

UBS Investment Research

华邦制药

首次覆盖：医药增长稳定，农药潜力无限

■ 公司农药业务出口优势明显

公司主要为国际农药巨头供货，相对于国内竞争对手，公司优势在于：一，强大的农药工艺开发能力令公司能够长期推出新的仿制农药品种；二，管理团队在农药出口市场运作多年，了解海外市场运行经验，并积累了大量的人脉和信誉；三，自备获得OECD认证的GLP实验室，海外登记较为便利。

■ 公司未来有望成长为国际仿制农药领先企业之一

沿袭国际农药巨头发展的道路，短期看，我们认为公司将通过为上虞颖泰引入新的仿制农药品种和未来可能的并购，进一步完善毛利率较高的自主生产；长期看，通过参股CCAB，公司获得了在巴西直接销售的渠道以及海外并购管理的经验，未来有可能进行进一步的海外渠道收购。

■ 医药业务业绩增长较为稳定

公司是国内皮肤病用药龙头企业，地奈德乳膏，阿维A和复方氨基酸是公司主导品种。我们看好未来公司的皮肤病药业务将跟随整个市场稳定增长，增发项目则有望丰富公司的产品线。

■ 估值：首次覆盖给予“买入”评级，目标价45.45元

我们预计公司2012/2013/2014年EPS为2.26/2.69/3.23元（若增发完成，对应摊薄后EPS1.97/2.34/2.81元）。我们首次覆盖华邦制药，参考可比公司平均水平给予其农药业务2012年25倍动态市盈率，医药业务21倍动态市盈率，得出目标价为45.45元，较现在股价（38.88元）高16.9%，给予“买入”评级。

重要数据 (Rmb百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	541,225	638,098	3,837,562	4,544,725	5,362,775
息税前利润 (UBS)	108,283	106,247	465,295	568,425	687,730
净利润 (UBS)	130,533	286,614	378,820	451,286	541,157
每股收益 (UBS, Rmb)	0.99	1.71	2.26	2.69	3.23
每股股息净值 (UBS, Rmb)	0.00	0.50	0.45	0.54	0.65

盈利能力和估值	五年历史均值	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润率 (%)	-	16.7	12.1	12.5	12.8
ROIC (EBIT) %	-	7.1	17.0	16.6	17.4
EV/EBITDA (core) x	-	-0.5	0.5	0.6	0.5
市盈率 (UBS) (x)	-	25.5	17.2	14.4	12.0
净股息收益率 (%)	-	1.1	1.2	1.4	1.7

资料来源：公司报告、Thomson Reuters、UBS估算。UBS给出的估值是扣除商誉、例外项目以及其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年04月20日17时05分的股价 (Rmb38.88) 得出；

陆建巍

分析师
S1460511090002
john-j.lu@ubssecurities.com
+86-213-866 8838

季序我

分析师
S1460511080003
xuwo.jj@ubssecurities.com
+86-213-866 8880

全球证券研究报告

中国

特殊化工

12个月评级

买入

之前：未予评级

12个月目标价

Rmb45.45/US\$7.21

股价

Rmb38.88/US\$6.17

路透代码: 002004.SZ 彭博代码002004 CH

2012年4月23日

交易数据 (本币/US\$)

52周股价波动范围 Rmb49.60-28.51/US\$7.70-4.52

市值 Rmb6.51十亿/US\$1.03十亿

已发行股本 167百万 (ORDA)

流通股比例 60%

日均成交量 (千股) 451

日均成交额 (Rmb 百万) Rmb16.3

资产负债表数据 12/12E

股东权益 Rmb2,688十亿

市净率 (UBS) 2.4x

净现金 (债务) (Rmb574十亿)

预测回报率

预测股价涨幅 +16.9%

预测股息收益率 1.2%

预测股票回报率 +18.1%

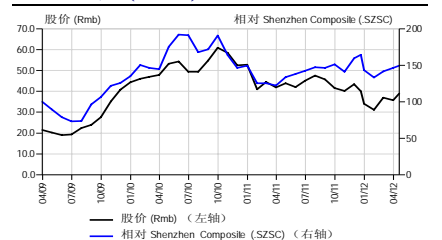
市场回报率假设 8.5%

预测超额回报率 +9.6%

每股收益 (UBS, Rmb)

	12/12E		12/11	12/11 实际
	从	到市场预测		
Q1E	-	0.45	-	0.14
Q2E	-	0.60	-	0.28
Q3E	-	0.60	-	0.30
Q4E	-	0.60	-	1.14
12/12E	-	2.26	-	-
12/13E	-	2.69	-	-

股价表现 (Rmb)



资料来源：UBS

www.ubssecurities.com

目录	页
投资主题	3
— 关键催化剂.....	3
— 风险.....	3
— 估值和推导我们目标价的基础.....	4
— 瑞银预测对比市场预期.....	6
— 敏感性分析.....	7
颖泰嘉和-中国未来的国际仿制农药领先企业	7
— 全球仿制农药市场前景可观.....	9
— 仿制农药公司处于快速发展期.....	13
— 公司仿制农药开发能力较强.....	13
— 出口是公司的主要发展方向.....	16
— 公司未来自主生产比例有望继续上行.....	19
— 渠道开发有望成为公司未来的成长点.....	20
— GLP实验室应是公司未来利润增长点之一.....	29
公司医药业务稳定增长	30
— 皮肤科用药龙头，分享行业成长.....	30
— 地奈德乳膏是公司最大品种.....	31
— 方希：银屑病临床主流用药.....	32
— 他扎罗汀乳膏发展潜力大.....	33
— 复方氨基酸片有望受益于市场整体扩容.....	33
— 迪皿未来增速有望恢复.....	33
— 拟扩建符合cGMP外用制剂生产线及配套工程，未来产品有望出口规范市场.....	33
竞争分析	34
财务状况	35
公司背景-医药和农药是公司主要的利润来源	35

陆建巍
分析师
S1460511090002
john-j.lu@ubssecurities.com
+86-213-866 8838

季序我
分析师
S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-213-866 8880

投资主题

我们认为，公司的皮肤病用药业务每年的收益增长稳定，为公司提供了良好的现金流，农药业务则是公司未来发展的主要动力。在全球仿制农药快速发展的背景下，公司凭借着卓越的开发能力，海外销售经验以及GLP实验室，公司的出口业务增长迅速，随着公司自产比例的逐渐提高以及远期可能的海外渠道并购，公司有望成为全球仿制农药领先企业之一。

我们看好公司未来有望成为国际仿制农药领先企业之一。全球农药市场稳步增长，我们认为，农药创制费用以及过期农药数目的提升使得未来仿制农药有望快速发展。相对于国内其它农药企业，公司的优势在于：一，强大的农药工艺开发能力使得公司能够长期推出新的仿制农药品种，以免陷入恶性竞争；二，为国际农药巨头供货，避开激烈的国内竞争，订单及盈利能力相对稳定；三，自备获得OECD认证的GLP实验室，海外登记较为便利。凭借以上优势，短期看，我们认为公司将通过为上虞颖泰引入新的过期农药品种（嘧菌酯和磺草酮都是刚刚过期的仿制农药，盈利能力强）和未来可能的并购，进一步完善毛利率较高的自主生产；长期看，通过参股CCAB，公司获得了在巴西直接销售的渠道以及海外并购管理的经验，未来有可能进行进一步的海外渠道收购。从国际经验看，马克西姆-阿甘，纽发姆以及联合磷化等国际仿制农药巨头，都是通过这种以不断推出新的仿制农药品种为基础，大量并购全球市场销售渠道的发展方式。因此，我们认为，公司是未来中国最有可能成为全球仿制农药领头羊的企业。

公司产品主要用于治疗银屑病。地奈德乳膏自上市来保持高速增长，已成为公司最大的产品，也是我们最看好的品种。地奈德乳膏为独家产品，且为国家医保目录品种。由于其适应症广泛且可能被公司培育为非处方药，我们认为未来地奈德乳膏发展空间大。第三代维A酸类药物-他扎罗汀乳膏，同样为独家、医保品种，目前规模还小，我们预计将会对口服剂型及一代、二代维A酸类药物进行替代，我们相信其未来发展潜力大。我们预计未来公司的皮肤病药业务将跟随整个市场稳定增长，增发项目则有望丰富公司的产品线。

我们预计公司2012/2013/2014年EPS为2.26/2.69/3.23元（若增发完成，对应摊薄后EPS1.97/2.34/2.81元）。我们首次覆盖华邦制药，参考可比公司平均水平给予其农药业务2012年25倍动态市盈率，医药业务21倍动态市盈率，得出目标价为45.45元，较现在股价（38.88元）高16.9%，给予“买入”评级。

关键催化剂

- 一季报业绩符合预期。公司和海外客户的供应订单大多在年初签订，公司一季度的销售情况可作为全年销售的一个预判。
- 上虞颖泰的增发项目以及公司对盐城南方的整合如期完成。
- 公司公布新的原药生产或海外渠道参股/并购信息。

风险

- 全球气候及经济风险。公司的产品主要提供给马克西姆-阿甘，纽发姆，陶氏等国际农药企业，公司获得的订单很大程度上取决于这些企业在全局的农药销售情况。如果极端气候或全球经济风险导致农产品种植面积下降，公司的销售或将受到影响。

- 原材料价格大幅上涨。公司的自主生产比例逐年提高，如果油价大幅上涨导致原材料价格上行，公司或无法完全转嫁原材料成本，进而影响公司农药业务盈利。
- 公司的募投项目进度低于预期。我们预计公司在上虞颖泰建设的噻菌酯和磺草酮等项目于2013年底投产，对盐城南方的整合于2012年下半年初见成效，进度低于预期可能会导致公司业绩不达预期。

估值和推导我们目标价的基础

我们预计公司2012/2013/2014年的EPS为2.26/2.69/3.23元，若增发完成，对应摊薄后为1.97/2.34/2.81元，假设如下：

- 盐城南方的新产品线建设顺利，2012年下半年开始贡献利润。
- 上虞颖泰的噻菌酯、磺草酮等增发项目于2013年底完成。
- 公司的GLP检测业务利润自2012年开始快速增长。
- 2012/2013年公司的医药业务的具体预测详见下表。

表1:公司医药业务分产品预测（万元）

		2011	2012E	2013E
地奈德乳膏	收入（万元）	10279	15213	22210
	毛利（万元）	9046	13387	19545
15g迪皿	收入（万元）	5790	6079	6383
	毛利（万元）	4508	4681	4915
方希	收入（万元）	4144	5180	6475
	毛利（万元）	3325	4144	5180
复方氨肽素片	收入（万元）	2998	3148	3306
	毛利（万元）	1611	1700	1785
其他制剂	收入（万元）	20434	21864	23176
	毛利（万元）	20116	21645	22944
原料药	收入（万元）	16889	19422	21365
	毛利（万元）	2341	2913	3205

数据来源：wind资讯，瑞银证券估算

表2:公司盈利预测 (万元)

	2010	2011	2012E	2013E	2014E
一、营业收入	54122	63810	383756	454472	536278
减: 营业成本	17688	21172	291122	344504	407571
营业税金及附加	782	920	1471	1708	2016
销售费用	15170	20742	24701	27295	31104
管理费用	9655	10350	19934	24123	26814
财务费用	303	1419	3766	5491	6444
资产减值损失	285	-725	350	380	270
加: 公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4746	20682	3855	4710	4710
二、营业利润	14986	30612	46268	55681	66770
加: 营业外收入	926	2102	0	0	0
减: 营业外支出	756	130	0	0	0
三、利润总额	15155	32584	46268	55681	66770
减: 所得税费用	1637	1741	6940	8352	10015
四、净利润	13518	30843	39328	47329	56754
归属于母公司所有者的净利润	13204	30528	37882	45129	54116
少数股东损益	314	316	1446	2200	2639
五、每股收益:					
基本每股收益 (包含非经常性损益)	0.79	1.82	2.26	2.69	3.23
基本每股收益 (考虑增发摊薄)	0.69	1.59	1.97	2.34	2.81

数据来源: wind资讯, 瑞银证券估算

我们预计公司2012年农药业务的EPS (考虑增发摊薄影响) 为1.02元, 医药及其它业务 (考虑增发摊薄影响) 的EPS为0.95元。农药方面, 从国际上看, 我们选取了马克西姆-阿甘, 纽发姆, 联合磷化, FMC这四家企业在其业绩快速增长长期时的PE估值, 其平均值为19倍, 国内农药企业2012年EPS的PE估值均值为23倍 (在表3中, 我们列出了申万行业分类中所有的农药公司, 但是, 沙隆达, 湖南海利, 江山股份, 威远生化和华星化工由于业绩原因, 长期没有同业覆盖, 新安股份的利润很大一部分来自于有机硅, 不适合作为同业公司比较)。国际企业EPS的快速成长往往伴随着大量的并购, 而我们对公司农药业务的盈利预测没有考虑未来可能的生产及销售渠道并购; 而对于国内农药企业, 其盈利受国内单一市场种植面积及竞争程度的影响较大, 2012年业绩或具有一定的不确定性。因此, 我们认为公司的农药业务应当享有高于国际及国内企业的PE估值, 给予2012年农药25倍的PE估值, 对应分部估值为25.50元。

(公司2011年农药业务的EPS (考虑增发摊薄影响) 为0.73元, 如果给予公司2011年EPS行业平均的36倍PE, 则目标价为26.28, 与25.50相近。因此, 我们认为25倍估值较为合理)。华邦制药原有业务主要为医药, 其业绩增长相对稳定, 目前申万行业分类的化学原料药二级子行业相对于2012年市场一致预期EPS的PE估值均值为21倍, 我们给与医药业务21倍PE估值, 对应分部估值为19.95元。因此, 公司的目标价为45.45元。

表3: 农药业务同类上市公司估值水平

代码	公司名称	股价 (元/股)	EPS (元, 朝阳永续一致预期)			PE		
			2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
600486	扬农化工	16.84	0.70	0.85	0.99	24	20	17
300121	蓝丰生化	18.68	0.63	0.85	1.21	30	22	15
002391	长青股份	14.67	0.55	0.66	0.84	27	22	17
002496	辉丰股份	15.82	0.40	0.60	-	40	26	-
002258	利尔化学	10.10	0.34	0.44	0.49	30	23	21
002215	诺普信	8.99	0.24	0.35	0.44	37	26	20
000525	红太阳	14.17	0.20	0.62	-	71	23	-
002250	联化科技	20.20	0.75	0.94	1.29	27	21	16
以上平均						36	23	18
000553	沙隆达A	停牌2个月以上						
600731	湖南海利	6.16	0.02	-	-	308	-	-
600389	江山股份	8.19	0.03	-	-	273	-	-
600803	威远生化	11.41	0.09	-	-	127	-	-
600596	新安股份	7.38	0.04	0.10	0.17	185	74	43
002018	华星化工	5.86	0.01	-	-	586	-	-

数据来源: 万得资讯, 一致预期为朝阳永续2012年4月20日一致预期; 股价为2012年4月20日的收盘价

瑞银预测对比市场一致预期

表4: 近3个月市场对于华邦制药的业绩预测 (元/股)

证券公司	2012E	2013E	2014E
东兴证券	1.87	2.29	2.70
东北证券	1.88	2.24	-
国泰君安	1.90	2.40	-
平均	1.88	2.31	2.70

数据来源: wind资讯

不考虑增发对于公司业绩的摊薄, 我们2012/2013/2014年公司EPS的预测为2.26/2.69/3.23元, 高于市场近三个月的1.88/2.31/2.70元的一致预期, 我们和市场的不同观点主要在于:

- 农药业务方面, 市场基本按照公司吸并方案中的业绩承诺底线作为公司农药业务2012年的预期。我们认为, 公司2011年已经达到了2012年的业绩承诺, 而且, 公司2012年存在如下业绩增量: 我们预计上虞颖泰的NC113、NC51、NC35等在建项目均将于2012年投产并贡献利润; 公司收购了盐城南方化工, 其在建的1500吨特丁噻草隆、1200吨烯草酮以及800吨硫双灭多威有望于2012年下半年释放利润; 公司参股CAAB为公司的GLP实验室带来了大量检测项目, 我们相信净利润也将出现大幅增长。我们对于公司农药业务2012年的净利润预测远高于市场预期。

- 医药业务方面，我们认为，公司2011年的医药销售额已经再次实现了增长，业绩下滑主要是四季度销售费用和管理费用突然增加所致。从公司历史的各个季度三费率看，我们认为公司2012年的费用率有望下降。

