 300 亿市值（医药 150 亿+农化 150 亿）**

**按分部估值法计算：整体业务一年期合理价值 23.9~26.2 元/股，对应 14PE32~35X，15PE23~25X。**

**母公司：**给予 15 年 10 倍 PE，一年期合理价值 0.80 元；

**华邦制药：**给予 15 年 28~30 倍 PE，一年期合理价值 9.2~9.85 元；

**汉江药业：**给予 15 年 18~20 倍 PE，一年期合理价值 0.65~0.72 元；

**颖泰嘉和：**给予 15 年 20~22 倍 PE，一年期合理价值 9.07~9.98 元；

**福尔股份：**给予 15 年 18~20 倍 PE，一年期合理价值 2.4~2.66 元；

**凯盛新材：**给予 15 年 18~20 倍 PE，一年期合理价值 1.47~1.63 元；

**投资收益（剔除汉江药业旗下子公司贡献的投资收益）：**其中百盛药业贡献投资收益 70%以上，给予 15 年 20~22 倍 PE，一年期合理价值 2.29~2.51 元。

■ **医药：重视研发、储备丰富，进入收获期，再次提速发展——由皮肤药向专科用药、大病种领域进军**

➤ **制剂（华邦制药）：皮肤药和结核药龙头，大力开拓 OTC 市场有望带动未来 3 年净利润增长 30%**

**1、产品不断丰富，由皮肤药向专科用药、大病种领域进军，“现有品种+报生产阶段品种”有望支撑未来 12 个过亿产品（目前仅地奈德乳膏 1 个过亿）。**公司现有产品以皮肤药和结核药为主，为皮肤药和结核药龙头，医院市场份额分别为 10%（排第一）和 29%（自身市场份额 19%排第二+13 年 8 月华邦制药收购的明欣药业 10%排第四，合计排第一）。在研产品包括抗生素、呼吸系统用药、心脑血管、肿瘤药等大病种领域用药。通过分析已上市品种和报生产阶段产品，保守预计公司未来过亿产品将达 12 个，其中独家产品地奈德乳膏为 5 亿元大品种，独家产品盐酸左西替利嗪口服液为 3 亿元大品种，独家产品利福布汀胶囊几亿元大品种。预计 14-15 年将有 6-7 个潜力品种获批。

**2、大力开拓皮肤药 OTC 市场——高增长、高盈利能力。**皮肤药市场规模 160 亿元，增速 8%，其中 OTC 市场约 100 亿元，处方药 60 亿元。公司从处方药渠道做起，树立起良好品牌质量形象，核心产品因竞争格局良好，毛利率高企，盈利能力突出。公司已逐步向市场潜力更大的 OTC 市场拓展。目前自建销售团队 800 人（处方药 640 人+OTC160 人）。2009 年成立 OTC 商务团队，目前 2 个部门，连锁药店 100 人（预计 14 年收入 0.7 亿）+流通渠道 60 人（社区、诊所，单体药店，没有促销费，净利率最高，预计 14 年收入 1.4 亿）。由于是以处方药销售（20 年已积累几亿患者）带动 OTC 销售，销售模式跟一般 OTC 企业不一样，不打广告，OTC 净利率很高，超 30%以上，远高于处方药市场接近 20%的净利率水平。（注：公司皮肤药毛利率 85%以上）

**3、扣除降价影响，2013 年华邦制药净利润实际增长 50%。**13 年 2 月 1 日地奈德等产品最高零售价降价，导致华邦制药损失净利润 3000 万元，扣除该因素，实际华邦制药 13 年净利润增长约 50%。

**表 2：华邦制药收入、净利润预测（单位：百万元）**

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
<b>收入</b>	<b>536</b>	<b>627</b>	<b>813</b>	<b>1040</b>	<b>1301</b>
增速		17%	30%	28%	25%
1) 处方药收入	433	478	603	767	950
增速		10%	26%	27%	24%
处方药净利润	81	87	108	134	173
增速		7%	24%	25%	29%
2) OTC 收入	103	150	209	274	350

