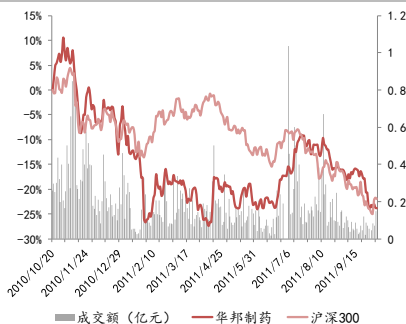


投资评级

谨慎推荐（维持）

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	13,200
流通股本(万股)	10,025
每股净资产(元)	8.24
资产负债率(%)	25.37

研发部

宋凯  
SAC 执业证书编号: S1340511070001  
联系电话: 010-68858138  
Email: songkai@cnpsec.com

## 净利润增长 23%，业绩符合预期

——华邦制药（002004）三季度报点评

事件：

公司公布了 2011 年三季度报告，2011 年前三季度，公司实现营业收入 4.77 亿元，同比增长 20.43%；营业利润 1.10 亿元，同比增长了 17.73%；利润总额 1.19 亿元，同比增长了 25.46%；归属于母公司净利润 1.04 亿元，同比增长 23.19%。基本每股收益 0.79 元。公司预计 2011 年全年净利润增速在 10-40%之间。

2011 年第三季度，公司实现营业收入 1.85 亿元，同比增长 34.69%；营业利润 4547 万元，同比下降 0.68%；利润总额 5071 万元，同比增长 9.83%；归属于母公司净利润 4495 万元，同比增长 16.87%。

点评：

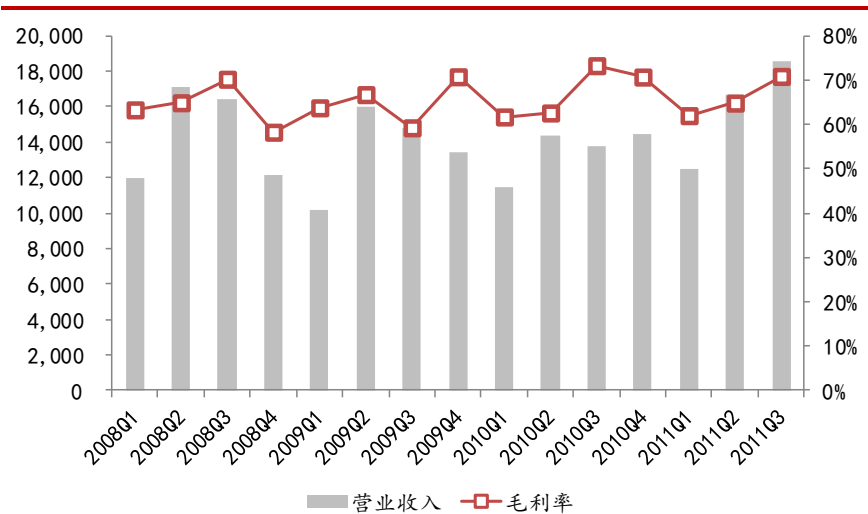
- **第三季度收入规模大幅增长，成本和费用上升显著。**公司第三季度营业成本 5399 万元，同比增长了 46.91%，公司毛利率出现下滑。第三季度公司的销售费用为 5806 万元，同比增长了 24.94%。同时，由于公司出货量加大，回款周期在 90-150 天，应收账款数量同比增长了 36%，导致公司报告期内资产减值损失大幅增长。公司第三季度营业总成本达到了 1.50 亿元，同比增长了 41.51%，使公司第三季度营业利润同比出现了小幅下降。
- **前三季度整体盈利能力提升，期间费用率继续下降。**今年前三季度，公司综合毛利率为 66.45%，同比上升了 0.38 个百分点；期间费用率为 47.46%，同比减少了 1.47 个百分点。公司期间费用率下降的同时，销售费用保持了较高的增速，前三季度，公司销售费用为 1.49 亿元，同比增长了约 25%，明显高于公司营业收入的增速。公司所处皮肤病用药行业竞争激烈，产品更新换代速度较快，目前公司产品结构调整，新产品销售规模逐渐扩大，而这正是由于公司加大了销售投入所致。
- **产品结构调整，高毛利品种高速增长。**报告期内公司整体毛利率小幅上升，我们认为这与公司产品结构调整有关，公司 2011 年中报显示，公司的高毛利产品地奈德乳膏实现营业收入 4824 万元，同比增长了 51.11%，该产品已经超过迪皿成为公司最大的单个品种，我们乐观估计全年营业收入将突破 1 亿元。该药物毛利率高，在 85%左右，是公司主要产品中盈利能力最强的单个品种，它在公司主要产品中收入比例的不断上升有利于公司整体盈利能力的提升。

● **颖泰嘉和业绩承诺延长至 2013 年，保障公司原股东利益。**今年 7 月 5 日证监会有条件通过了公司吸收合并颖泰嘉和事项，9 月 30 日公司公布了此次换股吸收合并方案的修订情况，颖泰嘉和方面将业绩承诺延长到 2013 年，2011-2013 年扣除非经常性损益后的归属于母公司净利润将至少达到 1.13 亿元、1.46 亿元和 1.89 亿元，如果不能达到，颖泰嘉和原股东将向上市公司做出补偿。按该净利润计算，合并后将对公司每股收益产生明显的增厚效应。