敏感性分析

表5:公司2012EPS（考虑增发摊薄效应）对医药业务及上虞颖泰利润增速敏感性分析（元/股）

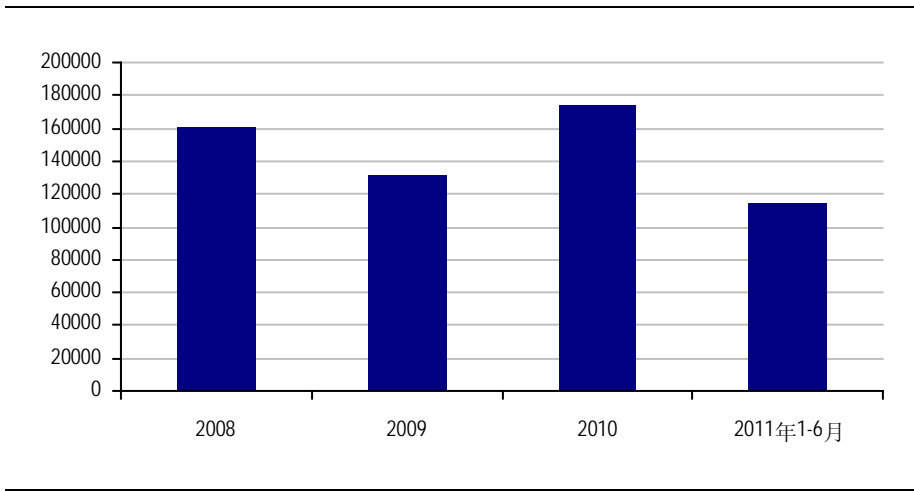
医药及其它业务利润增速	上虞颖泰利润增速						
	14.0%	16.0%	18.0%	20.0%	22.0%	24.0%	26.0%
9.0%	1.90	1.91	1.91	1.92	1.92	1.93	1.93
11.0%	1.92	1.93	1.93	1.93	1.94	1.94	1.95
13.0%	1.94	1.94	1.95	1.95	1.96	1.96	1.96
15.0%	1.95	1.96	1.96	1.97	1.97	1.98	1.98
17.0%	1.97	1.98	1.98	1.98	1.99	1.99	2.00
19.0%	1.99	1.99	2.00	2.00	2.01	2.01	2.01
21.0%	2.00	2.01	2.01	2.02	2.02	2.03	2.03

数据来源：瑞银证券估算

颖泰嘉和-中国未来的国际仿制农药领先企业

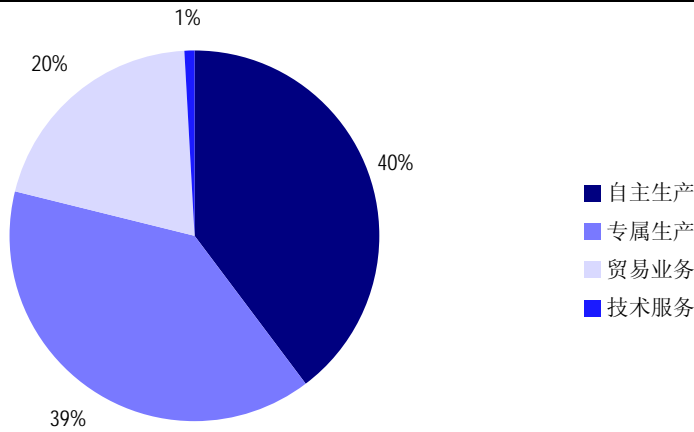
公司主要目前从事仿制农药原药的生产与销售，与国内其它农药公司不同的是，公司的产品主要出口供应给陶氏益农，马克西姆-阿甘等国际农药巨头，为其在全球的农药制剂销售提供原药。近年来，公司的销售收入快速增长，2010年，公司的销售收入在A股农药类上市公司（仅限农药业务）中仅次于新安股份。

图1:公司历年销售收入变化（万元）



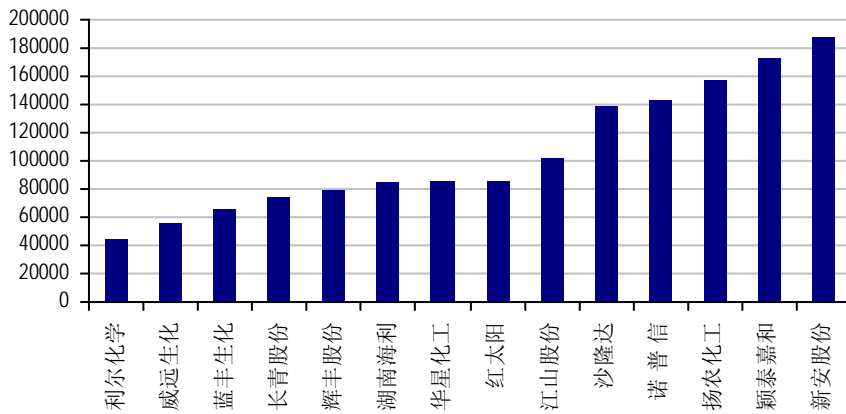
数据来源：公司公告

图2:2011年上半年销售收入结构



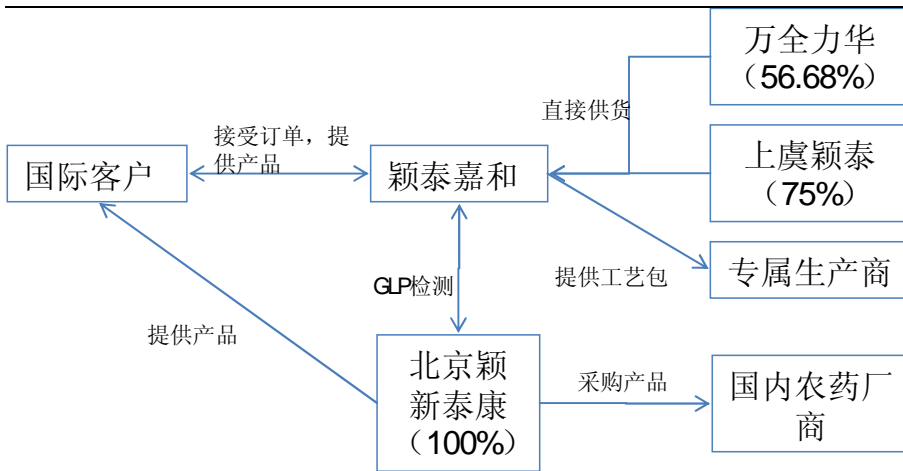
数据来源：公司公告

图3:各农药类上市公司2010年农药销售收入（万元）



数据来源：Wind

图片1:颖泰嘉和公司业务



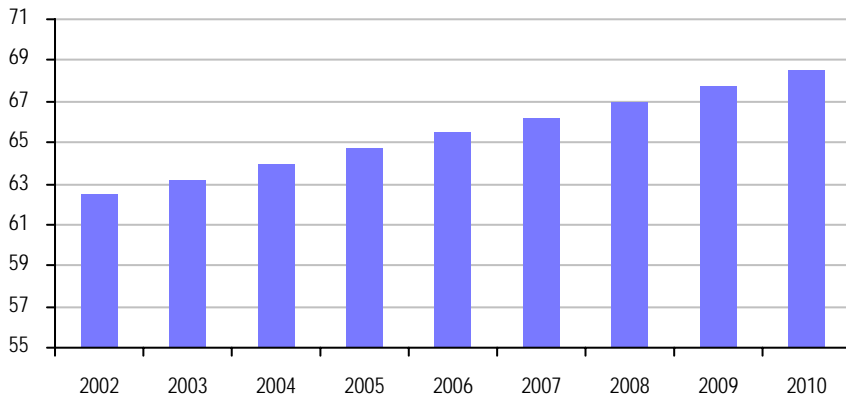
数据来源：瑞银证券

全球仿制农药市场前景可观

全球农药市场持续增长

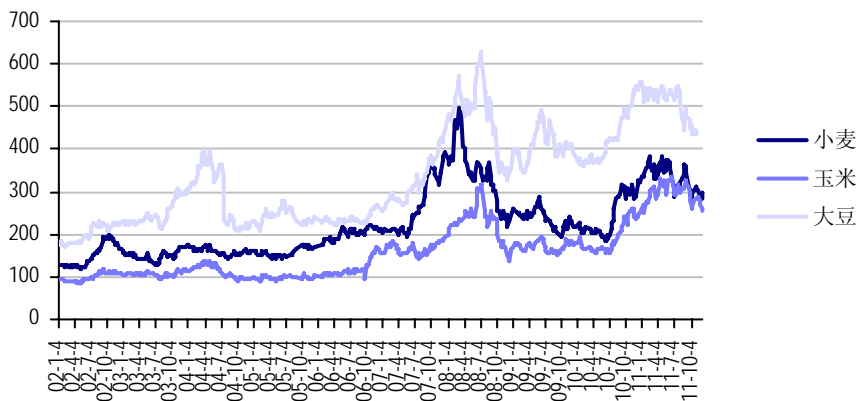
近年来，全球人口增长及耕地面积减少的矛盾愈加突出，加之生物能源对玉米、大豆等农产品需求的逐年增加，2004年起，全球农产品价格进入牛市。在全球耕地面积难以增加的情况下，农产品的需求以及价格上涨带来的种植收益增加，使得单位面积产出变得尤为重要。农药行业是重要的支农产业之一，投入产出比高达6至10倍。农药的广泛施用是提高单位面积产量的重要出路，加之转基因作物增加带来的草甘膦销售的增长，全球农药的销售额由2005年的311.9亿美元升至2011年的452.1亿美元，年均增速为6.38%，高于同期全球GDP的增速。展望2012年，我们预计全球农产品的价格有望进一步上升，只要不发生极端天气影响农作物的种植面积，全球农药市场的销售额有望进一步上行。

图4:全球人口持续增长（亿）



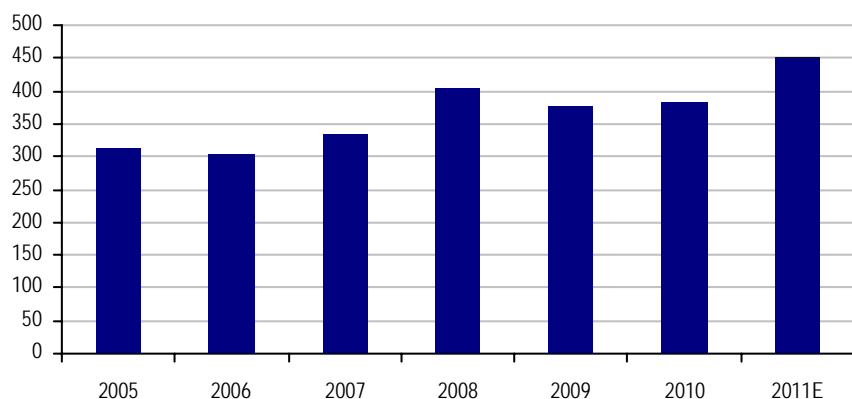
数据来源：国家统计局

图5:全球农产品价格持续增长（美元/吨）



数据来源：Bloomberg

图6: 全球农药市场规模 (亿美元)



数据来源: CEIC, Phillip Mcdougall

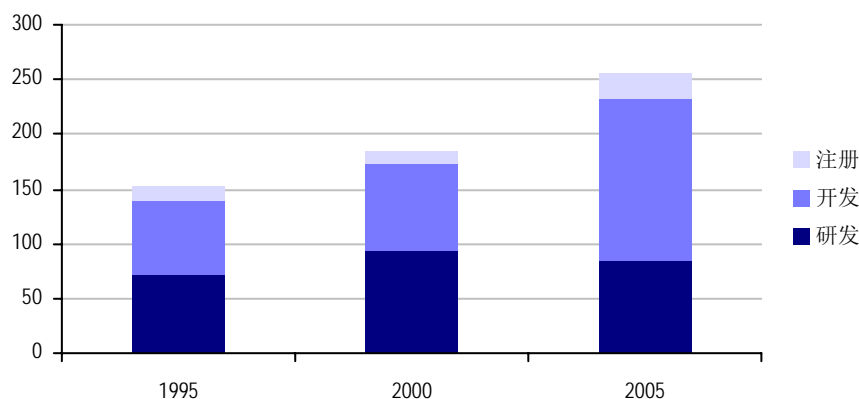
仿制农药市场份额有望进一步提升

仿制农药的概念相对于专利农药而来,指的是一家公司或其分公司主要从事过专利期农药的生产,但其自身并不具有该产品的原始专利。目前,全球除先正达,孟山都,拜耳,巴斯夫,陶氏和杜邦6家具备农药创制能力的公司,其它农药企业基本从事仿制农药。

农药创制成本提升

农药创制过程可分为研发,开发和注册三个阶段。其中研发主要涉及化合物的合成和筛选;开发则主要完成田间测试,毒理测试等工作;注册则是新农药上市的最后一步。据农药咨询机构Phillip Mcdougall数据,1995年至2005年,创制一个新农药的成本已经从1.52亿美元升至2.56亿美元,其中主要是开发过程的成本增加。此外,农药创制的时间成本也在增加,平均开发出一个新产品所花费的时间已由1995年的8.3年升至2005年的9.8年。

图7: 农药创制成本变化 (百万美元)



数据来源: Phillip Mcdougall

专利农药开发速度下降

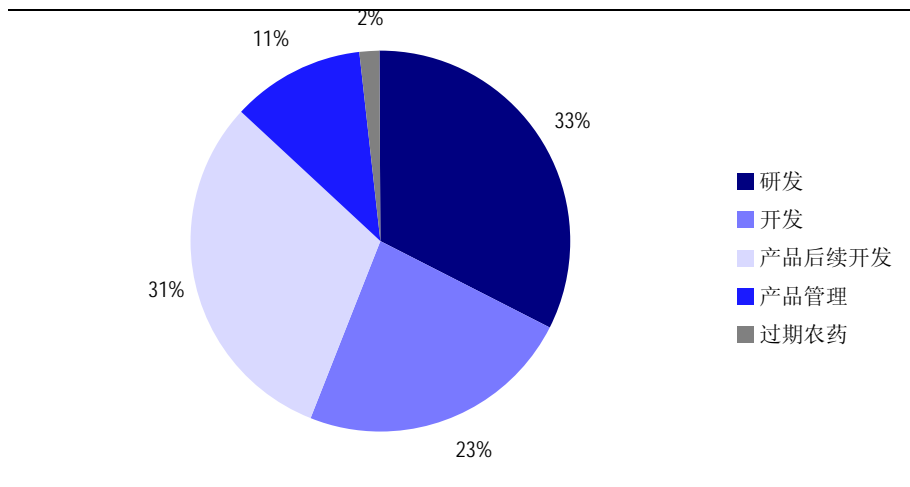
开发费用的增加导致：一，农药创制企业对于进入开发阶段的化合物选取极为慎重。1995年，平均52500个化合物中即可筛选出4个进入开发阶段，最后形成一个成熟产品。在2005年，140000个化合物中平均仅有1.3个进入开发阶段。二，研发费用更多的投入到开发阶段而非研究阶段。从数据对比看，尽管2012年全球农药创制的研发费用（Phillip Mcdougall预测）从2007年的23.28亿美元升至29.43亿美元，但用于研究的比例却下降至29.6%，研究费用仅略有增加。由于一个进入开发阶段的化合物所需的基础化合物筛选数目逐年增加，研究费用下降导致各个农药公司在研产品数目下滑。在以上两个结果的综合作用下，全球专利农药品种的问世数目呈逐年下降状态。上世纪80年代，全球平均每年产生12.3个专利农药品种，90年代为12.6个，2000-2010年，该数值下降为10.1个。据Phillip Mcdougall统计，目前6家农药创制公司共有37个在研品种预计将于未来5年内上市，平均每年产生7.4个专利农药品种，专利农药的创制速度进一步下降。