增速		46%	40%	31%	28%
OTC 净利润	21	37	63	88	116
增速		82%	68%	39%	32%
<b>合计净利润</b>	<b>102</b>	<b>124</b>	<b>171</b>	<b>222</b>	<b>289</b>
增速		22%	37%	30%	30%

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所；（注：12 年数据为追溯调整口径，为估算值）

**表 3：华邦制药产品线分析（红色字体产品表示未来收入有望过亿）**

分类	产品	获批时间	国家医保	分析
<b>一、皮肤病用药</b>				
皮肤病用 皮质激素 制剂	<b>地奈德乳膏 (力言卓)</b>	2006	09 乙类	3.1 类新药（首仿且独家、无进口药品、无企业申报临床或生产），属于皮质激素类，皮质激素类行业是最大类皮肤用药且行业增速较高；地奈德具有见效快、副作用小等优势，适用范围广，易被医生采用。地奈德 13 年收入 1.67 亿，2013 年 2 月 1 日最高零售价从 35 元降到 28.2 元/支。降价影响毛利 2300 万，处于快速成长期，未来 5 亿元大品种。
	丁酸氢化可的松乳膏	2006	04/09 乙类	丁酸氢化可的松乳膏（只有乳膏剂型）目前终端销售规模 3-4 亿元，但 14 家企业获批。
	二丙酸倍他米松乳膏（迪安松）	2006	否	3.1 类新药（首仿且独家、无进口药品、无企业申报临床或生产）
	注射用甲泼尼龙琥珀酸钠	报生产	否	14 年有望获批，市场规模 13 亿，4-5 家已生产。
	<b>复方倍他米松注射液</b>	报生产	否	14 年有望获批，适用于皮肤病、类风湿、哮喘等，市场前景看好。进口企业是先灵葆雅，3 家企业报生产（公司第 1 家申报）。若首仿有望过亿。
	<b>卤米松乳膏</b>	报生产	04/09 乙类	皮质激素类最大药物，目前终端市场规模 13 亿元，且仍在快速增长。进口企业是澳美制药，诺华的卤米松/三氯生软膏终端规模 3 亿元。天药股份（11 年 11 月始）和华邦（12 年 5 月始）在报生产，无企业申报临床，预计 15 年获批，未来有望过亿。
皮肤病用 抗真菌 药	<b>萘替芬酮康唑乳膏（必亮）</b>	2005	否	1.5 类新药（独家），13 年收入 4 千万左右，过亿品种。
	曲安奈德益康唑乳膏	2005	09 乙类	15 家企业，竞争激烈。
	联苯苄唑凝胶（必伏）	2000	04/09 乙类	凝胶剂型国内 4 家企业，其他剂型厂家较多。
治疗 牛皮癣 (银屑病)	阿维 A（方希）	2001	04/09 乙类	首仿，进口企业是 Actavis，无企业申报临床或生产。终端销售规模 2-3 亿元，公司需持续学术推广和培养，2013 年收入 0.5 亿元同比持平。
	复方氨肽素片（迪银）	2002	04/09 乙类	11 家企业，竞争激励，收入稳定在 0.3 亿。
	他扎罗汀凝胶（乐为）	2001	否	二类新药（首仿且独家、无进口药品、无企业申报临床或生产，1 家原料药获批）
	他扎罗汀乳膏（焱维）	2004	否	5 类新药（首仿且独家、无进口药品、无企业申报临床或生产，1 家原料药获批）
	<b>他扎罗汀倍他米松乳膏</b>	报生产	否	1.5 类新药（独家），获“重大新药创制”科技重大专项，列入药品注册特殊审批程序。起效快、疗效明确、复发率低。14-15 年获批，未来有望过亿。
	甲氧沙林片/溶液	2002	04/09 乙类	国内首仿，5 家企业
抗 痤疮 剂	卡泊三醇软膏	2011 底	09 乙类	3.1 类新药（首仿、进口 2 家利澳制药和澳美制药，3 家企业在申报临床或生产）。分为软膏、乳膏、搽剂 3 个剂型，目前终端销售规模合计 5 亿元。原料药贵。
	维胺酯胶囊	2002	04 乙类	5 家企业，09 年未进国家医保，公司收入逐年下滑，预计 13 年 0.15 亿。
	维胺酯维 E 乳膏（邦力）	2002	否	15 家企业，竞争激励
	维 A 酸乳膏/胶囊（迪维）	2002	乳膏 04/09 甲类，胶囊 04/09 乙类	乳膏几十家，竞争激励；胶囊国内独家，且未有企业申报临床或生产
	异维 A 酸软胶囊	2011	04/09 乙类	软胶囊 4 家企业，凝胶 2 家，终端市场规模 2.5 亿。
皮肤 病用 抗生 素和	<b>他克莫司软膏</b>	2012 底	04/09 乙类	公司收购的明欣药业为首仿，万马药业第 2 家仿制，进口企业终端市场规模 5 亿元，快速增长中。明欣他克莫司软膏目前在推广中，未来有望过亿。
	喷昔洛韦乳膏（夫坦）	2000	09 乙类	6 家企业

