



享受营销体系建设成果，不乏增长亮点

——华邦制药（002004）调研快报

2012年1月9日

推荐/维持

华邦制药

调研快报

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：

我们近期调研了华邦制药，与公司领导就公司的产品情况、公司营销体系建设、北京颖泰嘉和以及公司参股的玛咖药物项目等问题进行了交流。我们认为华邦制药是一家质地优良的上市公司，2009-2010年公司进行了营销体系改革，新产品上市，导致公司业绩出现波动，未来公司将享受营销体系建设的成果，业绩将保持平稳高速增长。

观点：

（1）公司未来将享受营销体系建设带来的成果，主打产品市场前景广阔。公司主要产品为处方药，通过医院渠道销售，之前公司的销售环节相对薄弱。2009-2010年，公司进行了营销体系建设，处方部分为一、二、三部，分别针对公司的皮肤病用药、抗肿瘤药和抗结核药物的营销，并根据皮肤病治疗领域进行了细分，保障了公司各主要产品的增长。销售人员从不到400人增长到超过500人，加强特色学术推广力度。2011年上半年，受益于公司营销体系建设成果，公司主要产品和整体业绩实现了高速增长。公司化学制剂业务整体实现营业收入2.05亿元，同比增长了17.23%，其中新产品地奈德乳膏实现销售收入4824万元，同比增长了51.11%；方希实现营业收入2082万元，同比增长了48.77%。公司产品高速增长一方面受益于营销体系建设带来的成果，另一方面公司主要药品所在细分市场领域前景广阔。地奈德是公司独家产品，属于皮质激素类药物，这类药物目前是皮肤病用药市场中规模仅次于抗真菌用药的第二大品种，而且增速较高，近几年的平均复合增速在23%左右。方希是阿维A药物，属于第二代维甲酸药物，是目前治疗中度和重度银屑病的一线用药，与皮质激素类药物相比，治疗银屑病药物市场规模相对较小，但是享有较高的增速，近年的平均复合增速在25%左右，公司占据国内阿维A药物市场70%以上的份额，是未来行业增长的最大收益者。同时，目前公司的营销体系建设也将为未来新产品上市后铺就高速发展的通道。

（2）研发能力突出，未来产品线将不断丰富。公司董事长是学术出身，重视研发，公司的药物研发实验室是我国西南地区条件最好的实验室之一。公司2007年以来的研发投入比均在8%以上，并且逐年上升，2010年，在公司经营业绩出现波动的时候，公司大研发投入依然保持了增长，达到了5474元，研发投入比达到10.11%，这在我国的医药行业中处于较高水平。公司未来还将以皮肤病药物为中心，以传统优势品种维甲酸类药物为立足点，以现有产品为基础，丰富产品线。目前公司在审批产品中包括目前临床治疗银屑病用量最大的药物卡泊三醇，以及全身用皮质激素类药物注射用甲泼尼龙琥珀酸钠，该药物是目前临床使用量最大的一种全身皮质激素类药物。我们认为公司产品特色突出，未来具有一个比较合理的产品开发规划，能够最大限度地发挥自身优势。

（3）颖泰嘉和目前面临产能和资金瓶颈，借助华邦制药上市平台，未来发展前景看好。公司已经完成了对北京颖泰嘉和的吸收合并，颖泰嘉和原股东对上市公司做出了比较丰厚的业绩承诺，并有严格条件来确保上市公司原股东的权益。颖泰嘉和除了能为上市公司贡献不菲的净利润外，更重要的是二者的研发体系能够比较好地整合。颖泰嘉和具有较强的研发能力，公司将与颖泰嘉和在北京共同建立研发中心，搭建技术整合平

台。从长远来看，我们看好公司吸收合并颖泰嘉和后的发展前景，但是目前产能和资金问题成为制约颖泰嘉和发展的主要因素。颖泰嘉和旗下的两个生产基地上虞颖泰和万全力华大部分产品产能已处于满产状态，部分产品生产已处于超负荷运转状态。虽然颖泰嘉和通过专属生产模式满足了国际市场客户的需求，但该项业务毛利率并不高。农药行业固定资产投入大，同时颖泰嘉和未来将对巴西进行农药制剂出口，这将使该公司在农药出口领域迈上一个新台阶，而这也将使公司产生比较大的资金需求，所以我们预计未来颖泰嘉和在资金方面面临比较大的压力，而华邦制药将凭借上市平台帮助颖泰嘉和突破资金上的瓶颈。