表6:农药创制各个环节的化合物数量（个）

	1995	2000	2005
研究	52500	139429	140000
开发	4	2	1.3
注册	1	1	1

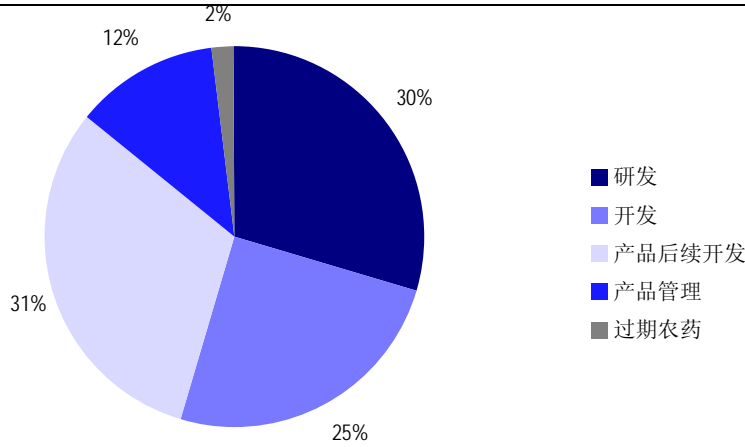
数据来源：Phillip Mcdougall

图8:2007年农药创制企业研发费用分布



数据来源：Phillip Mcdougall

图9: 2012年农药创制企业研发费用分布

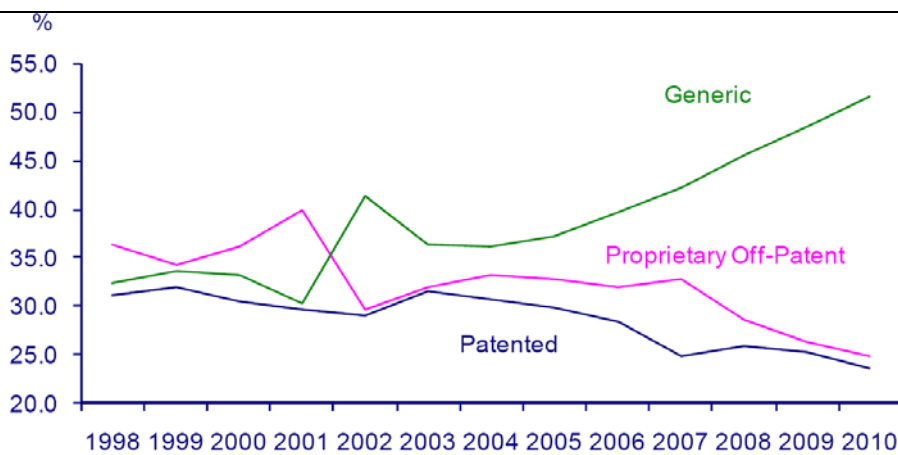


数据来源: Phillip Mcdougall

仿制农药市场份额提升

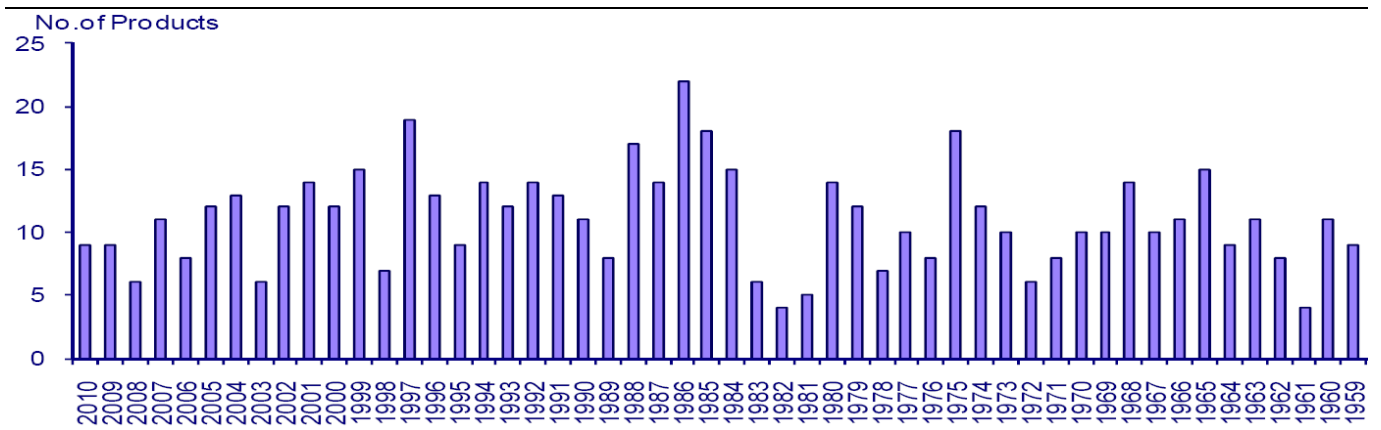
对于一个专利农药品种，一般其专利保护期为20年。在专利保护期过后的10年为过渡期，创制公司仍具备较为明显的市场优势，但市场份额会逐渐为仿制农药公司占领，最后完全变为仿制农药。2003年以后，随着80年代的专利农药逐渐变为完全的仿制农药，加之新的专利农药创制速度下滑，仿制农药的销售额在全球农药市场的占比逐年提高。2010年，仿制农药在全球农药销售额占比为51.5%，过保护期农药（产品已经过专利保护期，但原始创制公司仍旧控制大部分市场的农药）销售占比为24.9%，专利农药占比为23.5%。从农药创制的时点看，上世纪80、90年代是农药创制的高峰期，即未来应会有更多的专利农药及过保护期农药变为仿制农药，此外，根据上文论述，我们预计未来农药创制的速度将进一步下滑，仿制农药的市场份额有望大幅攀升。

图片2:全球专利及仿制农药市场份额变动



数据来源: Phillip Mcdougall

图片3:历年专利农药产生数目 (个)

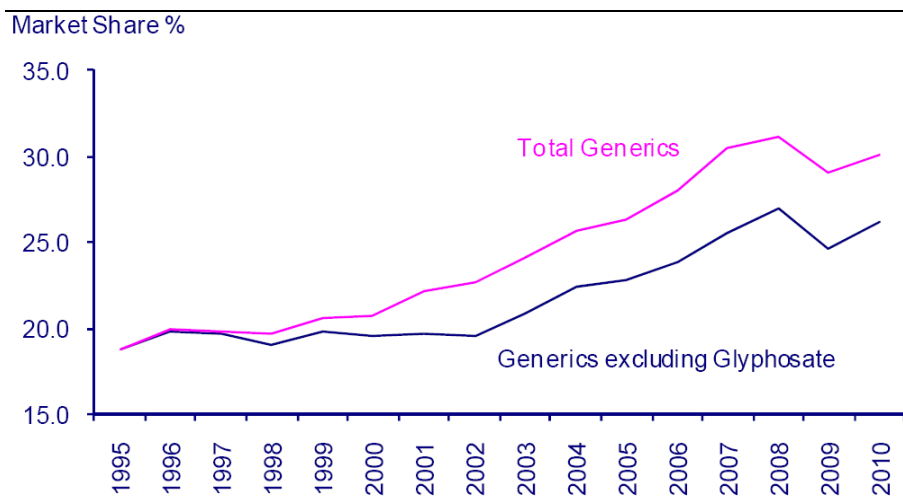


数据来源: Phillip Mcdougall

仿制农药公司处于快速发展期

随着仿制农药市场份额的不断提高,仿制农药公司也进入了快速成长期。2002年以来,即使不考虑草甘膦的因素,仿制农药公司的销售额在全球农药市场的占比不断增加,2010年,仿制农药企业的全球市场占有率已经接近30%。同时,也产生了马克西姆-阿甘,纽发姆,联合磷化等一些仿制农药全球性企业。2010年,马克西姆-阿甘和纽发姆的销售额分别位列全球第7及第8位,仅次于前6家专利农药企业。根据我们上文的论述,我们认为,凭借着生产成本等方面的优势,加之前6家专利农药企业近年来倾向于剥离自己的仿制农药业务,仿制农药公司的市场占有率有望进一步提升,同时有望产生新的仿制农药全球性企业。下面,我们将对现有仿制农药领先企业的发展历程进行分析,以期发现仿制农药公司成长的关键因素。

图片4:仿制农药公司市场占有率变化



数据来源: Phillip Mcdougall

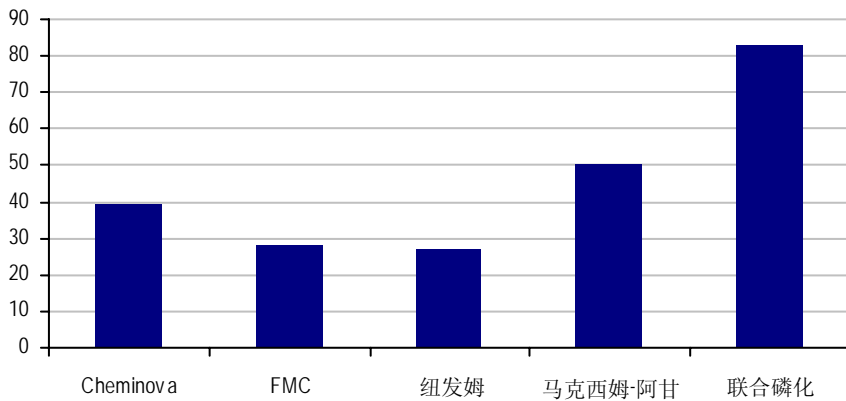
公司仿制农药开发能力较强

过期农药研发是仿制农药领先企业的重要素质

农作物及病虫害的多样性导致农药品种众多,每一种农药的市场规模均较为有限。因此,仿制农药巨头都具有一个较为广泛的农药产品系列。如马克西姆-

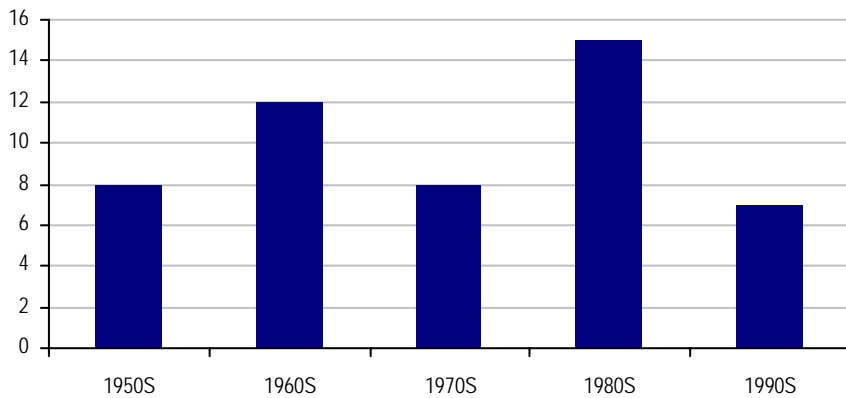
阿甘共有各类农药50余种，联合磷化运营的农药品种高达83种。对于农药来说，随着过期时间的增加，掌握该农药生产技术的厂商数目增加，竞争的加剧使得产品利润直线下滑，同时也面临着替代品的风险。因此，不断开发新的过期农药是仿制农药公司发展的重要手段。以马克西姆-阿甘为例，在公司的产品系列中，1980年以后上市的农药产品占公司总产品数目的44%。各个仿制农药巨头每年均投入大量的科研费用进行过期农药的开发。2010年，全球前9家仿制农药企业的平均研发费用为5230万美元。

图10:主要仿制农药企业产品数目



数据来源：公司数据

图11:马克西姆-阿甘旗下农药产品上市时间分布



数据来源：公司数据

公司农药工艺研发和创新能力国内领先

公司自成立起，就一直从事专属生产方面业务。即公司在接到国外客户订单后，由公司开发出仿制农药的工艺包，在上虞颖泰或万全力华进行中试后，提供给专属生产商由其生产。因此，公司积累了大量农药工艺开发的人才和经验。在开发上，公司从市场成本的角度规划研究开发工艺，有时甚至完全抛弃国外公开的路线，以实现成本优势。截至2009年底，公司已先后对193个项目开展研究，其中对174个项目实施详细的工艺研究，对19个项目进行工艺改进研究。已经商业化项目71个，正在研究项目105个（其中17个项目已经完成中

试，准备商业化），形成了70多项符合国际国内未来趋势的环保型、无公害、超高效农药高科技产品。

根据我们上文的论述，仿制农药过期的时间越短（上市时间越晚），其获得高盈利的可能性越大。从公司的自主生产产品结构看，公司每年都能够推出新的产品，且近两年推出的均为过期时间不长的农药产品，公司的储备产品中更是包括了烯酰吗啉和啉菌酯这两个刚刚过保护期的产品。从公司主要生产基地-上虞颖泰的农药登记情况看，该公司每年都会有新的农药产品登记，且过保护期时间都不是很长。我们认为公司不断推出新的仿制农药的能力是其与国内传统农药企业最大的区别之一，有助于公司免于陷入到农药行业惯有的价格战中，从而支撑产品的销量及盈利。

表7:公司自主生产农药品种上市时间

开始自主生产时间	产品名称	上市时间
2008	绿草定	1979
2008	毒莠定	1963
2008	氟草烟	1985
2009	异丙甲草胺	1975
2009	双甲脒	1971
2009	乙草胺	1985
2009	三氟羧草醚钠盐	1979
2009	乳氟禾草灵	1984
2009	乙羧氟草醚	1979
2009	毕克草	1975
2010	乙氧氟草醚	1976
2010	氟磺胺草醚	1982
2010	戊唑醇	1988
2011	氟啶胺	1988
	吡草胺	1979
	乙草胺原	1985
储备产品	烯酰吗啉	1992
	丙环唑	1980
	啉菌酯	1997
	噻菌灵	1964

数据来源：公司公告

表8:上虞颖泰登记农药的上市时间

登记时间	农药名称	上市时间
2008	乙氧氟草醚	1976
2008	异丙甲草胺	1975
2008	乙草胺	1985
2008	戊唑醇	1988
2008	乳氟禾草灵	1984
2008	双甲脒	1971
2009	甲哌鎓	1979
2009	甲草胺	1966
2009	氟磺胺草醚	1982
2009	三氟羧草醚	1979
2009	甲霜灵	1977
2009	噻菌灵	1964
2010	环嗪酮	1974
2010	丙环唑	1980
2011	噻菌酯	1997
2011	啶禾糠酯	1985
2011	磺草酮	1990
2011	粉唑醇	1984
2011	吡唑草胺	1979
2011	噻菌环胺	1994

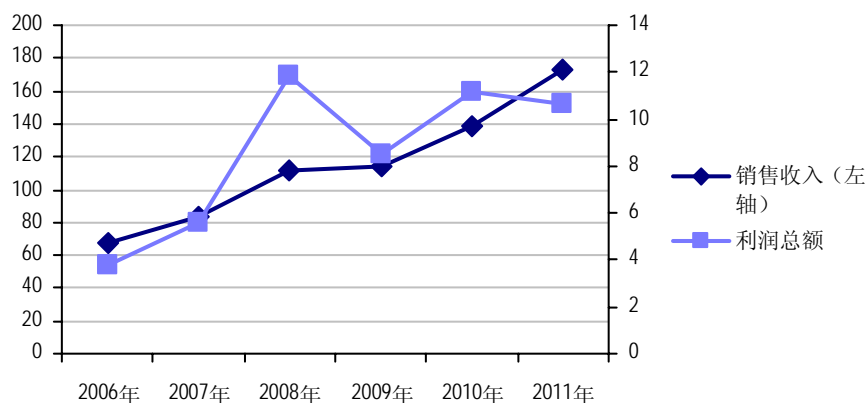
数据来源：公司公告

出口是公司的主要发展方向

全球销售有助于降低农药企业业绩波动性

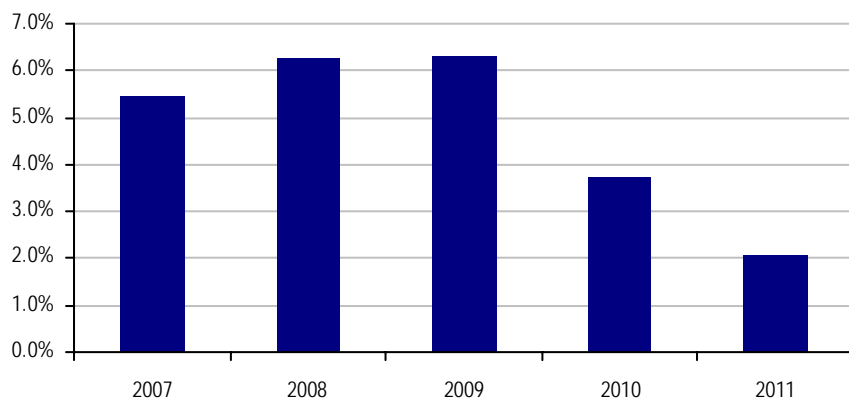
我国是全球农药市场增长速度最快的国家，但由于农药进入门槛较低，行业竞争极度激烈，业内企业的生存状况较差，盈利波动性大。2011年，我国农药销售收入同比增长24.1%，是草甘膦泡沫破灭之后增长最好的一年，但激烈的行业竞争导致行业的净利润率和整体利润出现了下滑，代表行业领先水平的农药上市公司利润率也在下滑。从全球市场看，除中国外，美国，巴西，日本等国家的农药市场规模均大于中国，巴西、加拿大、印度等国家的农药市场增长速度也比较快。此外，美国、巴西等国家由于农业种植集中度较高，从而使得农药行业的企业集中度提升，行业利润得以保证。对于国际仿制农药巨头，由于其面向全球市场（主要是美国，南美和欧洲）进行销售，其盈利得以稳步增长。以和我国身处同样小农经济的印度联合磷化为例，其在印度本国的市场占有率不足20%，却已成为全球第9大仿制农药企业，2008年以来，该公司销售稳定增长，利润率维持不动。借鉴国际经验，我们认为，销售市场全球化是我国农药企业未来发展的出路。