化学治疗药物	林可霉素利多卡因凝胶	2005	否	几十家企业，竞争激励
止痒药，包括抗组胺药、麻醉药等	盐酸左西替利嗪片（迪皿）	2004	09 乙类	公司首仿，合计约 10 家，公司收入 0.6 亿，市场份额最大，保持规模。
	盐酸左西替利嗪口服液（迪皿）	2006	09 乙类	口服液独家剂型，13 年开始推广，定价是片剂的 4 倍，儿科也可以用，13 年收入 0.2-0.3 亿元，未来有望过 3 亿品种。
	阿伐斯汀胶囊	2008	04/09 乙类	国内首仿，进口 1 家，3 家在报临床或生产
	苯磺贝他斯汀片	报生产	否	进口 1 家，公司独家申报，预计 15-16 年获批。
二、抗生素	莫西沙星片	报生产	04/09 乙类	莫西沙星国内销售近 20 亿元，注射剂：片剂=6: 4，预计公司莫西沙星片 14-15 年获批，国内仅拜耳生产，几十家在申报生产（公司第 1 家申报），若首仿则有望过亿。
	利奈唑胺片	报生产	09 乙类	利奈唑胺包括片剂和注射液，全球市场规模 10 亿以上，国内大几亿元，仅进口 1 家，6 家申报生产（公司第 1 家申报），预计 15 年获批，若首仿则有望过亿。
	利奈唑胺注射液	报生产	09 乙类	利奈唑胺包括片剂和注射液，全球市场规模 10 亿以上，国内大几亿元，仅进口 1 家，5 家申报（公司第 5 家申报），预计 16 年获批。
三、抗结核药	注射用利福平	2004	04/09 乙类	独家，13 年收入 0.5 亿，未来有望过亿。
	利福布汀胶囊	2007	09 乙类	国内近几年批准的一个一线口服抗结核药物。我国《耐药结核病化学治疗指南 2010 版》列为一线口服抗结核药物，世界卫生组织《耐药结核病治疗管理指南—2008 紧急更新版》列为治疗耐药结核的一线药物，是目前治疗耐药病人（尤其是耐利福平结核病人）的最后一道防线。公司收购的明欣药业国内独家（仅进口在报临床），处在快速上量期（13 年收入 2-3 千万），未来几亿元产品。
四、呼吸科用药	R（右）-布地奈德鼻喷雾剂	报生产	04/09 乙类	鼻炎，布地奈德鼻喷雾剂市场销售超 5 亿，公司为独家，3.1 类，预计 15 年获批，未来有望过亿。
	丙酸氟替卡松鼻喷雾剂	报生产	否	鼻炎，该产品销售超 5 亿，仅进口 1 家，5 家申报生产（公司第 5 家申报），6 类仿制药，预计 15 年获批。
五、心血管	波生坦片	报生产	否	肺高压，仅进口 1 家（全球销售额 20 亿，国内 2011 年上市，专利 2015 年 11 月 20 日到期），5 家申报生产（公司第 3 家申报），6 类仿制药，预计 16 年获批。
	帕立骨化醇注射液	报生产	否	治疗血液透析的慢性肾功能衰竭患者的继发性甲状旁腺功能亢进一线用药，仅进口 1 家（全球销售额几亿美元，国内 2013 年上市），2 家申报生产（公司第 2 家申报），6 类仿制药，预计 16-17 年获批。
	依折麦布片	报生产	否	高胆固醇血症，仅进口 1 家（全球销售额 30 亿美元），8 家申报生产（公司第 6 家申报），6 类仿制药，预计 16-17 年获批。
	依折麦布辛伐他汀片	报生产	否	降低胆固醇及降低血脂，仅进口 1 家（全球销售额超 20 亿美元），3 家申报生产（公司第 2 家申报），6 类仿制药，预计 16-17 年获批。
六、抗肿瘤药	盐酸厄洛替尼片	报生产	否	非小细胞肺癌，仅进口 1 家（全球销售额 20 亿美元），6 家申报生产（公司第 3 家申报），6 类仿制药，预计 16-17 年获批。
	盐酸帕洛诺司琼注射液	报生产	否	肿瘤辅助用药，仅进口 1 家，多家申报生产，6 类仿制药，预计 15-16 年获批。
七、其他	度他雄胺软胶囊	报生产	否	良性前列腺增生症，仅进口 1 家（全球销售额 10 亿英镑，国内 2011 年上市），4 家申报生产（公司第 3 家申报），6 类仿制药，预计 15-16 年获批。
	塞来昔布胶囊	报生产	04/09 乙类	关节炎，仅进口 1 家（全球销售额 30 亿美元），8 家申报生产（公司第 4 家申报），6 类仿制药，预计 16-17 年获批。
	怡心安神胶囊	报生产	否	中药独家产品

