

证券研究报告—动态报告

基础化工

农用化工

华邦颖泰 (002004)

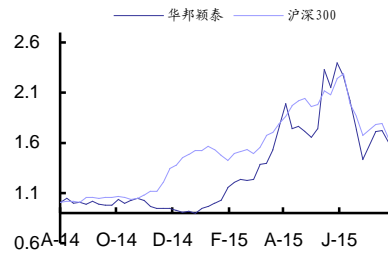
买入

2015 年中报点评

(维持评级)

2015 年 08 月 05 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	1,883/1,265
总市值/流通 (百万元)	23,468/15,759
上证综指/深圳成指	3,664/12,374
12 个月最高/最低价	20.04/6.75

相关研究报告:

- 《华邦颖泰更新报告: 两药并举, 并购助力发展》——2014-03-24
- 《华邦制药-002004-深度报告: 步入发展新阶段》——2013-01-11
- 《华邦制药: 收购汉江药业将加快公司原料药出口进程》——2006-01-16

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263  
E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980514030001

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157  
E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn  
证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

独立性声明:

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。

财报点评

制剂快速增长, 医疗服务打开长期空间

● 制剂业务内生+外延进入收获期, 增速保持较快增长

15 年上半年收入 33 亿 (+28%), 净利润 3.98 亿 (+71%), 公司预计 1-9 月净利润+40%-70%, 公司是为数不多业绩大幅增长的医药公司。上半年, 制剂收入 7.91 亿 (+130%), 大幅增长原因在于: 1、收购百盛药业全部股权, 2015 年纳入合并报表 (百盛收入 3.32 亿, 同比+28%; 原上市公司制剂业务 4.59 亿, 同比+34%), 百盛制药并购不仅带来产品线的极大丰富 (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延伸), 而且在销售渠道上也有协同和互补 (尤其是华邦制药一直比较薄弱的北方市场)。产品储备上: 公司在研莫西沙星、甲泼尼龙、倍他米松等产品有望在 1-2 年时间内上市, 而百盛在评审项目超过 20 个, 2-3 年内有望有 2 个以上心脑血管产品上市。内生+外延将推动公司制药业务复合增速保持在 20-30%。

● 医疗服务打开长期空间

公司以皮肤病用药见长, 积累了大量的皮肤病医疗资源和患者群体, 在此基础上公司将通过与大型的皮肤病医院进行合作, 通过股权合作等形式进行全国性医疗服务的布局。在实体医疗服务布局的同时, 公司还将建设皮肤病互联网医疗平台, 将医生和患者连接起来进行健康咨询, 在线诊疗和慢性病管理的工作, 建立起线上线下的全国性皮肤病诊疗网络。除此之外, 公司收购德国莱茵医院, 向养老康复领域迈进, 未来公司将积极推进与公立医院合作进行康复医院和医疗中心的布局。医疗服务将打开公司长期发展空间。

● 农化业务占比逐步下降, 推动公司估值体系上升

公司农化业务的主体北京颖泰正在推进新三板挂牌事宜。未来上市公司将逐步降低农化业务持股比例, 强化上市公司医疗平台主体地位, 估值体系逐步上移。

● 风险提示: 新药上市速度低于预期。

● 中短期业绩增长和长期逻辑俱佳, 维持“买入”

预计 15-17 年净利润 7.46 亿/8.77 亿/10.68 亿, EPS0.40/0.47/0.57 元, 对应 PE31X/27X/22X, 公司制剂主业快速增长, 医疗服务打开长期空间, 农化业务逐步剥离带来估值体系上升, 维持“买入”评级、一年期合理估值 14-16 元 (16 年 30-35 倍)。

盈利预测和财务指标

	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	4,464	4,867	5,986	6,644	7,442
(+/-%)	15.1%	9.0%	23.0%	11.0%	12.0%
净利润(百万元)	302	429	746	877	1,068
(+/-%)	-9.0%	41.9%	73.9%	17.5%	21.8%
摊薄每股收益 (元)	0.16	0.23	0.40	0.47	0.57
EBIT Margin	11.1%	14.2%	18.8%	18.6%	19.5%
净资产收益率 (ROE)	8.0%	7.7%	12.4%	14.5%	17.6%
市盈率 (PE)	77.6	54.7	31.4	26.8	22.0
EV/EBITDA	42.7	34.5	23.0	20.8	17.9
市净率 (PB)	6.2	4.2	3.9	3.9	3.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
现金及现金等价物	2771	1425	1222	1012
应收款项	1264	1555	1726	1934
存货净额	942	1038	1102	1182
其他流动资产	468	576	639	716
<b>流动资产合计</b>	<b>5448</b>	<b>4597</b>	<b>4692</b>	<b>4846</b>
固定资产	2825	2968	3062	3131
无形资产及其他	562	543	524	506
投资性房地产	2254	2254	2254	2254
长期股权投资	2479	2479	2479	2479
<b>资产总计</b>	<b>13568</b>	<b>12841</b>	<b>13012</b>	<b>13216</b>
短期借款及交易性金融负债	2941	1600	1600	1600
应付款项	1261	1390	1476	1582
其他流动负债	392	449	497	551
<b>流动负债合计</b>	<b>4595</b>	<b>3439</b>	<b>3573</b>	<b>3733</b>
长期借款及应付债券	3026	3026	3026	3026
其他长期负债	215	215	215	215
<b>长期负债合计</b>	<b>3241</b>	<b>3241</b>	<b>3241</b>	<b>3241</b>
<b>负债合计</b>	<b>7836</b>	<b>6680</b>	<b>6814</b>	<b>6974</b>
少数股东权益	156	157	158	158
股东权益	5576	6005	6040	6083
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>13568</b>	<b>12841</b>	<b>13012</b>	<b>13216</b>