图12:我国农药历年销售收入及利润总额（十亿元）



数据来源：国家统计局

图13:农药上市公司历年营业利润率变化



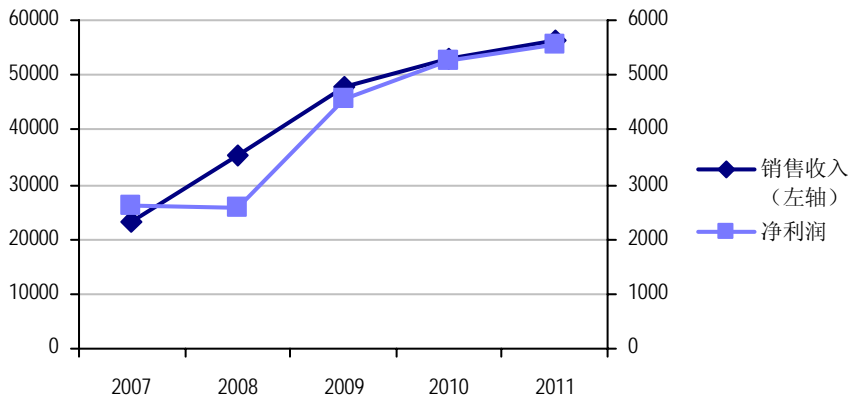
数据来源：wind资讯

表9:全球前十大农药市场销售额（百万美元）

	2004年销售额	2010年销售额	年均增速
美国	6387	6323	-0.2%
巴西	3632	5838	8.2%
日本	3093	3597	2.5%
法国	2362	2447	0.6%
中国	1224	2020	8.7%
德国	1440	1650	2.3%
加拿大	850	1245	6.6%
澳洲	790	1113	5.9%
意大利	857	1106	4.3%
印度	721	1071	6.8%

数据来源：Phillip Mcdougall

图14:联合磷化历年销售收入及净利润（百万卢比）



数据来源: Bloomberg

公司出口壁垒优势明显

公司的农药产品几乎全部用于出口，产品主要销售给大型国际仿制农药企业，2011年上半年，仅马克西姆-阿甘一家就占据了公司销售收入的17.72%，前五家客户在公司销售收入占比为46.23%。根据我们上文的论述，由于大型跨国农药企业实现了农药的全球销售，稳定的收入有助于其每年都提供足够的采购订单。从竞争角度看，对于跨国企业来说，由于其本身制剂的销售毛利较高，对于原药采购更重视产品的质量而非价格，一般会给予供应商一定的利润空间。此外，其对供应商的稳定供货能力，信誉以及环保情况也有一定的要求。相对于国内其它农药企业，公司的竞争壁垒存在于：一，强大的原药开发能力。根据我们上文的论述，相对于国内其他企业仅在一两种技术或产品有所突破的现状，公司的原药开发优势明显，能够为跨国公司提供多种产品，降低其选购成本；二，良好的信誉。公司以董事长为首的管理团队在农药出口市场运作多年，了解海外市场运行经验，并积累了大量的人脉和信誉；三，公司的GLP实验室能够出具全球主要市场认可的GLP检测报告，节约了检测费用和时间。

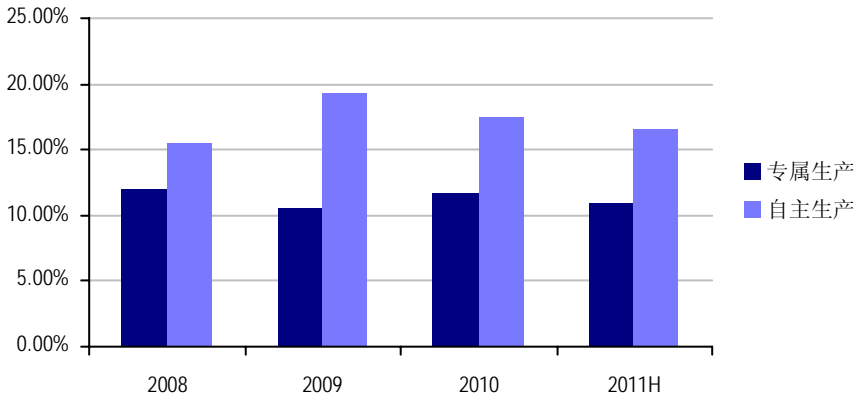
2008年以来，公司的出口订单稳定增长，对主要大客户的销售额仅在2009年（金融危机及草甘膦影响）出现了下滑的情况。从利润角度看，公司的出口优势有助于其规避竞争激烈的传统农药市场，公司的专属生产毛利率（自主生产由于公司每年推出新产品，折旧及生产调试导致毛利率波动性大）基本保持稳定。

表10:公司前五大客户历年销售额（万元）

客户名称	2008	2009	2010	2011H1
马克西姆-阿甘	45369	31846	47000	20250
纽发姆	-	5830	10324	9388
爱利思达	5654	-	6715	10052
阿尔宝公司	-	12184	17218	8398

数据来源: 公司公告

图15:公司历年自主生产及专属生产毛利率

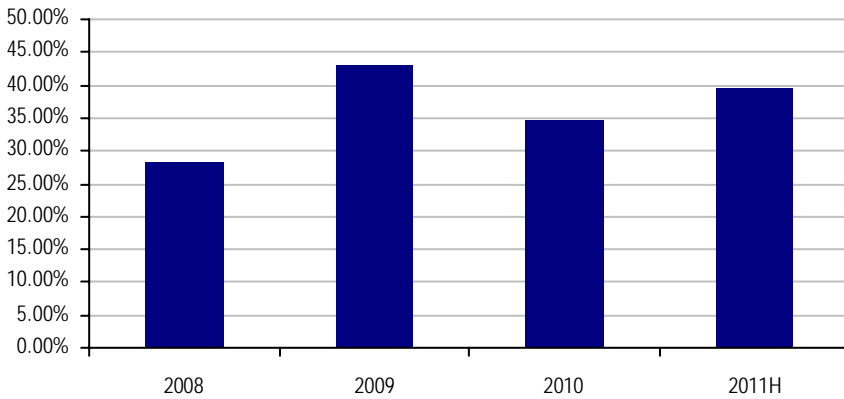


数据来源：公司公告

公司未来自主生产比例有望继续上行

公司的出口产品主要通过自主生产和专属生产两种方式来实现。对于专属生产，由于要预留给代工生产商一定的利润，其毛利率水平低于自主生产。资金和现场管理人员的限制是公司成立初期主要依靠专属生产的主要原因，随着上虞颖泰的加入以及公司近年来的资金积累，提升自主生产比例已成为公司未来几年发展的主要方向。目前，公司的自主生产主要通过上虞颖泰和河北万全两个生产基地实现，销售占比已由2008年的28.3%升至2011年上半年的39.7%。我们认为，公司未来的生产基地发展主要通过新建和收购两种方式实现。

图16:公司历年自主生产销售占比变化



数据来源：公司公告

自建方面，上虞颖泰是公司近年来发展的重点。根据公司增发预案，公司预计2013年上虞颖泰将新增600吨/年嘧菌酯、900/年吨磺草酮/硝磺草酮和3500吨/年农药制剂（62.5%嘧菌环胺+咯菌腈水分散性粒剂、8%二氯吡+烯草酮可分散油悬浮剂）。嘧菌酯和磺草酮都是刚刚过专利保护期的农药产品，国际上目前分别由先正达和陶氏化学生产。2007年，磺草酮在全球除草剂销售额排名第5，嘧菌酯则是全球销量最大的杀菌剂，出口市场空间较为广泛。目前，国内尚没有企业能够大规模的生产这两种产品，市场竞争度不高。我们认为公司

在原药工艺开发方面的优势以及与陶氏、先正达长期的合作关系有助于公司在产能投放后能够及时获得订单，实现较高的收益。

收购方面，除现有两个生产基地外，公司目前又收购了原有的专属生产商-盐城南方化工有限公司，其之前主要为公司提供除草剂噻草酮、咪唑烟酸以及丁噻隆原药。其中咪唑烟酸是第二大咪唑酮类除草剂，目前市场仍处于成长期，2002-2007年全球销售额增速为8.4%，噻草酮在三嗪类除草剂中销售额排名第3。其它登记产品方面，丁醚脲上市于1991年，2002-2007年销售额增速为8.4%，噻嗪酮的增速则达到10.2%，都属于各自子类别杀虫剂中的当家产品。我们认为盐城南方优秀的产品登记结构有助于公司在收购后迅速打开新产品的自主生产市场，其原有的现场管理人员也将补充公司在生产管理方面的短板。目前，盐城南方正在建设1500吨特丁噻草隆、1200吨烯草酮以及800吨硫双灭多威项目，其中特丁噻草隆即丁噻隆，是全球销售额仍有增长的脲类除草剂，由于公司之前就通过专属生产的方式从国外获得订单，该项目的订单获得应较为容易；烯草酮上市于1987年，2007年全球销售额1.8亿，是增长最快的环己酮类除草剂；硫双灭多威则是可以替代大宗农药灭多威的低毒产品。这两个产品由于市场竞争激烈度不高，订单获得也应该较为容易。

未来，我们不排除公司继续寻找并实施新的收购。

表11:盐城南方登记农药上市时间

农药名称	上市时间
丁醚脲	1991
丁噻隆	1974
噻草酮	1971
噻嗪酮	1984
咪唑烟酸	1985

数据来源：中国农药信息网

渠道开发有望成为公司未来的成长点

国际制剂销售盈利能力较强

全球农药产业链可分为研发、生产和销售三个环节，利润呈U形曲线。在研发环节的前6家农药创制企业，通过销售专利产品，获得了较高的利润。在生产环节集中了大量的仿制农药企业，竞争较为激烈，利润率较低。在销售环节，各个国家的农药注册制度和销售渠道构成进入壁垒，盈利较高。由于农药创制需要较强的研发经验积累以及长期的投入，投资回收期较长，目前成长起来的跨国农药企业，如马克西姆-阿甘等，均选择了销售环节作为并购成长的突破口。几家跨国仿制农药巨头的成长方式均为海外并购（股权或购买前6家农药创制企业相关业务，获得并购方的登记产品并利用其成熟的销售渠道，进入目标市场。

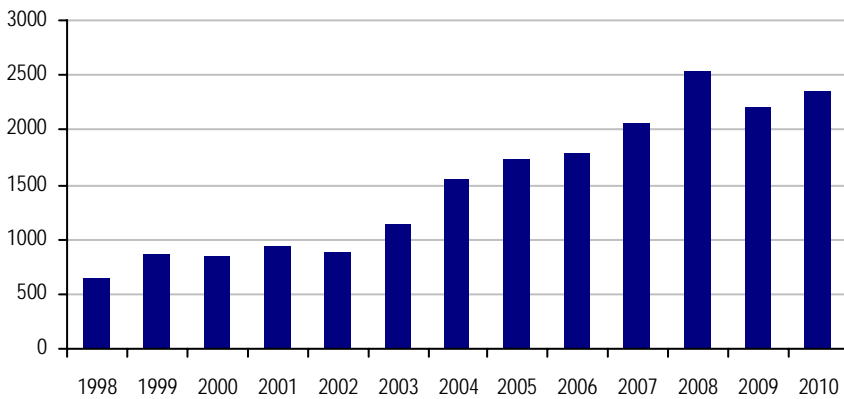
仿制农药巨头发展分析

马克西姆-阿甘

马克西姆-阿甘由两家以色列农化公司-马克西姆（1952）和阿甘（1945）于1998年合并而成，两家公司之前均主要从事以色列国内的仿制农药研发和销售业务。1996年，公司收购了巴西农化公司Herbitecnica和Defenpar部分股权，并

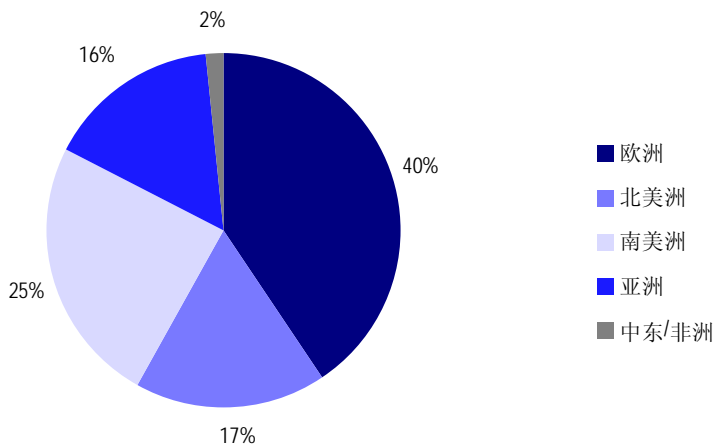
借助其销售渠道进入巴西市场，拉开其全球扩张的序幕。从具体运作上，马克西姆-阿甘主要通过收购当地农化公司以及销售公司的股权，从而借助其渠道打入目标市场。此外，马克西姆-阿甘也采取从创制农药公司手中购买过保护期农药的地区销售权，作为市场扩张的辅助手段。从公司的销售额和并购历程看，公司销售额增速最快的2002-2008年，也是公司并购最为频繁的时点。因此，我们认为，作为一个发源于农化市场极小的国家的公司，以海外渠道并购为手段的全球业务扩张，是马克西姆-阿甘在20年的时间从全球排名第20位的农化公司转化为仅次于前6家创制农药公司的仿制农药巨头的主要原因。目前，公司的销售收入主要来自于欧洲和南美，在以色列，希腊，哥伦比亚，西班牙，德国，波兰，意大利均设有原药生产装置。

图17:马克西姆-阿甘历年销售收入变化（百万美元）



数据来源：公司公告

图18:马克西姆-阿甘2010年各个区域收入分布



数据来源：公司公告

表12: 马克西姆-阿甘并购历程

时间	标的名称	事件	备注
1996	Herbitecnica	收购49%股权	巴西农化公司
	Aragonesas	收购49%股权	西班牙农化公司
	Defenpar	收购83%股权	巴西农化公司
	Magan	成立阿根廷分公司	
1997	Herbitecnica	股权比例升至65.8%	
	Aragonesas	完全控股	
	Defenpar	股权比例升至91%	
1998	Milenia	Herbitecnica与Defenpar合并	
	Proficol	收购45%股权	哥伦比亚农药销售公司
1999	Kasba	成立合资公司, 占60%股权	巴拉圭农药销售公司
2000	Proficol	股权比例升至57.5%	
	Milenia	变为全资子公司	
2001	Aventis	购入杀螨剂四螨嗪、杀菌剂双胍辛盐	
2002	Syngenta	购买氟咯草酮销售权	
	FeinChemie Schwebda	收购全部股权	德国农化公司
2003	Bayer	收购5个杀虫剂欧洲销售权, 以及利谷隆全球销售权	
	Farm Saver	收购全部股权	美国仿制农药公司
	Control Solutions	收购45%股权	美国非农作物用农药公司
2004	Farmoz	收购全部股权	澳大利亚第四大农化公司
	RiceCo	收购50%股权	
	Mabeno	收购49%股权	荷兰农药销售公司
	Biomark	收购70%股权	匈牙利农药销售公司
2005	Bayer	签订吡虫啉供货协议	
	Control Solutions	股权比例升至60%	
	Alligare	收购30%股权	美国农化公司
	子公司	在中国及俄罗斯设立子公司	
	Agrovita	收购75%股权	捷克农药销售公司
2006	Kollant	收购60%股权	意大利农药公司
	Mabeno	股权比例升至55%	
	Biomark	变为完全控股	
	Bayer	购买保棉磷销售权	
	Agroproteccion	收购全部股权	哥伦比亚农化公司
	Agromedio	收购全部股权	哥伦比亚农化公司
2007	Dupont	购买伏草隆北美销售权	
	RiceCo	出售所持有股权	
	Alligare	股权上升至控股	
	Kollant	变为完全控股	
	Chemtura	购买敌草胺美国销售权	

