

华邦颖泰 (002004)

买入 (维持)

股权激励解锁条件提升, 利好公司股东

市场数据

报告日期	2013-06-18
收盘价(元)	14.09
总股本(百万股)	568.05
流通股本(百万股)	319.00
总市值(百万元)	8003.86
流通市值(百万元)	4494.71
净资产(百万元)	3627.47
总资产(百万元)	6835.77
每股净资产	6.39

相关报告

《华邦颖泰(002004): 市场开拓进展良好, 农药业务引领盈利增长》2013-04-24

《华邦制药(002004): GLP 实验室新增认证, 技术服务前景广阔》2013-01-14

《华邦制药(002004)深度报告: 农药医药并举, 向优秀国际农化企业稳步迈进》2012-12-10

分析师:

郑方铤

zhengfb@xyzq.com.cn

S0190510120005

研究助理:

孙佳丽

sunjiali@xyzq.com.cn

主要财务指标

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	3877	4510	5482	6100
同比增长	507.6%	16.3%	21.6%	11.3%
净利润(百万元)	332	387	518	664
同比增长	8.9%	16.4%	33.8%	28.2%
毛利率	25.4%	26.9%	28.3%	30.2%
净利润率	8.6%	8.6%	9.4%	10.9%
净资产收益率(%)	12.4%	12.3%	14.2%	15.4%
每股收益(元)	0.59	0.68	0.91	1.17
每股经营现金流(元)	0.45	0.63	1.00	1.36

投资要点

事件:

华邦颖泰公告公司限制性股票激励计划(草案修订稿), 修订后限制性股票解锁的公司业绩条件为: 1) 2013-2015 年公司扣非后净利润较 2012 年基数的增长率分别不低于 20%、40%、70%(修订前为 10%、20%、30%); 2) 2013-2015 年公司营业收入较 2012 年基数的增长率分别不低于 15%、25%、40%(修订前为 10%、20%、30%); 3) 限制性股票锁定期内, 各年度归属于上市公司股东的净利润及归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。此外, 该修订方案中激励人数由原来的 104 人调整至 103 人, 限制性股票的发行数量由原来的 1303 万股调整至 1273 万股(占当前总股本的 2.24%)。该方案尚需华邦颖泰股东大会审议通过。

另外, 公司还公告以 1.5 亿元收购四川明欣药业有限公司 100% 股权。

点评:

- **限制性股票解锁的公司业绩要求提升, 对公司现有股东有利。**相比原方案, 修订方案的限制性股票解锁条件对公司 2013-2015 年的营业收入、扣非后净利润作了更高的要求, 若未来三年限制性股票顺利解锁, 公司扣非后净利润将不低于 2.85、3.32 和 4.04 亿元, 以激励完成后 5.81 亿股总股本计算, 公司 2013-2015 年扣非摊薄后 EPS 将不低于 0.49、0.57 和 0.70 元(修订前为 0.45、0.49 和 0.53 元), 较修订前有较大幅度提高。解锁条件的提高有利于公司管理层和核心员工积极性的更好发挥, 对公司现有股东有利。

请阅读最后一页信息披露和重要声明

敬请参阅最后一页特别声明

目前公司经营情况良好，在维持当前增长势头的情况下，我们预计公司能够顺利达到本方案中限制性股票解锁的业绩条件。

- **股权激励范围广泛，助力公司长期发展。**本次修订方案中的激励范围仍维持较广，激励对象包括了母公司中、高层管理人员以及颖泰、华邦、汉江等各子公司的中层管理人员和核心技术业务人员，共计 103 人。股权激励的实施有利于防止公司核心人才的流失，保持公司在农药、医药领域研究开发、产品工业化和出口渠道上的竞争优势，为公司长期、稳定发展提供有利条件。
- **收购明欣药业，增强医药业务竞争力。**四川明欣药业有限公司在抗结核、皮肤科等领域具有较强的竞争优势，尤其是皮肤抗病毒领域，既与华邦颖泰现有医药业务隶属相同子领域，又能对公司现有产品形成重要补充。公司全资收购四川明欣药业有限公司，有助于丰富其产品线，进一步提升优势子领域的竞争力。明欣药业 2012 年实现营业收入 6318 万元，净利润 921 万元，其核心新产品他克莫司软膏属首仿药物，未来市场空间较大，而国内独家品种的利福布汀胶囊经历早期市场培育，有望迎来较快增长，加之后续通过公司战略整合，协同效应可望逐步发挥，有利于公司业绩增厚。
- **维持“买入”评级。**华邦颖泰是国内领先的农药、医药一体化企业。农药自产供应体系逐步完善、医药新药销售增长及市场的不断开拓，推动中短期的业绩增长。长期看公司与国际农药巨头建立长期合作，海外终端市场初期布局，有助其向国际先进农药企业发展。股权激励的实施有利于公司留住核心人才并充分发挥其积极性，实现长期稳定发展，而收购明欣药业有利于公司医药业务竞争力的增强。我们维持公司 2013-2015 年 EPS 分别为 0.68、0.91 和 1.17 元的预测，维持“买入”的评级。
- **风险提示：**对并购企业的整合进程慢于预期的风险；医药制剂市场拓展速度低于预期的风险。