关键财务与估值指标	2014	2015E	2016E	2017E
每股收益	0.23	0.40	0.47	0.57
每股红利	0.10	0.38	0.45	0.54
每股净资产	2.96	3.19	3.21	3.23
ROIC	8%	12%	14%	16%
ROE	8%	12%	15%	18%
毛利率	30%	39%	41%	43%
EBIT Margin	12%	19%	19%	19%
EBITDA Margin	16%	22%	22%	23%
收入增长	9%	23%	11%	12%
净利润增长率	42%	74%	18%	22%
资产负债率	59%	53%	54%	54%
息率	2%	3%	4%	4%
P/E	54.7	31.4	26.8	22.0
P/B	4.2	3.9	3.9	3.9
EV/EBITDA	40.4	23.0	20.8	17.9

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>营业收入</b>	<b>4867</b>	<b>5986</b>	<b>6644</b>	<b>7442</b>
营业成本	3383	3680	3935	4229
营业税金及附加	21	26	28	32
销售费用	445	569	698	819
管理费用	452	587	750	912
财务费用	193	346	308	310
投资收益	204	50	50	50
资产减值及公允价值变动	(95)	0	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	481	829	976	1190
营业外净收支	16	20	20	20
<b>利润总额</b>	<b>497</b>	<b>849</b>	<b>996</b>	<b>1210</b>
所得税费用	51	87	102	124
少数股东损益	17	16	17	18
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>429</b>	<b>746</b>	<b>877</b>	<b>1068</b>

现金流量表 (百万元)	2014	2015E	2016E	2017E
<b>净利润</b>	<b>429</b>	<b>746</b>	<b>877</b>	<b>1068</b>
资产减值准备	9	(8)	0	0
折旧摊销	210	184	224	250
公允价值变动损失	95	0	0	0
财务费用	193	346	308	310
营运资本变动	(1690)	(318)	(164)	(204)
其它	(8)	9	1	1
<b>经营活动现金流</b>	<b>(954)</b>	<b>613</b>	<b>938</b>	<b>1116</b>
资本开支	(1318)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	76	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(2732)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>	<b>(300)</b>
权益性融资	399	399	0	0
负债净变化	2110	0	0	0
支付股利、利息	(412)	(716)	(842)	(1025)
其它融资现金流	1496	(1341)	0	0
<b>融资活动现金流</b>	<b>5291</b>	<b>(1659)</b>	<b>(842)</b>	<b>(1025)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>1605</b>	<b>(1345)</b>	<b>(204)</b>	<b>(209)</b>
货币资金的期初余额	1166	2771	1425	1222
货币资金的期末余额	2771	1425	1222	1012
企业自由现金流	(2290)	576	867	1048
权益自由现金流	1316	(1076)	591	770

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

## 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。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
林虎	010-88005302	朱俊春	0755-22940141		
陶川	010-88005317	孔令超	021-60933159		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
<b>固定收益</b>		<b>纺织/日化零售</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	郭陈杰	021-60875168	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	朱元	021-60933162	郑剑	010-88005307
魏玉敏	021-60933161			李树国	010-88005305
柯聪伟	021-60933152			何立中	010-88005322
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
江维娜	021-60933157	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
邓周宇	0755-82133263	钟潇	0755-82132098		
万明亮		张峻豪	0755-22940141		
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	刘洵	021-60933151	徐强	010-88005329
		蓝逸翔	021-60933164	邵潇	
		马红丽	021-60875174		
<b>军工及主题投资</b>				<b>非金属及建材</b>	
梁铮	010-88005381			黄道立	0755-82130685
王东	010-88005309			刘宏	0755-22940109
徐培沛	0755-82130473				
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>			
区瑞明	0755-82130678	刘鹏	021-60933167		
朱宏磊	0755-82130513				
<b>电力设备新能源</b>		<b>化工</b>		<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160	李云鑫	021-60933142	刘萍	0755-22940678
徐行余		苏淼	021-60933150		
<b>金融工程</b>		<b>轻工造纸</b>			
林晓明	021-60875168	邵达	0755-82130706		
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

**国信证券机构销售团队**

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	叶琳菲	021-60875178 13817758288	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liwying@guosen.com.cn		yelf@guosen.com.cn		shaoyf@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275	李佩	021-60875173 13651693363	郑灿	0755-82133043 13421837630	梁佳	0755-25472670 13602596740
zhaohy@guosen.com.cn		lpei@guosen.com.cn		zhengcan@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936	汤静文	021-60875164 13636399097	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
yuanyi@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许婧	18600319171	梁轶聪	021-60873149 18601679992	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	刘研	0755-82136081 18610557448
		liangyc@guosen.com.cn		zhaoxi@guosen.com.cn		liuyan3@guosen.com.cn	
		唐泓翼	13818243512	刘紫微	13828854899	夏雪	1
		吴国	15800476582	黄明燕	18507558226		
		储贻波	18930809296				
		倪婧	18616741177				