(4) 玛咖项目为公司增添新亮点。今年公司与丽江旅游和恒信生物合资成立了龙健生物公司，公司占比30%，该公司主要从事玛咖产品的开发。华邦制药主要提供产品开发的技术支持，恒信生物掌握上游玛咖种植资源。玛咖产品目前处于起步阶段，销售规模很小，主要在丽江当地通过丽江旅游的旅游资源进行销售。目前公司正在考虑该产品的定位，未来或更倾向于定位于高端市场，待产品定位确定后公司将制定一个合适的销售策略。玛咖具有抗疲劳、增强抵抗力等功效，并具有与伟哥相似的功能，该类药物市场规模巨大，潜在市场规模在百亿元以上。受限于自然条件，目前国内仅有丽江部分地区能够种植玛咖，公司掌握上游原料资源，未来一旦确定了产品定位和销售策略，该产品或有超预期表现。此外，我们认为**玛咖项目的实施也是公司在旅游业的投资价值的具体体现**，公司的旅游业资产表面上并没给公司带来明显的利润贡献，但是对公司的影响更多的是隐性的，未来有可能为公司提供新的投资亮点。

盈利预测与投资评级：

我们预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 1.25 元、1.87 元和 2.29 元（12 和 13 年合并了颖泰嘉和报表），对应动态 PE 为 25 倍、17 倍和 14 倍，未来六个月目标价 50-55 元，暂维持“推荐”评级。

图表 1：华邦制药分产品收入预测（万元）

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
地奈德乳膏	4,880	6,796	10,533	15,800	23,226
增长率	17.85%	39.26%	55%	50%	47%
毛利率	89.26%	89.15%	89%	88%	88%
15g 迪皿	5,939	5,412	5,574	5,685	5,799
增长率	-9.05%	-8.88%	3%	2%	2%
毛利率	78.41%	86.89%	85%	85%	85%
方希	4,820	3,185	4,777	5,972	7,465
增长率	14.79%	-33.92%	50%	25%	25%
毛利率	83.00%	81.30%	82%	82%	82%
复方氨基酸片	3,538	2,997	3,297	3,462	3,635
增长率	1.31%	-15.30%	10%	5%	5%
毛利率	67.80%	32.41%	58%	58%	58%
20 粒维胺脂胶囊	2,358	1,935	1,451	1,233	1,048
增长率	-19.66%	-17.96%	-25%	-15%	-15%
毛利率	48.34%	39.72%	52%	52%	52%

资料来源：公司公告，东兴证券研究所

图表 2：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	72,198	85,638
增长率	-5.42%	-0.61%	13.81%	17.21%	18.62%
营业成本	18,971	17,688	19,306	22,250	26,472
毛利率	65.16%	67.32%	68.66%	69.18%	69.09%
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%	43.28%	42.15%
资产减值损失	1,073	285	800	850	900
投资收益	5,280	4,746	5,300	5,700	6,000
营业利润	13,740	14,986	18,428	22,718	27,306
增长率	30.72%	9.07%	22.97%	23.28%	20.19%
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	22,718	27,306
增长率	36.07%	2.82%	25.56%	19.39%	20.19%
减：所得税	1,814	1,637	1,998	2,499	3,140
所得税率	12.31%	10.80%	10.50%	11.00%	11.50%
净利润	12,925	13,518	17,030	20,219	24,166
增长率	35.20%	4.59%	25.98%	18.73%	19.52%
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	19,569	23,316
增长率	35.37%	3.41%	25.19%	18.38%	19.15%
基本每股收益(元)	0.97	1.00	1.25	1.48	1.77
合并颖泰嘉和后基本每股收益(元)				1.87	2.29

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。