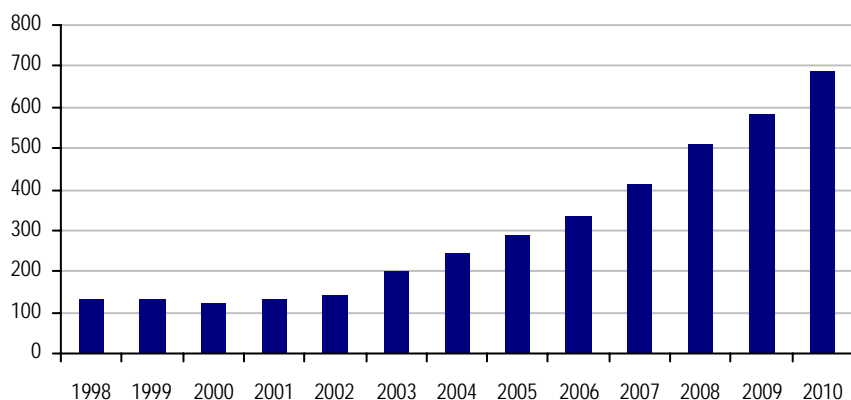
	Rokita Agro	收购90%股权	波兰农化公司
	Magan Yu	收购全部股权	塞尔维亚农药销售公司
2009	Bold Formulators	收购全部股权	美国制剂公司
	Agrovita	变为完全控股	
	Formuchem	购入一种植物生长调节剂销售权	
2010	JK Inc	收购全部股权	韩国农化公司
	Ingenieria Industrial	收购全部股权	墨西哥棉花植保公司
2011	Dupont	购买敌草隆全球销售权	

数据来源：公司公告

联合磷化

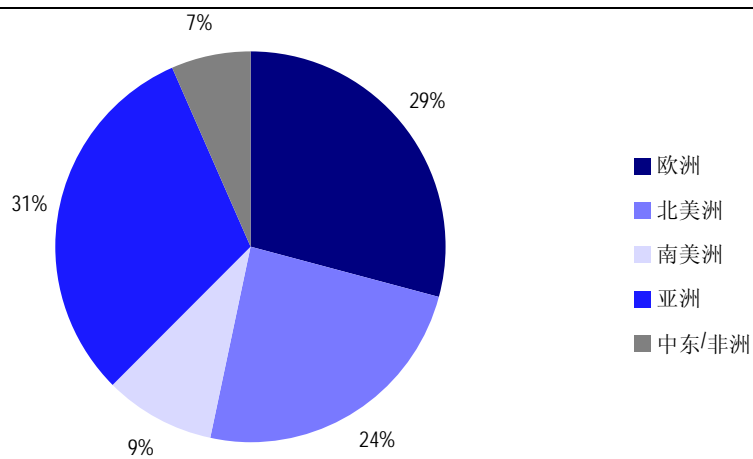
联合磷化成立于1969年，是唯一一家2000年之后发展起来的发展中国家仿制农药巨头。联合磷化进入农药行业时间较晚，公司成立时主要从事磷化工及磷系农药相关的中间体生产，直至1983年，公司才建设了第一条农药原药生产线。1994年起，公司开始通过并购开拓其海外业务。2003-2008年是公司的并购数目和销售额增速最快的时点。2006年，公司收购了仙农公司（Cerexagri），将自己的销售额翻倍，并增加了大量于欧美注册的仿制农药产品、生产线和营销网络，正式成为仿制农药巨头。目前，公司的销售额主要分布于亚洲、欧洲和北美。但是，2011年，公司加大了对南美市场的开拓力度，收购了两家巴西农药企业。从并购方向上看，除了仙农公司的并购，联合磷化同样侧重于全球销售渠道的扩展。此外，联合磷化重视产品目录的扩张，是全球重要仿制农药厂商中旗下仿制农药产品最多的企业。生产基地方面，公司的主要产品均在印度生产，在阿根廷和越南有部分产品生产，通过仙农公司的并购，公司获得了法国和英国的生产线。

图19: 联合磷化历年销售收入变化（百万美元）



数据来源：公司公告

图20: 联合磷化2010年各个区域收入分布



数据来源: 公司公告

表13:联合磷化并购历程

时间	标的名称	事件	备注
1994	MTM Agrochemicals	收购全部股权	英国农药生产商
1995	Shaper Chemicals	收购26%股权	印度农药中间体企业
1997	Zeneca	购买莠氧丙草胺除美国、日本外的销售权	
	Agrodan	收购60%股权	丹麦制剂及经销企业
2003	BASF	购买三氟羧草醚业务	
	Dow	安磺灵除欧盟、瑞士外的经营权	
	Agricola	环草啶、沙草敏在英国、法国和意大利的注册	
2004	CropServe	收购19%股权	业务遍布非洲的区域农药经销企业
	AG Value	收购全部股权	美国农药经销企业
	Cequisa	收购全部股权	西班牙农药注册及经销企业
2005	Shaw Wallace	收购全部股权	印度农药企业
	Reposo	收购全部股权	阿根廷农药企业
2006	Bayer	购买亚砷磷、敌百虫和除草剂黄草灵业务	
	Du Pont	购买苄嘧磺隆除亚太地区外的销售权	
	Dow	购买敌稗全球业务	
	Cerexagri	收购全部股权	主要在欧洲和美国从事杀菌剂和杀虫剂，大型农药企业
2007	Advanta	收购全部股权	种子子公司
	CropServe	完全控股	
	Du Pont	购买杀螨锡和毒菌锡业务	
	Golden Seeds 和 Longreach Plant Breeders	收购全部股权	种子子公司
	Icona	收购全部股权	阿根廷农药企业
2008	Unicorn Vegetable	收购其种子业务	
	Garrison 和Townsend	收购全部股权	种子子公司
	Evo farms Group	收购全部股权	哥伦比亚植保经销企业
	Sankyo Agro	购买异恶唑磷业务	
	Whyte Agrochemicals	购买间氯苯氨甲酸异丙酯业务	
2010	Crosbyton Seed	收购全部股权	种子子公司
	DuPont	收购代森锰锌业务	
	RiceCo	收购全部股权	美国水稻除草剂企业
2011	Sipcam Isagro	收购50%股权	巴西农药企业
	DVA Agro	收购全部股权	巴西农药企业

数据来源：公司公告

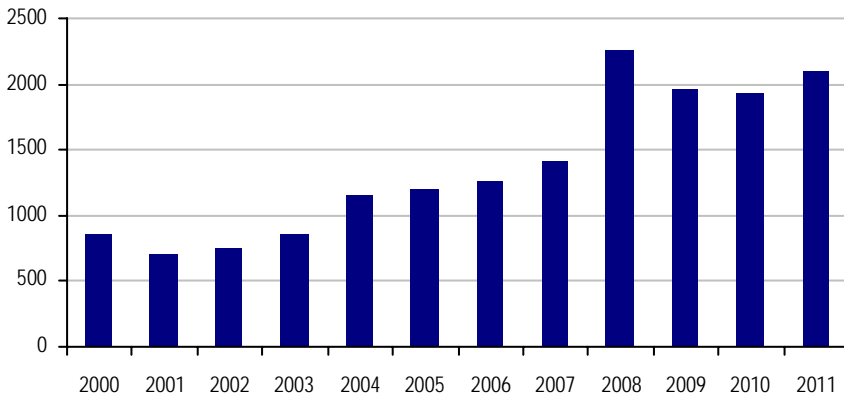
纽发姆

纽发姆成立于1953年，主要从事澳大利亚国内的农药销售。1982年，纽发姆被新西兰农药经销商Fernz收购。自1996年起，Fernz开始以纽发姆原有农药业务为平台，以海外收购等方式发展农药业务，同时逐步出售剥离原有的化肥及其它业务。1999年，Fernz正式更名为纽发姆。并购同样是公司快速发展的主要手段，1992年，纽发姆仅是Fernz的一个事业部，在全球农药销售额排名为30位，经过1994-2008年的不断并购，公司已经成为全球第八大农药企业。

与马克西姆-阿甘和联合磷化不同，纽发姆的产品结构相对单一，公司74.2%的销售收入（2007年曾高达85）依靠除草剂，尤其是苯氧乙酸类除草剂和草甘膦来实现，公司分别是这两种产品的全球第一和第二大生产商。产品的集中使得公司在并购方向选择上，更加重视在原药生产领域的并购，以节约在各个国家原药注册的时间。目前，公司在全球共有包括澳洲（4），印尼，新西兰，马来西亚，印度，美国，加拿大，巴西，哥伦比亚，奥地利，法国，荷兰，西班牙，英国，埃及等18处生产基地。销售渠道方面，除了在巴西收购农药经销商Agripec 49.9%的股权外，公司主要通过整体购买前6家农药创制公司过专利农药的业务线来实现。

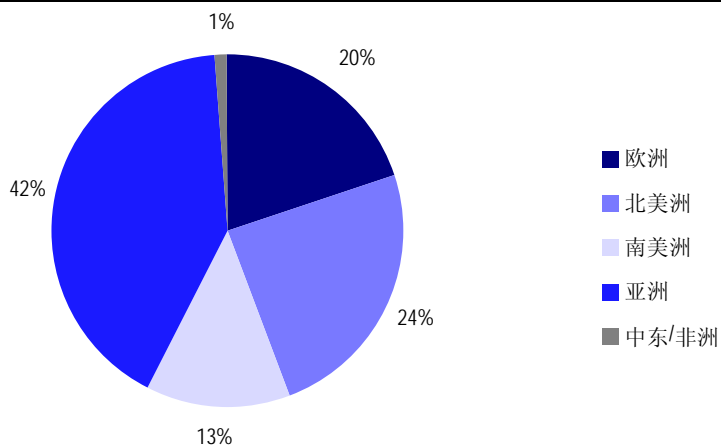
2008年草甘膦除草剂泡沫破灭以后，产品集中对于公司的劣势开始显现，公司的销售和利润增长明显下降。公司开始逐步重视杀菌剂和杀虫剂的开发，同时通过收购进入种子领域。此外，目前住友化学持有公司21.7%的股权，与住友的全面合作也使得公司的杀菌剂和除草剂业务逐渐发展。

图21: 纽发姆历年销售收入变化（百万美元）



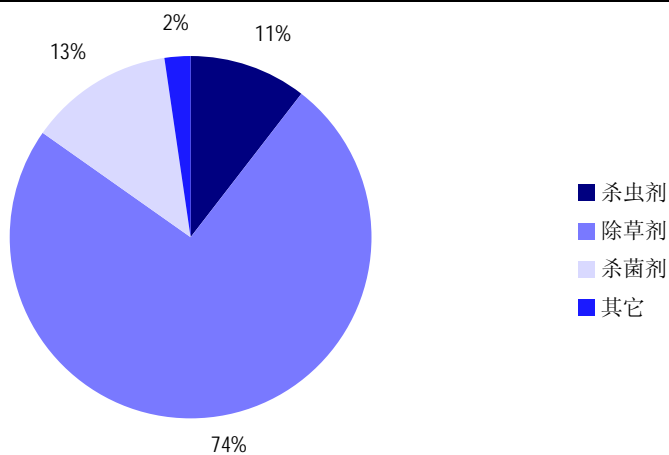
数据来源：公司公告

图22: 纽发姆2010年各个区域收入分布



数据来源: 公司公告

图23: 纽发姆2010年各个产品收入分布



数据来源: 公司公告

表14:纽发姆并购历程

时间	标的名称	事件	备注
1993	Chemspray Pty	收购全部股权	澳大利亚草坪/花园用产品供应商
	Multisida	收购49%股权	印尼草甘膦生产商
1994	Rhone-Poulenc	收购英国的苯氧乙酸类除草剂生产装置	
1995	Garden King Shirleys	收购全部股权	澳大利亚草坪/花园用农药供应商
	Agrolinz-Melamin	收购全部股权	欧洲除草剂生产商
1996	CFPI	收购少量股权	法国农化生产商
	Akzo Nobel	收购其农化业务	业务主要在欧洲
	CFPI	股权上升至85.14%	
1997	Rhone-Poulenc	收购苯氧乙酸类除草剂的北美业务	
	Rhone-Poulenc	成立合资公司, 占25%	在欧洲从事苯喹啉类除草剂业务
1998	CFPI	完全控股	
	Rhone-Poulenc	购买24D全球业务	
1999	Grain Corp和Vicgrain	成立合资公司	
	Riverdale Chemical	收购全部股权	美国制剂公司
	Mastra Corporation	收购40%股权	制剂公司
2000	Florigene	收购90.1%股权	澳大利亚生物技术公司
	Mastra Corporation	股权上升至70%	
2001	Agrol	美国与欧洲的杀菌剂业务	
	Artfern	收购全部股权	制剂厂商
	Excel Industries	收购14%股权	杀虫剂生产商
	Monsanto	在澳大利亚和新西兰的选择性除草剂业务	
2002	Crop Care	收购全部股权	澳洲植保公司
	Nufarm Whyte Agriculture	收购剩余50%股权	合资公司
	Bayer	两种除草剂在比利时和德国的销售权	
2003	Syngenta	麦草畏和氨氟乐灵的美国销售权	
	BASF	苯氧乙酸类除草剂全球业务	
2004	BASF	在澳大利亚所有农药的独家销售权	
	Agripec	收购49.9%股权	巴西农药销售商
	Nugrain	完全控股	
2005	BASF	麦田除草剂咪草酸除欧洲外的销售权	
	Agrogen	收购全部股权	哥伦比亚农化公司
2006	Dovuro Seeds 和Nutrihealth Pty	收购全部股权	澳大利亚种子子公司
	Agrosol	收购全部股权	意大利农化公司
2007	Agripec	完全控股	
	AH Marks Holdings	收购全部股权	英国农化公司, 主营除草剂
2008	Etigra	收购全部股权	美国农药公司
	DuPont	购买棉花生长调节剂业务	
	Lefroy Seeds	收购全部股权	澳大利亚种子子公司

2009	Richardson Seeds 和 MMR Genetics	收购全部股权	种子公司
2010	Criadero	收购全部股权	阿根廷种子公司

数据来源：公司公告

投资巴西 CCAB AGRO S.A.提升公司渠道开发经验

2011年12月7日，公司与巴西CCAB AGRO S.A. 签署投资协议，拟以不超过2000万美元参与CCAB增资，取得7.5%股权。CCAB的年销售额为1.11亿美元，约占巴西农药市场总销售额的1.9%。值得一提的是，CCAB的母公司股东是巴西重要的棉花，大豆，玉米和咖啡生产合作社，农药年消费额占到全巴西的20%。巴西是全球农药消费的重点地区，2010年，巴西国内农药销售额为58.38亿美元，占全球总量的15.2%，是除美国外第二大农药消费国。入股CCAB后，CCAB将把公司及其关联方增加为公司所有产品的资料来源方及配方设计者。一旦公司完成在巴西的农药产品登记，即可通过CCAB的网络销售自主品牌原药产品，其利润率高于目前为跨国农药巨头代工的模式。这种海外拓展市场的路径与纽发姆等公司的拓展方式也基本相同。通过本次参股，公司还可以积累海外渠道并购以及海外渠道开发管理的经验。

看好公司在国际市场仍有成长空间

目前，全球农药总的市场金额为452.1亿美元，而前15家农药公司的总销售额为428.9亿美元，表面上看，留给公司的成长空间并不大。但是，我们认为，一，由于农药的分级销售，跨国公司并未控制到终端销售网络，各个国家仍有较大数量的经销类企业供公司进行渠道扩张和合作；二，对于Bayer, BASF等综合性化工企业，农药业务只是其总体业务的一个分支，近年来，这些公司都倾向于剥离利润率较低的专利过期农药业务，公司可仿照马克西姆-阿甘等仿制农药巨头购买过专利农药销售权的方法，实现产品目录和销售市场的扩张。

GLP 实验室应是公司未来利润增长点之一

自主品牌的农药产品在一个国家销售，必须通过当地的注册。GLP实验室是英文Good Laboratory Practice 的缩写，中文直译为优良实验室规范。GLP实验室就实验室实验研究从计划、实验、监督、记录到实验报告等一系列管理而制定的法规性文件，涉及到实验室工作的所有方面。它主要是针对医药、农药、食品添加剂、化妆品、兽药等进行的安全性评价实验而制定的规范。

随着我国农药出口的发展，国内农药企业更多倾向于直接在海外进行注册，以获取更高的利润。要获得境外登记，就必须提交GLP实验室出具的检测数据。国外的GLP实验室报告出具时间长，费用较高，是我国农药产品海外注册的主要障碍之一。相比之下，国内的GLP实验室在费用（可能是国外的1/2或1/3）和检测时间方面优势较为明显。