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所

### ➤ 原料药（汉江药业+华邦制药自身原料药业务）：出口业务有望实现突破，成为新增长点

**1、汉江药业：**自身为控股型公司，旗下控股 1 家公司和参股 9 家公司。以化学原料药、医药中间体为主，出口占 90% 以上，出口欧美、亚太、澳洲等 40 多个国家和地区。4 个产品通过美国 FDA 认证，8 个产品取得欧盟 CEP 证书，部分产品在全世界 30 多个国家注成功。

**2、华邦制药自身原料药业务：**出口业务有望突破，净利率高。历时 10 年投资 1 亿多建设工厂，国际注册和认证，截止 13 年已拿到美国 FDA、欧盟等国家认证。短期有 2 个原料药将会产生利润：

1) 异维 A 酸已拿到 66 个国家认证，价格 1 万/kg，预计 14 年收入 0.1-2 亿元，净利率很高。

2) 阿维 A 酸，原研药企罗氏 13 年放弃生产制剂（罗氏皮肤药领域不占优势，市场规模小，罗氏将逐步退出皮肤药领域），仿制药企业会抢占罗氏的份额，但考虑到发达国家生产的原料药贵，仿制药企业会向公司采购原料药，预计 14 年会有原料药订单，价格贵，10 万/kg。

**表 4: 华邦制药通过 FDA 认证原料药**

文号	状态	类型	获批日期	持有企业	品种
21653	A	II	2008-5-23	华邦制药	异维 A 酸
23659	A	II	2010-3-30	华邦制药	左西替利嗪
24621	A	II	2011-2-8	华邦制药	阿维 A 酸
25524	A	II	2011-11-28	华邦制药	苯达莫司汀
27398	A	II	7/30/2013	华邦制药	维甲酸
27367	A	II	7/31/2013	华邦制药	钙泊三醇一水合物
27363	A	II	2013-8-1	华邦制药	卡泊三醇

资料来源: FDA, 国信证券经济研究所

**表 5: 华邦制药通过欧盟 CEP 认证原料药**

华邦制药通过欧盟 CEP 认证原料药			
文号	获批日期	持有企业	品种
R0-CEP 2010-038-Rev 00	11/07/2011	华邦制药	阿维 A 酸
R0-CEP 2009-330-Rev 02	07/05/2012	华邦制药	异维 A 酸

