



进军巴西农药市场，为长期发展铺路

——华邦制药（002004）事件点评

2011年12月9日

推荐/维持

华邦制药

事件点评

陈恒	医药行业分析师	电话：010-66554018	执业证书编号：S1480510120015
联系人：宋凯	010-66554087	songkai@dxzq.net.cn	

事件：

公司董事会通过决议，将以 2000 万美元参加巴西 CCAB AGRO S.A.（CCAB）的增资扩股，从而取得对方 7.5%的股权。

观点：

1. 进军全球农药重镇巴西。

巴西是全球重要的农产品生产和出口国家，多项农产品产量和出口量位居全球第一。同时也是全球第二大农药消费国，年消费农药超过 80 亿美元。

从 CCAB 上一会计年度的业绩来看，受国际金融危机影响，该公司为亏损状态。此次公司以 2000 万美元取得 CCAB 的 7.5%股权，战略意义在于搭建巴西的农药出口平台，而非取得投资收益。

CCAB 控股股东和实际控制人是巴西国内重要的农产品合作社（即联盟），年农产品产值超过 80 亿美元，该联盟每年的农药消费额占巴西国内总量的 20%，约合 16 亿美元。

华邦制药通过换股吸收的方式合并了农药生产企业颖泰嘉和，参股 CCAB 有助于公司农药产品对巴西的出口，并将极大地方便公司在联盟成员间的销售。

2. 为颖泰嘉和铺就长期发展道路。

巴西农药登记注册所需时间约为 2-3 年，从 2012 年计算，公司大约能在 2014 年、2015 年前后实现对巴西农药的初步出口。公司在吸收合并颖泰嘉和时，颖泰嘉和原股东对上市公司做出的业绩承诺截止到 2013 年。我们认为此次参股 CCAB 为颖泰嘉和铺就了未来的长期发展道路，为业绩承诺到期之后公司的业绩增长提供了新的亮点。

结论：

公司的农药产品业务是未来公司的增长亮点，同时公司原有业务正在发生积极变化。2011 年公司皮肤病药物产品结构调整，新产品地奈德乳膏实现了高速增长，同时公司老产品也恢复了增长。作为激素类药物，地奈德乳膏未来的市场空间广阔，预计未来 2-3 年能够保持平均 50%左右的增速。

此次参股 CCAB 中短期内不会对公司业绩产生贡献，我们维持对公司 2011-2013 年每股收益（考虑了颖泰嘉和的增厚）为 1.52 元、1.81 元和 2.18 元的盈利预测，对应动态 PE 分别为 28 倍、23 倍和 19 倍，我们维持“推荐”的评级，六个月目标价 55 元。

风险提示： 产品出口的汇兑风险；产品认证风险。

图表 1: 华邦制药盈利预测表 (万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	54,452	54,122	61,595	71,023	83,047
增长率	-5.42%	-0.61%	13.81%	15.31%	16.93%
营业总成本	45,992	43,882	48,467	55,039	63,996
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
营业利润	13,740	14,986	18,428	21,684	25,052
加: 营业外收入	1,475	926	800	0	0
减: 营业外支出	476	756	200	0	0
利润总额	14,739	15,155	19,028	21,684	25,052
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%
净利润	12,925	13,518	17,030	19,299	22,171
减: 少数股东损益	156	314	500	650	850
归属于母公司所有者的净利润	12,768	13,204	16,530	18,649	21,321
增长率	35.37%	3.41%	25.19%	12.82%	14.33%
基本每股收益(元)	0.97	1.00	1.25	1.41	1.62
合并颖泰嘉和后每股收益(元)			1.52	1.81	2.18

资料来源: 公司公告, 东兴证券研究所

分析师简介

陈恒

生物工程和金融工程专业毕业，2010 年加盟东兴证券，从事生物医药行业研究三年，医药生物行业资深研究员。

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 2 年，医药生物行业高级研究员。

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。