目前，我国的GLP实验室数目已经超过了50家，但包括公司在内，目前国内仅有6家能够进行农药领域检测的GLP实验室，其它五家为沈阳化工研究院，国家农药质量监督检验中心，富美实(上海)化学技术咨询有限公司，兴农药业(上海)有限公司检测中心和浙江德恒生化检测科技有限公司。在农药出口方面，要向OECD成员国（主要是美国、欧盟和日韩，巴西也加入了OECD的数据互认系统，这使得OECD包括了全球除中印以外的主要农药市场）出口，必须出具OECD认可的GLP实验室报告。在我国的6家GLP实验室中，公司、沈阳化工研究院，上海富美实以及浙江德恒生化检测科技有限公司这4家获得了

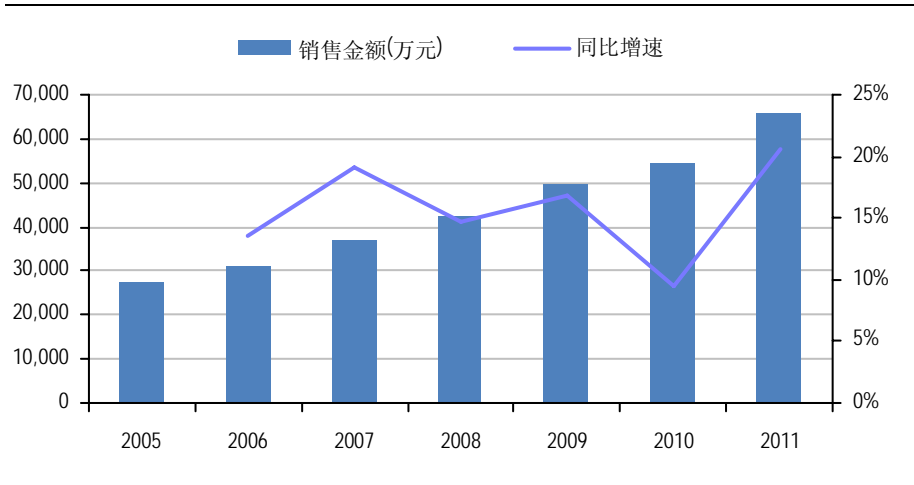
OECD的认可，面对日益增长的国内企业海外登记需求，我们相信公司GLP实验室的市场前景广阔。

目前，公司的GLP实验室所在地为租用，受制于场地等因素，公司目前只能进行五批次分析和理化常数测试。在公司的增发募投项目中，公司将在中关村生命科学园建立自己的GLP实验室和研发中心，公司预计2年建成。未来，公司的测试项目有望增加毒理测试和工业化学品测试（针对于欧盟reach法案）等新的检测服务，我们认为公司与华邦的换股吸并使得GLP实验室有望进入到医药领域的GLP报告，而参股CCAB也是公司有望获得部分CCAB公司相关的GLP测试订单。

公司医药业务稳定增长 皮肤科用药龙头，分享行业成长

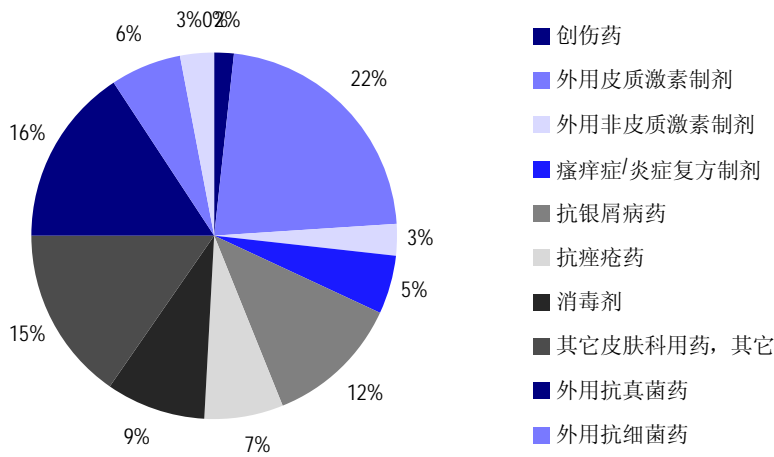
11年重要城市医院用药（22城市）皮肤科用药规模达6.6亿元，同比增长21%。2005-2011年皮肤科用药规模复合增速为16%，该市场稳定增长，这主要是由于皮肤病发病率较为稳定的特点决定的。基于稳定的发病率和未来产品的不断推陈出新，我们认为皮肤科用药市场将保持稳定增长。在皮肤科用药中，外用皮质激素药物占有最大比例，约为22%，其次为外用抗真菌药物和抗银屑药物。

图24: 2011年重要城市医院用药（22城市）皮肤科用药稳定增长



数据来源：PDB

图25: 2011年皮肤科用药中外用皮质激素药物占比最大



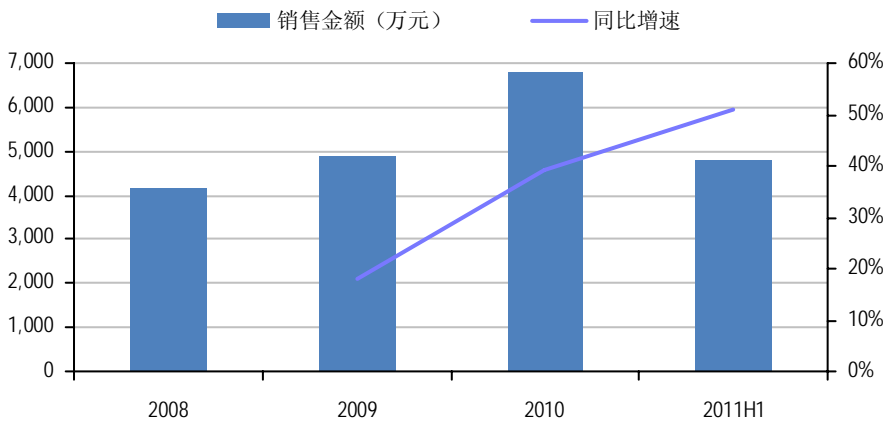
数据来源: PDB

公司制药业务主要以皮肤科用药为主, 近年来平稳增长。11上半年制药业收入 2.85 亿元, 占比总收入 97.6%, 同比增长 15%。公司皮肤用药产品全面, 涵盖了外用皮质激素药物、抗真菌药物和抗银屑病药物等用药规模大的品种, 样本医药数据显示, 2011 年公司成为皮肤科用药领域的第二名, 仅次于香港奥美制药。我们认为公司在皮肤科用药领域积累了品牌及渠道资源, 未来随着新产品的上市, 公司皮肤用药板块将保持稳定增长。

地奈德乳膏是公司最大品种

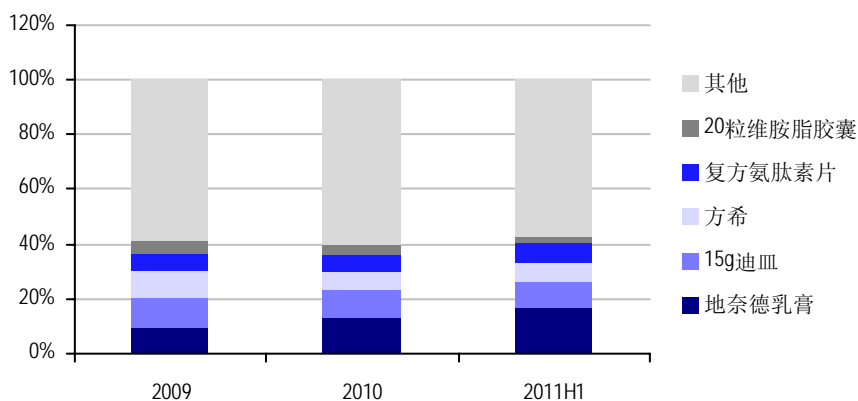
地奈德乳膏为糖皮质激素类药物, 为独家产品, 且为国家医保目录品种。自产品上市以来, 已成为公司增速最快, 规模最大的品种。08-10 年复合增速为 28%, 2011 年上半年收入 4824 万元, 同比增长 51%, 全年收入有望过亿。我们认为地奈德乳膏推出后能够快速放量的原因有三: 一, 相对于维 A 酸类药物, 糖皮质激素类药物作为外用药, 效果更好, 副作用更小; 二, 该药品为独家品种且进入国家医保目录; 三, 适应症更广泛, 成长空间不限于银屑病领域。此外, 我们认为地奈德乳膏是公司最有希望开发为非处方药的产品, 将凭借更好的疗效、更小的副作用和更广泛的适应症, 在 OTC 市场大有作为。

图26: 地奈德乳膏收入高速增长



数据来源: 公司公告

图27: 地奈德乳膏在公司单品种毛利占比中最大

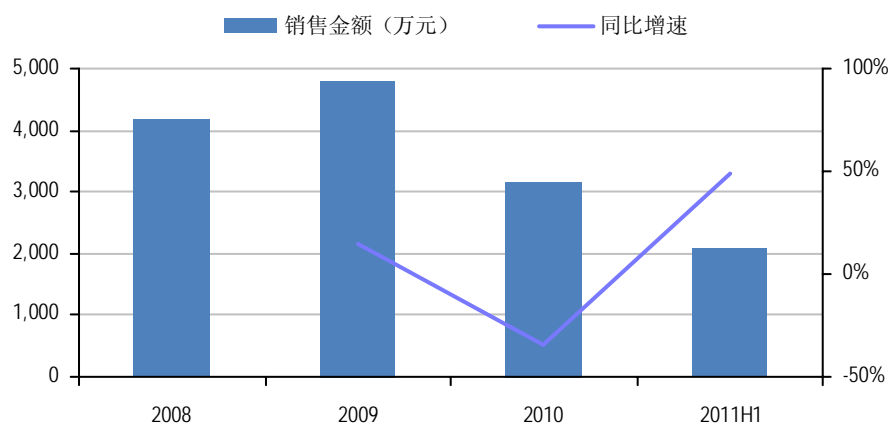


数据来源: 公司公告

方希: 银屑病临床主流用药

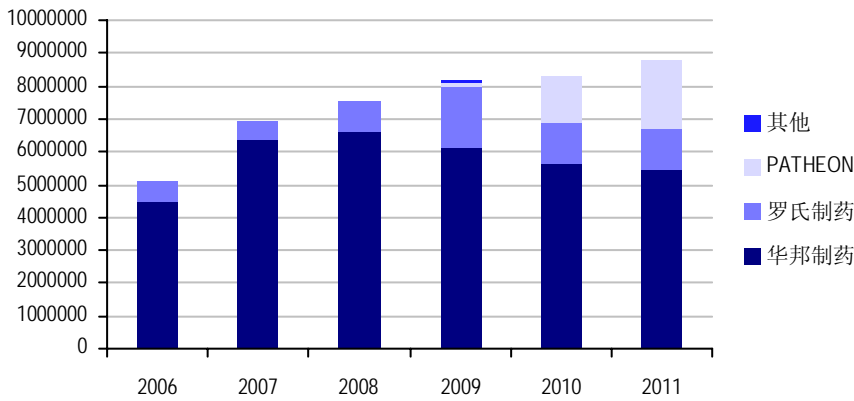
方希(通用名: 阿维A)为公司独家品种, 进入国家医保目录。产品属于第二代维A酸类药物, 是银屑病临床的主流用药。样本医院数据显示, 2011年方希占据62%的市场份额, 优势明显。我们预计未来方希将凭借其独家品种、医保品种两大优势未来收入有望高速增长。

图28: 方希2011年上半年收入同比增速49%



数据来源: 公司公告

图29: 方希为阿维A市场领头羊 (元)



数据来源: PDB

他扎罗汀乳膏发展潜力大

他扎罗汀乳膏为独家产品, 该药品属于第三代维A酸类药物, 适用于治疗寻常性斑块型银屑病和面部痤疮, 其疗效及副作用均优于一代、二代维A酸类药物。我们认为虽然目前该品种规模不大, 11年样本医院销售231万元, 但其作为第三代维A酸类药物外用剂型未来将会对口服剂型及一代、二代维A酸类药物进行替代, 未来发展潜力较大。目前该品种已进入了四省医保目录, 未来有望进入下一版国家医保目录, 增长空间大。

复方氨肽素片有望受益于市场整体扩容

复方氨肽素片主要含氨肽素、氨茶碱和马来酸氯苯那敏用于治疗银屑病。样本医院数据显示, 05-11年复方氨肽素复合增速为9%, 近年来产品增速加快, 2011年复方氨肽素销售407万元, 同比增速达28%。公司占比总体46%的市场份额, 为该市场领头羊, 我们相信未来将受益于市场的整体扩容。

迪皿未来增速有望恢复

迪皿通用名为盐酸左西替利嗪, 为抗过敏药物。样本医院显示10年前, 盐酸左西替利嗪增速持续下滑, 但11年增速大幅反弹, 达64%。公司占据41%的市场份额, 11年迪皿样本医院销售978万, 我们认为公司将受益于盐酸左西替利嗪市场反弹, 未来迪皿增速有望达25%。

拟扩建符合 cGMP 外用制剂生产线及配套工程, 未来产品有望出口规范市场

公司非公开发行的募投项目之一为外用制剂生产线及配套工程的建设。皮肤病用药市场主要以外用药膏为主, 公司加大对外用制剂的投入, 首创开发萘替芬酮康唑乳膏, 国内独家开发地奈德原料及乳膏剂、二丙酸倍他米松原料及乳膏剂新品种。公司产品优势明显, 地奈德乳膏迅速成为公司最大品种。

为提高公司产品竞争力及布局国际化市场, 公司拟扩建符合国际cGMP标准的外用制剂生产线, 届时公司产品将在质量层次上与国内对手拉开距离, 提高品牌影响力, 同时为产品通过美国FDA与欧盟EDQM认证做积极准备, 未来有望打开规范市场。我们相信扩建完成后, 萘替芬酮康唑乳膏, 地奈德乳膏、二丙

酸倍他米松乳膏产能将得到快速扩张，销售收入有望以30%以上的速度增长，将有效加强公司皮肤科用药龙头地位。

竞争分析

行业吸引力评估。公司的医药产品盈利能力强，对新进入者的吸引力较高。农药方面，农药行业的老产品竞争激烈，对于新的过期农药，由于单个产品的市场空间有限，开放成本高，导致行业毛利率较低，吸引力不足。

竞争优势。公司在医药领域的竞争优势主要在于长期积累的市场份额和渠道关系。农药方面，公司的优势在于：一，强大的农药工艺开发能力令公司能够长期推出新的仿制农药品种；二，管理团队在农药出口市场运作多年，了解海外市场运行经验，并积累了大量的人脉和信誉；三，自备获得OECD认证的GLP实验室，海外登记较为便利。

管理层策略。公司的管理层收购颖泰嘉和后，获得的收益包括：一，公司的经营范围扩大，抵御单一行业周期性风险的能力加强；二，获得了颖泰嘉和大批从事精细化工合成工艺研发的专业人才，有利于公司原有医药业务的新产品研发；三，颖泰嘉和的GLP实验室可为公司的医药产品海外注册提供便利。对于颖泰嘉和来说，被华邦制药吸并后，公司获得了目前发展最继续的融资渠道。未来，公司的管理层将致力于同时发展医药和农药业务，医药方面，进一步丰富皮肤病相关药的品种；农药方面，短期是建设自己的生产基地，提高自主生产比例，长期有望在海外发展自己的销售渠道。

图片5: 华邦制药农药业务波特五力分析



数据来源: 瑞银证券估算, Michael Porter

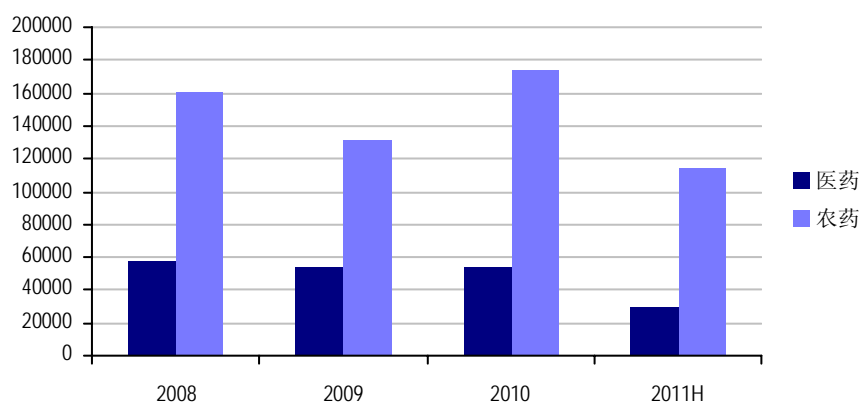
财务状况

公司的医药业务毛利率高, 经营现金流好, 近几年销售费用和管理费用率也处于下降过程。农药方面, 公司目前正在建设自己的生产基地, 我们预计固定资产投资需求较大。公司正在准备在二级市场增发, 以筹集发展所需资金。