资料来源: FDA, 国信证券经济研究所

### ■ 农药业务 (颖泰嘉和): 农药龙头, 优势明显, 稳定增长

**保持平稳增长。**2007 年增资参股颖泰嘉和 22.74% 股权, 2011 年增发收购拥有其 100% 股权。颖泰嘉和目前全球排名 16, 国内第 1, 未来有望进入全球前十, 保持 20% 左右的平稳增长。公司研发和市场优势明显, 但生产相对是短板。公司通过收购积累了一批生产管理人才, 随着 14-15 年生产线调整逐渐结束, 高毛利率新产逐渐替代低毛利率老产品, 整体毛利率有望持续提高, 净利率水平有望持续提升。

**表 6: 颖泰嘉和收入、净利润预测 (单位: 百万元)**

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E
收入	1605	1312	1745	2362	3029	3232	3555	3911	4302
增速	281%	-18%	33%	35%	28%	7%	10%	10%	10%
净利润	90	85	111	140	181	213	255	307	368
增速	425%	-6%	31%	26%	29%	18%	20%	20%	20%
净利率	6%	6%	6%	6%	6%	7%	7%	8%	9%
归属于母公司净利润	21	19	25	140	181	213	255	307	368
增速	425%	-6%	31%	456%	29%	18%	20%	20%	20%

资料来源: 公司资料, 国信证券经济研究所

### ■ 已收购公司并表: 助力发展

**1、明欣药业: 看好利福布汀胶囊和他克莫司软膏市场前景。**2013 年 1.5 亿元现金收购四川明欣药业 100% 的股权, 2013 年并表明欣药业 5 个月收入 2-3 千万, 净利润 300 万元, 预计 2014 年明欣药业贡献净利润 1200 万元。明欣药业抗结核病市场份额 10% 左右, 未来看好其利福布汀胶囊 (独家, 几亿元品种, 目前 2-3 千万元收入) 和他克莫司软膏 (首仿, 过亿品种, 目前处于推广期) 市场前景。

**2、百盛药业: 实现公司由皮肤药向心脑血管用药、呼吸类用药、儿科用药、眼底类用药等大类用药跨越。**2013 年底 5.15 亿元现金收购西藏林芝百盛药业 28.50% 的股权, 2014 年 1 月份开始采用权益法核算其长期股权投资收益。公司的主要产品为注射用盐酸氨溴索、注射用盐酸替罗非班、注射用丙戊酸钠、卵磷脂络合碘胶囊、注射用氟罗沙星、注射用奥美拉唑、注射用乙酰谷酰胺等, 涵盖了呼吸科、心内科、心外科、外科、急诊科、儿科、神经内科等各治疗领域。2013 年

实现收入 5.9 亿元，净利润 1.60 亿元。业绩承诺为 13-15 年扣非前净利润分别不低于 1.5 亿元、1.8 亿元、2.0 亿元。预计未来有望进一步收购以实现控股。

**3、福尔股份、凯盛新材（精细化工）：**拟发行股份及支付现金的方式购买福尔股份100%的股权（收购价格8.50亿元）、凯盛新材100%的股权（收购价格4.80亿元）+同时向大股东汇邦旅业募集配套资金3.99亿元；发行价格16.12元。业绩承诺：福尔股份13-16年扣非后净利润不低于7049.31万元、7717.81万元、8447.31万元、8482.52万元；凯盛新材13-16年扣非后净利润不低于3695.78万元、4390.96万元、5515.00万元、5803.08万元。福尔股份、凯盛新材均为精细化工中间体生产企业，符合公司向大型精细化工企业发展的战略，同时产品下游均可用于农药、医药的生产，对公司原有业务形成重要补充，有利于公司综合竞争力的提升。而公司控股股东以16.12元/股，3.99亿元现金参与定增，彰显对公司中长期发展信心。目前该方案已经获得证监会并购重组审核委员有条件通过，正等待正式核准文件。预计福尔股份、凯盛新材2014年7月开始并表。