附表

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	2735	2491	2974	3292
货币资金	765	300	350	400
交易性金融资产	88	0	0	0
应收账款	1005	1116	1357	1510
其他应收款	158	196	238	264
存货	551	625	728	791
非流动资产	3187	3751	4279	4776
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	456	480	480	480
投资性房地产	25	30	35	45
固定资产	980	1492	1927	2326
在建工程	323	362	381	391
油气资产	0	0	0	0
无形资产	395	423	451	479
资产总计	5922	6243	7252	8068
流动负债	2746	2702	3146	3235
短期借款	1304	1034	1228	1222
应付票据	471	527	629	681
应付账款	562	626	747	809
其他	409	514	542	523
非流动负债	219	92	92	92
长期借款	22	22	22	22
其他	197	70	70	70
负债合计	2965	2793	3238	3327
股本	502	568	568	568
资本公积	920	920	920	920
未分配利润	1153	1501	1967	2564
少数股东权益	274	314	362	425
股东权益合计	2957	3449	4015	4742
负债及权益合计	5922	6243	7252	8068

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	371	387	518	664
折旧和摊销	99	102	148	194
资产减值准备	1	-10	10	6
无形资产摊销	14	2	2	2
公允价值变动损失	-82	0	0	0
财务费用	82	57	61	65
投资损失	-34	-30	-35	-40
少数股东损益	38	40	48	63
营运资金的变动	-200	-148	-192	-179
经营活动产生现金流量	258	358	566	771
投资活动产生现金流量	-586	-542	-650	-650
融资活动产生现金流量	243	-281	134	-71
现金净变动	-90	-465	50	50
现金的期初余额	501	765	300	350
现金的期末余额	412	300	350	400

利润表

单位:百万元

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	3877	4510	5482	6100
营业成本	2893	3297	3932	4259
营业税金及附加	13	18	21	23
销售费用	271	352	428	489
管理费用	301	338	395	427
财务费用	88	57	61	65
资产减值损失	1	-10	10	6
公允价值变动	82	0	0	0
投资收益	34	30	35	40
营业利润	426	488	671	871
营业外收入	33	27	20	20
营业外支出	13	7	10	10
利润总额	446	508	681	881
所得税	75	81	116	154
净利润	371	427	566	727
少数股东损益	38	40	48	63
归属母公司净利润	332	387	518	664
EPS(元)	0.59	0.68	0.91	1.17

主要财务比率

会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
成长性				
营业收入增长率	507.7%	16.3%	21.6%	11.3%
营业利润增长率	39.1%	14.6%	37.6%	29.8%
净利润增长率	8.9%	16.4%	33.8%	28.2%
盈利能力				
毛利率	25.4%	26.9%	28.3%	30.2%
净利率	8.6%	8.6%	9.4%	10.9%
ROE	12.4%	12.3%	14.2%	15.4%
偿债能力				
资产负债率	50.1%	44.7%	44.6%	41.2%
流动比率	1.00	0.92	0.95	1.02
速动比率	0.79	0.69	0.71	0.77
营运能力				
资产周转率	76.7%	74.1%	81.2%	79.6%
应收帐款周转率	500.1%	421.4%	438.9%	421.3%
每股资料(元)				
每股收益	0.59	0.68	0.91	1.17
每股经营现金	0.45	0.63	1.00	1.36
每股净资产	4.72	5.52	6.43	7.60
估值比率(倍)				
PE	24.1	20.7	15.5	12.1
PB	3.0	2.6	2.2	1.9

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15%
增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15% 之间
中 性: 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间
减 持: 相对大盘涨幅小于 -5%

机构销售经理联系方式

上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn
盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn	杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn
王 政	021-38565966	wangz@xyq.com.cn			
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
韩吟华	010-66290195	hanyh@xyzq.com.cn	朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn
李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn	肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn
郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元彧	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-82790526	shaojingli@xyzq.com.cn
地址: 深圳市福田区益田路 4068 号卓越时代广场 15 楼 1502-1503 (518048) 传真: 0755-82562090					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
龚学敏	021-38565982	gongxuemin@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们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。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。