公司背景-医药和农药是公司主要的利润来源

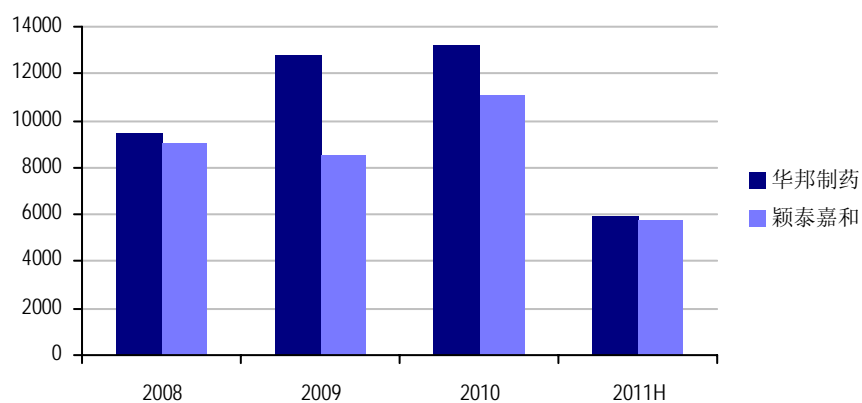
公司业务主要包括上市时的医药业务以及吸并而来的颖泰嘉和的农药业务。其中医药业务主要从事皮肤病相关药品的生产和销售, 是国内最大的皮肤病用药生产厂家。农药业务方面, 公司主要从事农药原药的生产与销售, 与多家国际知名农化企业在产品开发、市场开拓方面建立了战略合作关系, 产品主要外销。此外, 公司的GLP实验室还可以为其他企业提供注册登记服务。2011年上半年, 公司的医药业务和农药业务在合并销售收入的占比分别为20.3%和79.7%, 在净利润的占比分别为50.6%和49.4%。

图30:合并后销售收入结构（万元）



数据来源：公司公告

图31:合并后净利润结构（万元）



数据来源：公司公告

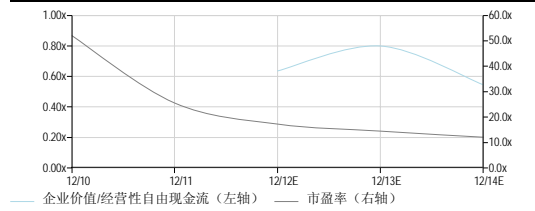
损益表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业收入	575,720	544,521	541,225	638,098	3,837,562	501.4	4,544,725	18.4	5,362,775	18.0
营业费用 (不含折旧)	(453,771)	(399,802)	(396,328)	(394,249)	(3,116,100)	690.4	(3,641,283)	16.9	(4,242,093)	16.5
息税折旧摊销前利润 (UBS)	121,949	144,719	144,897	243,849	721,462	195.9	903,442	25.2	1,120,682	24.0
折旧	(38,019)	(41,803)	(36,614)	(137,602)	(256,167)	86.2	(335,017)	30.8	(432,951)	29.2
营业利润 (息税前利润, UBS)	83,930	102,916	108,283	106,247	465,295	337.9	568,425	22.2	687,730	21.0
其他盈利和联营公司盈利	18,645	42,065	44,604	214,065	35,050	-83.6	43,300	23.5	44,405	2.6
净利息	(15,374)	(7,583)	(3,029)	(14,187)	(37,662)	165.5	(54,913)	45.8	(64,438)	17.3
非正常项目 (税前)	3,210	9,990	1,692	19,718	0	-	0	-	0	-
税前利润	90,411	147,388	151,549	325,842	462,684	42.0	556,812	20.3	667,697	19.9
税项	(12,724)	(18,142)	(16,370)	(17,408)	(69,403)	298.7	(83,522)	20.3	(100,155)	19.9
税后利润	77,687	129,246	135,180	308,434	393,281	27.5	473,290	20.3	567,542	19.9
非正常项目 (税后)	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
少数股东/优先股股息	(1,270)	(1,562)	(3,138)	(3,156)	(14,461)	358.2	(22,004)	52.2	(26,386)	19.9
净利润 (本地会计准则)	76,417	127,684	132,042	305,279	378,820	24.1	451,286	19.1	541,157	19.9
净利润 (UBS)	73,658	118,924	130,533	286,614	378,820	32.2	451,286	19.1	541,157	19.9
税率 (%)	14	12	11	5	15	180.8	15	0.0	15	0.0
不计非正常项目税率 (%)	20	15	14	6	16	152.1	15	-8.3	15	0.0
每股 (Rmb)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
每股收益 (本地会计准则)	0.58	0.97	1.00	1.82	2.26	24.1	2.69	19.1	3.23	19.9
每股收益 (UBS)	0.56	0.90	0.99	1.71	2.26	32.2	2.69	19.1	3.23	19.9
每股股息净值	0.33	0.00	0.00	0.50	0.45	-9.5	0.54	19.1	0.65	19.9
每股现金收益	0.85	1.22	1.27	2.53	3.79	49.7	4.69	23.8	5.82	23.9
每股账面净值	5.77	6.35	7.39	14.29	16.05	12.3	18.29	14.0	20.98	14.7
资产负债表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
有形固定资产净值	415,515	399,027	384,326	657,083	1,401,589	113.3	1,736,288	23.9	2,132,091	22.8
无形固定资产净值	87,010	84,177	121,366	1,105,313	1,092,680	-1.1	1,080,046	-1.2	1,067,413	-1.2
净营运资本 (包括其他资产)	82,783	149,729	158,224	647,946	712,942	10.0	954,118	33.8	1,061,376	11.2
其他负债	(15,855)	(27,689)	(21,345)	(70,390)	(70,390)	0.0	(70,390)	0.0	(70,390)	0.0
运营投入资本	569,453	605,245	642,571	2,339,952	3,136,820	34.1	3,700,063	18.0	4,190,490	13.3
投资	210,299	229,143	376,718	333,040	333,040	0.0	333,040	0.0	333,040	0.0
运用资本总额	779,752	834,388	1,019,289	2,672,992	3,469,860	29.8	4,033,102	16.2	4,523,530	12.2
股东权益	761,149	837,990	975,491	2,393,053	2,688,126	12.3	3,063,649	14.0	3,514,548	14.7
少数股东权益	61,022	59,328	60,282	192,874	207,334	7.5	229,338	10.6	255,724	11.5
总股东权益	822,171	897,318	1,035,773	2,585,926	2,895,461	12.0	3,292,987	13.7	3,770,272	14.5
净债务 / (现金)	(42,419)	(62,930)	(16,484)	87,066	574,399	559.7	740,115	28.9	753,258	1.8
其他视同债务的减值准备	0	0	0	0	0	-	0	-	0	-
运用资本总额	779,752	834,388	1,019,289	2,672,992	3,469,860	29.8	4,033,102	16.2	4,523,530	12.2
现金流量表 (Rmb 百万)	12/08	12/09	12/10	12/11	12/12E	%	12/13E	%	12/14E	%
营业利润 (息税前利润, UBS)	83,930	102,916	108,283	106,247	465,295	337.9	568,425	22.2	687,730	21.0
折旧	38,019	41,803	36,614	137,602	256,167	86.2	335,017	30.8	432,951	29.2
营运资本变动净值	(104,865)	(43,442)	(5,422)	(148,578)	(14,716)	-90.1	(358,442)	2335.7	(121,285)	-66.2
其他 (经营性)	124,772	47,975	(40,238)	71,549	(39,174)	-	197,152	-	39,727	-79.8
经营性现金流 (税前/息前)	141,856	149,252	99,236	166,820	667,572	300.2	742,153	11.2	1,039,124	40.0
收到 / (支付) 利息净值	(15,374)	(7,583)	(3,029)	(14,187)	(37,662)	165.5	(54,913)	45.8	(64,438)	17.3
已付股息	0	0	0	0	(83,747)	8,374,649,900.00	(75,764)	-9.53	(90,257)	19.13
已缴付税项	(12,724)	(18,142)	(16,370)	(17,408)	(69,403)	298.7	(83,522)	20.3	(100,155)	19.9
资本支出	(187,156)	(112,997)	(235,993)	8,434	(915,596)	-	(710,089)	-22.4	(710,089)	0.0
并购/处置净值	17,889	21,241	16,116	14,958	38,550	157.7	47,100	22.2	47,100	0.0
其他	-	52,895	(70,592)	(66,641)	(17,073)	-74.4	(33,617)	96.9	(46,419)	38.1
股份发行	270,899	(7,283)	5,459	0	0	-	0	-	0	-
净债务的现金流 (增加) / 减少	(111,694)	26,889	(248,330)	(138,650)	(437,946)	215.9	(189,948)	-56.6	56,846	-
外汇/非现金项目	-	(6,378)	201,883	35,101	(49,388)	-	24,232	-	(69,989)	-
资产负债表净债务增加/减少	-	20,511	(46,446)	(103,550)	(487,333)	370.6	(165,716)	-66.0	(13,143)	-92.1
核心息税折旧摊销前利润	121,949	144,719	144,897	243,849	721,462	195.9	903,442	25.2	1,120,682	24.0
维护资本支出	(37,431)	(22,599)	(47,199)	1,687	(183,119)	-	(142,018)	-22.4	(142,018)	0.0
维护营运资本净支出	(20,973)	(8,688)	(1,084)	(29,716)	(2,943)	-90.1	(71,688)	2335.7	(24,257)	-66.2
税前经营性自由现金流	63,545	113,431	96,614	215,820	535,400	148.1	689,736	28.8	954,407	38.4

资料来源: 公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。附注: 对于部分公司而言,所提供的数据是公司完整账目的摘录。

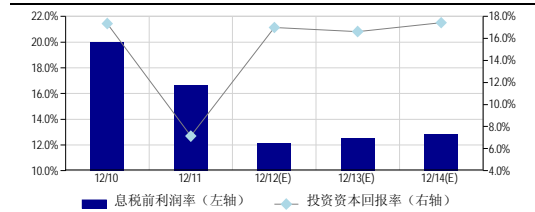
公司概况

华邦制药的业务主要包括医药和农药。其中，医药业务主要从事皮肤病相关药品的生产和销售，是国内最大的皮肤病用药生产厂家。农药方面，公司主要从事农药原药的生产与销售，与多家国际知名农化企业在产品开发、市场开拓方面建立了战略合作关系，产品主要外销。

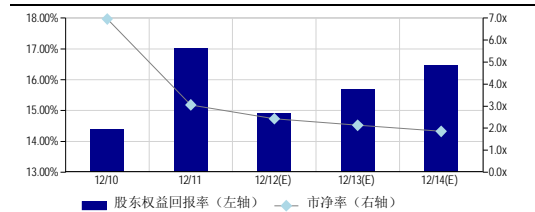
价值（企业价值/经营性自由现金流与市盈率）



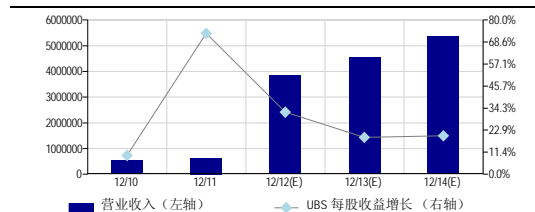
盈利能力



股东权益回报率与市净率



增长（UBS每股收益）



估值 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
市盈率 (本地会计准则)	-	51.4	24.0	17.2	14.4	12.0
市盈率 (UBS)	-	52.0	25.5	17.2	14.4	12.0
股价/每股现金收益	-	40.6	17.3	10.3	8.3	6.7
净股息收益率 (%)	-	0.0	1.1	1.2	1.4	1.7
市净率	-	7.0	3.1	2.4	2.1	1.9
企业价值/营业收入 (核心)	-	NM	NM	0.1	0.1	0.1
企业价值/息税折旧摊销前利润 (核心)	-	-2.4	-0.5	0.5	0.6	0.5
企业价值/息税前利润 (核心)	-	NM	NM	0.7	1.0	0.8
企业价值/经营性自由现金流 (核心)	-	NM	NM	0.6	0.8	0.5
企业价值/运营投入资本	-	NM	NM	0.1	0.2	0.1

企业价值 (Rmb 百万)	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
平均市值	6,786	5,811	6,512	6,512	6,512
+ 少数股东权益	60,282	192,874	207,334	229,338	255,724
+ 平均净债务 (现金)	(31,175)	21,327	459,272	649,220	592,375
+ 养老金义务及其他	0	0	0	0	0
- 非核心资产价值	(376,718)	(333,040)	(333,040)	(333,040)	(333,040)
核心企业价值	(340,824)	(113,028)	340,079	552,031	521,571

增长率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入	-	-0.6	17.9	NM	18.4	18.0
息税折旧摊销前利润 (UBS)	-	0.1	68.3	195.9	25.2	24.0
息税前利润 (UBS)	-	5.2	-1.9	NM	22.2	21.0
每股收益 (UBS)	-	9.8	73.0	32.2	19.1	19.9
每股现金收益	-	4.0	100.0	49.7	23.8	23.9
每股股息净值	-	-	-	-9.5	19.1	19.9
每股账面净值	-	16.4	93.3	12.3	14.0	14.7

利润率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税折旧摊销前利润/营业收入	-	26.8	38.2	18.8	19.9	20.9
息税前利润/营业收入	-	20.0	16.7	12.1	12.5	12.8
净利润 (UBS) /营业收入	-	24.1	44.9	9.9	9.9	10.1

资本回报率 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润的投资资本回报率 (UBS)	-	17.4	7.1	17.0	16.6	17.4
税后投资资本回报率	-	14.9	6.7	14.2	14.1	14.8
净股东权益回报率	-	14.4	17.0	14.9	15.7	16.5

偿付比率	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
息税前利润/净利息	-	NM	22.1	13.4	11.2	11.4
股息保障倍数 (UBS 每股收益)	-	-	3.4	5.0	5.0	5.0
股息支付率 (%，UBS 每股收益)	-	-	29.2	20.0	20.0	20.0
净债务/息税折旧摊销前利润	-	NM	0.4	0.8	0.8	0.7

效益比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
营业收入/运营投入资本	-	0.9	0.4	1.4	1.3	1.4
营业收入/固定资产	-	1.1	0.6	1.8	1.7	1.8
营业收入/净营运资本	-	4.4	2.4	7.7	6.9	6.2

投资比率 (x)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
经营性自由现金流/息税前利润	-	0.9	2.0	1.2	1.2	1.4
资本支出/营业收入 (%)	-	NM	NM	23.9	15.6	13.2
资本支出/折旧	-	6.4	NM	3.6	2.1	1.6

资本结构 (%)	5Yr Avg	12/10	12/11	12/12E	12/13E	12/14E
净债务/总权益	-	(1.7)	3.6	21.4	24.2	21.4
净债务/ (净债务 + 权益)	-	(1.7)	3.5	17.6	19.5	17.6
净债务 (核心) / 企业价值	-	9.1	(18.9)	NM	NM	NM

资料来源：公司报表、UBS估算。(UBS)估值是在扣除商誉、例外项目和其他特殊项目之前的数值。
估值：根据该年度的平均股价得出，(E)：根据2012年04月20日 17时05分的股价 (Rmb38.88) 得出；总市值(E)可能包括预测发售股份或回购股份

陆建巍

分析师
S1460511090002
john-j.lu@ubssecurities.com
+86-213-866 8838

季序我

分析师
S1460511080003
xuwo.ji@ubssecurities.com
+86-213-866 8880

■ 华邦制药

华邦制药的业务主要包括医药和农药。其中，医药业务主要从事皮肤病相关药品的生产和销售，是国内最大的皮肤病用药生产厂家。农药方面，公司主要从事农药原药的生产与销售，与多家国际知名农化企业在产品开发、市场开拓方面建立了战略合作关系，产品主要外销。