#### ■ 未来强烈并购预期

公司以皮肤药起家，分别通过收购颖泰嘉、福尔股份、凯盛新材、百盛药业等进入农药、精细化工、专科大病种领域。预计未来在医药板块：继续收购百盛药业并实现控股，继续收购大病种治疗领域，等等；农化板块继续收购。



## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1166	1390	1075	900
应收款项	1312	1597	1954	2198
存货净额	676	816	977	1081
其他流动资产	236	288	352	396
<b>流动资产合计</b>	<b>3469</b>	<b>4170</b>	<b>4437</b>	<b>4654</b>
固定资产	1614	1810	1976	2118
无形资产及其他	409	395	382	368
投资性房地产	1167	1167	1167	1167
长期股权投资	989	989	989	989
<b>资产总计</b>	<b>7648</b>	<b>8530</b>	<b>8951</b>	<b>9296</b>
短期借款及交易性金融负债	1481	1600	1600	1685
应付款项	1032	1246	1492	1651
其他流动负债	792	958	1152	1278
<b>流动负债合计</b>	<b>3305</b>	<b>3804</b>	<b>4244</b>	<b>4614</b>
长期借款及应付债券	124	124	124	124
其他长期负债	206	206	206	206
<b>长期负债合计</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	<b>330</b>	<b>330</b>
<b>负债合计</b>	<b>3635</b>	<b>4134</b>	<b>4574</b>	<b>4945</b>
少数股东权益	215	215	214	214
股东权益	3797	4182	4162	4138
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>7648</b>	<b>8530</b>	<b>8951</b>	<b>9296</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.45	0.75	1.03	1.26
每股红利	0.10	0.77	1.06	1.29
每股净资产	5.62	6.19	6.16	6.12
ROIC	9%	12%	16%	18%
ROE	8%	12%	17%	21%
毛利率	26%	28%	29%	30%
EBIT Margin	10%	12%	13%	14%
EBITDA Margin	13%	14%	15%	16%
收入增长	15%	22%	22%	12%
净利润增长率	-9%	68%	38%	22%
资产负债率	50%	51%	53%	55%
息率	2%	4%	6%	7%
P/E	43.0	25.7	18.6	15.3
P/B	3.4	3.1	3.1	3.1
EV/EBITDA	28.3	22.9	17.3	14.7

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>4464</b>	<b>5435</b>	<b>6648</b>	<b>7478</b>
营业成本	3297	3932	4721	5234
营业税金及附加	15	18	22	25
销售费用	339	413	505	569
管理费用	357	432	526	589
财务费用	107	101	106	112
投资收益	44	94	100	107
资产减值及公允价值变动	(8)	(8)	(8)	(8)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	385	624	861	1049
营业外净收支	6	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>391</b>	<b>644</b>	<b>881</b>	<b>1069</b>
所得税费用	74	122	166	202
少数股东损益	15	16	17	18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>302</b>	<b>507</b>	<b>698</b>	<b>850</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>302</b>	<b>507</b>	<b>698</b>	<b>850</b>
资产减值准备	(2)	1	0	0
折旧摊销	132	109	140	163
公允价值变动损失	8	8	8	8
财务费用	107	101	106	112
营运资本变动	(73)	(96)	(142)	(106)
其它	1	(1)	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>369</b>	<b>527</b>	<b>703</b>	<b>914</b>
资本开支	(419)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	9	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(943)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
权益性融资	1381	399	0	0
负债净变化	102	0	0	0
支付股利、利息	(311)	(522)	(718)	(874)
其它融资现金流	12	119	0	85
<b>融资活动现金流</b>	<b>975</b>	<b>(3)</b>	<b>(718)</b>	<b>(789)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>401</b>	<b>223</b>	<b>(315)</b>	<b>(175)</b>
货币资金的期初余额	765	1166	1390	1075
货币资金的期末余额	1166	1390	1075	900
企业自由现金流	10	231	407	618
权益自由现金流	124	268	321	612

## 相关研究报告:

《华邦制药-002004-深度报告：步入发展新阶段》 ——2013-01-11

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。