● **盈利预测与投资评级。**我们维持对公司 2011-2012 每股收益 1.25 元、1.41 元和 1.62 元的盈利预测，对应前一交易日动态市盈率为 32 倍、28 倍和 25 倍。考虑合并颖泰嘉和后公司 2011-2013 年每股收益为 1.52 元、1.81 元和 2.18 元，对应动态市盈率为 26 倍、22 倍和 18 倍。公司是国内皮肤病用药龙头企业之一，主导产品增势良好，公司业绩增速也出现加速迹象。未来将颖泰嘉和合并报表后公司收入规模将有大幅提升，同时颖泰嘉和在原料药研发方面的优势，以及优质的客户资源，将有助于公司制剂产品的发展。我们维持公司“谨慎推荐”的投资评级。

● **风险提示。**合并颖泰嘉和时间具有不确定性；成本上升超过预期。

图表 1：公司单季度收入和毛利率情况（万元）



数据来源：公司公告，中邮证券研发部

图表 2: 公司主要产品收入和毛利率预测 (万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>分行业</b>							
化学制剂药	47,275	55,205	36,525	37,297	44,194	51,534	60,752
增长率	72%	17%	-34%	2%	18%	17%	18%
毛利率	65%	66%	84%	88%	88%	88%	87%
化学原料药			15,544	13,912	15,303	17,140	19,711
增长率				-10%	10%	12%	15%
毛利率			25%	21%	17%	16%	16%
旅游业	1,204	1,379	1,682	1,857	2,098	2,350	2,585
增长率	15%	15%	22%	10%	13%	12%	10%
毛利率	96%	26%	48%	47%	38%	35%	35%
<b>分产品</b>							
<b>地奈德乳膏</b>							
营业收入		4,141	4,880	6,796	10,533	15,800	23,226
增长率			18%	39%	55%	50%	47%
毛利率		91%	89%	89%	89%	88%	88%
销量 (万支)	48	190	234	319	494	741	1,089
<b>15g 迪皿</b>							
营业收入	5,691	6,530	5,939	5,412	5,574	5,685	5,799
增长率	32%	15%	-9%	-9%	3%	2%	2%
毛利率	79%	85%	78%	87%	85%	85%	85%
销量 (万盒)	369	430	405	366	377	385	392
<b>方希</b>							
营业收入	3,664	4,199	4,820	3,185	4,777	5,255	5,781
增长率	18%	15%	15%	-34%	50%	10%	10%
毛利率	83%	85%	83%	81%	82%	82%	82%
销量 (万盒)	93	108	135	84	127	139	153
<b>复方氨基酸片</b>							
营业收入	3,287	3,493	3,538	2,997	3,297	3,462	3,635
增长率	-8%	6%	1%	-15%	10%	5%	5%
毛利率	59%	62%	68%	32%	58%	58%	58%
销量 (万瓶)	96	101	103	86	95	100	104
<b>20 粒维胺脂胶囊</b>							
营业收入	3,524	2,935	2,358	1,935	1,451	1,233	1,048
增长率	10%	-17%	-20%	-18%	-25%	-15%	-15%
毛利率	50%	51%	48%	40%	52%	52%	52%
销量 (万盒)	220	186	162	127	95	81	69

数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 3：华邦制药盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>营业收入</b>	<b>54,452</b>	<b>54,122</b>	<b>61,595</b>	<b>71,023</b>	<b>83,047</b>
增长率	-5.42%	-0.61%	13.81%	15.31%	16.93%
<b>营业总成本</b>	<b>45,992</b>	<b>43,882</b>	<b>48,467</b>	<b>55,039</b>	<b>63,996</b>
营业成本	18,971	17,688	19,306	22,109	26,135
毛利率	65.16%	67.32%	68.66%	68.87%	68.53%
营业税金及附加	735	782	810	830	860
销售费用	15,921	15,170	18,959	21,463	25,014
管理费用	8,533	9,655	8,026	9,233	10,530
财务费用	758	303	567	554	556
期间费用率	46.30%	46.43%	44.73%	44.00%	43.47%
资产减值损失	1,073	285	800	850	900
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	5,280	4,746	5,300	5,700	6,000
<b>营业利润</b>	<b>13,740</b>	<b>14,986</b>	<b>18,428</b>	<b>21,684</b>	<b>25,052</b>
加：营业外收入	1,475	926	800	0	0
减：营业外支出	476	756	200	0	0
<b>利润总额</b>	<b>14,739</b>	<b>15,155</b>	<b>19,028</b>	<b>21,684</b>	<b>25,052</b>
减：所得税	1,814	1,637	1,998	2,385	2,881
所得税率	12.31%	10.80%	10.50%	11.00%	11.50%
<b>净利润</b>	<b>12,925</b>	<b>13,518</b>	<b>17,030</b>	<b>19,299</b>	<b>22,171</b>
减：少数股东损益	156	314	500	650	850
<b>归属于母公司所有者的净利润</b>	<b>12,768</b>	<b>13,204</b>	<b>16,530</b>	<b>18,649</b>	<b>21,321</b>
增长率	35.37%	3.41%	25.19%	12.82%	14.33%
<b>基本每股收益(元)</b>	<b>0.97</b>	<b>1.00</b>	<b>1.25</b>	<b>1.41</b>	<b>1.62</b>
<b>合并颖泰嘉和后每股收益(元)</b>			<b>1.52</b>	<b>1.81</b>	<b>2.18</b>

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

## 中邮证券投资评级标准

---

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10% 以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5% 以上；
- 中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5% 之间；
- 弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5% 以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10% 以上；
- 谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
- 中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5% 之间；
- 回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5% 以上；

## 分析师声明

---

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

## 免责声明

---

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任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、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

---

## 公司简介

**中邮证券有限责任公司**（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

## 业务简介

### ■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

### ■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

### ■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。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。