■ 风险声明

公司未来面临下行风险包括：全球经济及气候因素导致农作物种植面积下降；油价上涨导致原材料价格大幅上涨；上虞颖泰及盐城南方的项目投产时间低于预期。

■ 分析师声明

每位主要负责编写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此声明：就本报告中所提及的证券或每家发行人，（1）本报告中所表述的任何观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法，并且以独立的方式表述（包括与瑞银相关的部分）；（2）分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无直接或间接的关系。

要求披露

本报告由瑞银证券有限责任公司（瑞银集团的关联机构）编制。瑞银集团（UBS AG）、其子公司、分支机构及关联机构，在此统称为UBS（瑞银）。

关于UBS（瑞银）管理利益冲突以及保持其研究产品独立性的方法、历史业绩表现、以及有关UBS（瑞银）研究报告投资建议的更多披露，请访问：www.ubs.com/disclosures。股价表现图中的数字指的是过去的表现，而过去的表现并不是一个可靠的、可用来预测将来结果的指标。如有需要，可提供更多信息。瑞银证券有限责任公司是经中国证券监督管理委员会批准具有证券投资咨询业务资格的机构。

UBS(瑞银)投资研究：全球股票评级及分布

UBS(瑞银) 12个月评级	评级类别	所占比例 ¹	投行服务覆盖率 ²
买入	买入	51%	34%
中性	持有/中性	40%	35%
卖出	卖出	9%	15%
短期评级	评级类别	所占比例 ³	投行服务覆盖率 ⁴
买入	买入	低于1%	25%
卖出	卖出	低于1%	17%

1：全球范围内，12个月评级类别中此类公司占全部公司的比例

2：12个月评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

3：全球范围内，短期评级类别中此类公司占全部公司的比例

4：短期评级类别中曾经在过去12个月内接受过投资银行（投行）服务的公司占全部公司的比例

来源：UBS(瑞银)。上述评级分布为截止至2012年03月31日。

瑞银投资研究：全球股票评级定义

瑞银12个月评级	定义
买入	股票预期回报超出市场回报预期6%以上
中性	股票预期回报在市场回报预期的±6%的范围内
卖出	股票预期回报低于市场回报预期6%以上
瑞银短期评级	定义
买入	买入：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内上涨
卖出	卖出：由于某一特定的因素或事件，股价预计将在评级公布之时起的三个月内下跌

主要定义

预测股票收益率 (FSR) 指在未来的12个月内，预期价格涨幅加上股息总收益率

市场收益率假设 (MRA) 指一年期当地利率加上5% (假定的并非预测的股票风险溢价)

处于观察期 (UR) : 分析师有可能将股票标记为“处于观察期”，以表示该股票的目标价位/或评级近期可能会发生变化--通常是对可能影响投资卖点或价值的事件做出的反应

短期评级 反映股票的预期近期 (不超过三个月) 表现，而非基本观点或投资卖点的任何变

股票目标价 的投资期限为未来12个月。

例外和特殊案例

英国和欧洲投资基金的评级和定义: 买入: 结构、管理、业绩、折扣等因素积极; 中性: 结构、管理、业绩、折扣等因素中性; 减持: 结构、管理、业绩、折扣等因素消极。

主要评级段例外 (CBE): 投资审查委员会 (IRC) 可能会批准标准区间 (+/-6%) 之例外。IRC所考虑的因素包括股票的波动性及相应公司债务的信贷息差。因此，被视为很高或很低风险的股票可能会获得较高或较低的评级段。当此类例外适用的时候，会在相关研究报告中“公司披露表”中对其进行确认。

对本报告作出贡献的由UBS Securities LLC任何非美国关联公司雇佣的分析师并未在全美证券经纪商协会 (NASD) 和纽约证券交易所 (NYSE) 注册或具备这两家机构所认可的分析师资格，因此不受NASD和NYSE有关与对象公司沟通、在公众场合露面以及分析师账户所持证券交易的规则中述及内容的限制。对本报告作出贡献的每一家关联公司名称以及该关联公司雇佣的分析师姓名见下文。

瑞银证券有限责任公司: 陆建巍; 季序我.

涉及报告中提及的公司的披露

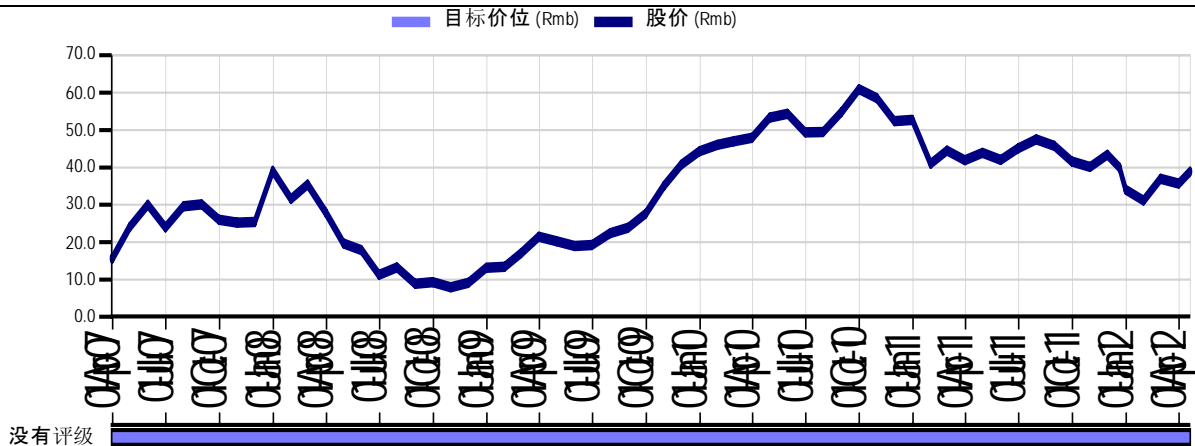
公司名称	路透	12个月评级	短期评级	股价	定价日期及时间
华邦制药	002004.SZ	未予评级	不适用	Rmb38.88	2012年04月20日

资料来源: UBS (瑞银)。所有价格均为当地市场收盘价

本表中的评级是本报告出版之前最新公布的评级，它们可能会晚于股票定价日期。

除非特别指出,请参考这份报告中的"价值与风险"章节。

华邦制药 (Rmb)



资料来源: UBS(瑞银); 截止至2012年4月20日

全球声明

本文件由瑞银证券有限责任公司(瑞银集团的关联机构)编制。瑞银集团(UBS AG)、其子公司、分支机构及关联机构,在此统称为UBS(瑞银)。

本文件仅在法律许可的情况下分发。本文件不面向或供属于存在后述情形之任何地区、州、国家或其他司法管辖区公民、居民或位于其中的任何人或实体使用;在该等司法管辖区中,发表、提供或使用该文件违反法律或监管规定,或者令瑞银须满足任何注册或许可要求。本文件仅为提供信息而发表,既不是广告,也不是购买或出售任何金融工具或参与任何具体交易策略的要约邀请或要约。除了有关瑞银的信息外,瑞银没有对本文件所含信息(“信息”)的准确性、完整性或可靠性做出过任何明示或暗示的声明或保证。本文件无意对文中涉及的证券、市场及发展提供完整的陈述或总结。瑞银不承诺更新信息或使信息保持最新。本文件中所表述的任何观点皆可在不发出通知的情形下做出更改,也可能不同于或与瑞银其他业务集团或部门所表述的观点相反。

本文件所包含的任何投资策略或建议并不构成适合投资者特定情况的投资建议或个人投资建议。市场有风险,投资需谨慎。本文件所述金融工具不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售。期权、衍生产品和期货未必适合所有投资者,并且此类金融工具的交易存在很大风险。住房抵押支持证券和资产支持证券可能有很高的风险,而且可能由于利率变化或其他市场因素而出现巨大的波动。外汇汇率可能对本文件所提及证券或相关工具的价值、价格或收益带来负面影响。有关投资咨询、交易执行或其他方面的问题,客户应联系其当地的销售代表。

任何投资的价值或收益皆有可能下跌和上涨,而投资者有可能无法全额取回已投资的金额。过去的表现并不一定能预示未来的结果。瑞银或其董事、员工或代理人均不对由于使用本文件全部或部分信息而遭致的损失(包括投资损失)或损害负责。

本文件中所述任何价格只作资讯之用并不代表对个别证券或其他金融工具的估值,亦不代表任何交易可以或曾可能在同等价格成交。任何价格并不必然反映瑞银内部簿记和记录或理论上基于模型的估值,以及可能基于的若干假设。基于瑞银或其他任何来源的不同假设可能会产生非常不同的结果。

研究部门仅基于瑞银投行研究部管理层的判断开始撰写、更新或终止对相关证券的研究。本文件所包含的分析基于各种假设,不同假设可能导致分析结果出现重大不同。负责撰写本文件的分析师可能为了收集、使用和解释市场信息而与交易人员、销售人员和其他相关方沟通。瑞银利用信息隔离墙控制瑞银内部一个或多个领域,部门、集团或关联机构之间的信息流动。撰写本文件的分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层(不包括投行部)全权决定。分析师的薪酬不是基于瑞银投行部收入而定,但是分析师的薪酬可能与瑞银投行整体收入有关,其中包括投行部、销售与交易业务。

对于可在某个欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银集团,其关联或下属机构(不包括瑞银证券有限责任公司(美国))担任发行人金融工具的做市商或流动性提供者(按照英国对此类术语的解释)时,此类信息在本研究文件中另行披露,但流动性提供者的活动按照任何其他欧洲国家法律和法规的定义开展时除外。对于可在某个非欧盟监管市场交易的金融工具:瑞银担任做市商时,此类信息在本文件中另行具体披露,但此类活动是在美国按照相关法律和法规的定义开展时除外。瑞银可能发行了价值基于本文件所提及一种或一种以上金融工具的权证。瑞银及其关联机构和它们的产品可能持有本文件所述金融工具或衍生品的多头或空头寸,或作为委托人买卖此类金融工具或衍生品;此类交易或头寸可能与本文件中所表述的观点不一致。

英国和欧洲其他地区:除非在此特别申明,本文件由UBS Limited提供给符合资格的交易对手或专业客户。UBS Limited受金融服务管理局(FSA)监管。**法国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities France S.A.分发。UBS Securities France S.A.受法国金融市场管理局(AMF)监管。如果UBS Securities France S.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Securities France S.A.编制。**德国:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Deutschland AG分发。UBS Deutschland AG受德国联邦金融监管局(BaFin)监管。**西班牙:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Securities España SV, SA分发。UBS Securities España SV, SA受西班牙国家证券市场委员会(CNMV)监管。**土耳其:**由UBS Menkul Degerler AS代表UBS Limited编制。本文件中没有任何信息是为了在土耳其共和国以任何形式发行、推介和销售任何资本市场工具和服务而准备的。因此,本文件不得被视为是向土耳其共和国居民发出的或将要发出的要约。瑞银集团未获得土耳其资本市场委员会(CMB)根据《资本市场法》(法律编号:2499)规定颁发的许可。因此,在未经CMB事先批准的情况下,本文件或任何其它涉及金融工具或服务的发行材料不得用于向土耳其共和国境内的任何人提供任何资本市场服务。但是,根据第32号法令第15(d)(ii)条之规定,对于土耳其共和国居民在海外买卖证券,则没有限制。**波兰:**由UBS Limited (spolka z ograniczona odpowiedzialnoscia) Oddzial w Polsce分发。**俄罗斯:**由UBS Securities CJSC编制并分发。**瑞士:**仅由UBS AG向机构投资者分发。**意大利:**由UBS Limited编制,UBS Limited和UBS Italia Sim S.p.A.分发。UBS Italia Sim S.p.A.受意大利银行和证券交易所监管委员会(CONSOB)监管。如果UBS Italia Sim S.p.A.的分析师参与本文件的编制,本文件也将被视同由UBS Italia Sim S.p.A.编制。**南非:**由JSE的授权用户及授权金融服务提供商UBS South Africa (Pty) Limited分发。**以色列:**UBS Limited及其在以色列之外成立的关联机构未获得《投资顾问法》所规定的许可。本材料仅发放给且/或仅面向《以色列证券法》所定义的“富有经验的投资者”,任何其他人不应依赖本材料或根据本材料采取行动。虽然UBS Limited为其业务活动购买了保险,但这些保险并不不同于《投资顾问法》相关条款所要求的针对投资顾问或投资营销者的保险。**沙特阿拉伯:**本文件由瑞银集团(及其子公司、分支机构或关联机构)分发。瑞银集团是一家上市的股份有限公司,成立于瑞士,注册地址为Aeschenvorstadt 1, CH-4051 Basel and Bahnhofstrasse 45, CH-8001 Zurich。本文件已获UBS Saudi Arabia(瑞银集团子公司)的批准,该公司是瑞银集团在沙特阿拉伯王国设立的一家外资封闭式股份公司,商业注册号1010257812,注册地址Tatweer Towers, P.O. Box 75724, Riyadh 11588, Kingdom of Saudi Arabia。UBS Saudi Arabia获沙特资本市场管理局授权开展证券业务,并接受其监管,业务牌照号08113-37。**美国:**由UBS Securities LLC或UBS AG的分支机构--UBS Financial Services Inc.分发给美国投资者;或由UBS AG未注册为美国经纪人或交易商的业务部门、分支机构或关联机构(“非美国关联机构”)仅分发给美国机构投资者。UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.对通过其发送给美国投资者的、由非美国关联机构编制的文件所含的内容负责。所有美国投资者对本文件所提及及证券的交易必须通过UBS Securities LLC或UBS Financial Services Inc.,而非通过非美国关联机构执行。**加拿大:**由UBS Securities Canada Inc.或瑞银集团另外一家已经注册或被免除注册义务的可以在加拿大开展业务的关联机构分发。UBS Securities Canada Inc.是一家经过注册的加拿大投资经纪商和加拿大投资者保护基金成员。**香港:**由UBS Securities Asia Limited分发。**新加坡:**由UBS Securities Pte. Ltd.(mca (p) 016/11/2011 and Co. Reg. No.: 198500648C)或UBS AG新加坡分行分发。任何由此项分析或文件衍生或有关之事宜,请向UBS Securities Pte Ltd., 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问;或向UBS AG新加坡分行, 一新加坡财务顾问法案(第110章)定义下之豁免财务顾问及依据新加坡银行法(第19章)持照执业,并由新加坡金融管理局监管之批发银行联系。此文件之接收方声明并保证其为依据证券及期货法(第289章)定义下之认可及机构投资者。**日本:**由UBS Securities Japan Co., Ltd. 仅向机构投资者分发。当本文件由UBS Securities Japan Co., Ltd. 编制,则UBS Securities Japan Co., Ltd. 为本文件的作者,出版人及发布者。**澳大利亚:**由UBS AG(澳大利亚金融服务牌照号:231087)和/或UBS Securities Australia Ltd(澳大利亚金融服务牌照号:231098)分发。本文件所含信息在准备过程中并未考虑任何投资者的目标、财务状况或需求,因此投资者在根据相关信息采取行动之前应从其目标、财务状况和需求出发考虑这些信息是否适合。如果本文件所含信息涉及2001年公司法所定义的“零售”客户获得或可能获得某一特定的需要产品披露声明的金融产品,零售客户在决定购买该产品之前应获得并考虑与该产品有关的产品披露声明。**新西兰:**由UBS New Zealand Ltd分发。本文件所载信息和建议仅供了解一般信息之用。即使任何此类信息或建议构成财务建议,它们也并未考虑任何人的具体财务状况或目标。我们建议本文件的接收方向其财务顾问寻求针对其具体情况的建议。**迪拜:**由UBS AG Dubai Branch分发,仅供专业客户使用,不供在阿联酋境内进一步分发。**韩国:**由UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行于韩国分发。本文件可能不时由UBS Securities Pte. Ltd. 首尔分行之关联机构校订或编制。**马来西亚:**本文件获准由UBS Securities Malaysia Sdn. Bhd (25382-x)于马来西亚分发。**印度:** Prepared by UBS Securities India Private Ltd. 2/F, 2 North Avenue, Maker Maxity, Bandra Kurla Complex, Bandra (East), Mumbai (India) 400051. 电话号码: +912261556000 SEBI注册号: NSE 现金交易: INB230951431, NSE 期货与期权: INF230951431; BSE 现金交易: INB010951437。

由UBS Limited编制的本文件中披露的内容应受英国法律监管并依据英国法律解释。

未经瑞银事先书面许可,瑞银明确禁止全部或部分地再分发本文件。瑞银对第三方的该等行为不承担任何责任。图像中可能包含受第三方版权、商标及其它知识产权保护的对象或元素。© UBS 2012版权所有。钥匙标识与UBS都是瑞银注册与未注册的商标。本公司保留所有权利。

