

分析师： 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn 执业证书编号： S0490209040220

联系人： 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

定位中高端的非 PVC 软袋输液供应商

报告要点

■ 专注于非 PVC 软袋输液的民营药企

公司是主要从事非 PVC 软袋输液产品的研发、生产和销售的民营企业。华仁世纪集团是公司的控股股东，发行后持有公司 53.03% 的股权，梁福东先生是公司的实际控制人。

■ 定位中高端市场，具备一定优势

公司目前拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，非 PVC 软袋输液年产能达 1 亿袋。公司进入非 PVC 软袋输液行业较早，市场占有率在此细分领域居前。产品定位中高端市场，是目前唯一具备覆盖产品 50mL 到 3000mL 全部规格非 PVC 软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的企业。

■ 积极营销，多种销售模式并用

公司坚持自主销售、商业代理等销售模式并用，积累了 330 余家医院（其中 70 余家三级医院）和近 400 家医药公司等优质客户，在非 PVC 软袋输液市场形成了一定的终端优势。2007-2009 年，公司非 PVC 软袋输液销量增速较快，年均复合增长率达 43.2%。2009 年，非 PVC 软袋输液销量达到 6407 万袋。

■ 给予 30-35 倍估值，建议询价区间在 11.7 元至 13.7 元

预计公司 2010-2012 年 EPS（摊薄后）分别 0.39 元、0.55 元和 0.73 元，按照 2010 年 30-35 倍市盈率，建议询价区间在 11.7 元至 13.7 元。

投资主题

具备一定优势的非 PVC 软袋输液供应商

公司从事非 PVC 软袋输液产品的研发、生产和销售，在中高端大输液领域具有一定优势。目前，公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，年产能达 1 亿袋，市场占有率居非 PVC 软袋大输液行业前列。公司产品涵盖基础性输液、治疗性输液和营养性输液共计 25 个品种、57 个规格。

业绩预测及估值

预计公司 2010-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.55 元和 0.73 元，按照 2010 年 30-35 倍市盈率，建议询价区间在 11.7 元至 13.7 元。

表 1：盈利预测（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
业务收入	289	397	531	701
净利润	60.8	83.8	118.0	155.8
EPS (元/股)	0.284	0.392	0.553	0.729

资料来源：长江证券研究部

风险提示

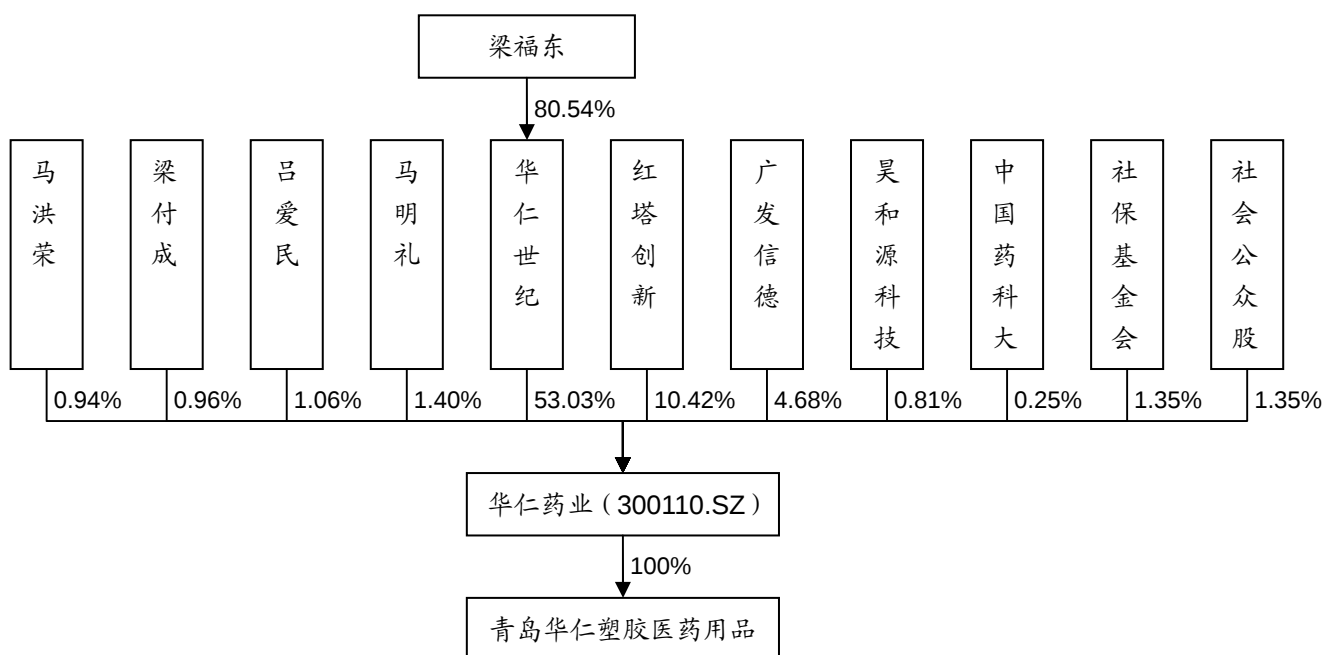
- 主导产品降价的风险：**非 PVC 软袋输液是公司的主导产品，随着医改的不断推进，产品具有降价的风险；
- 募投项目实施的风险：**公司部分募集资金投向非 PVC 膜材的生产，而公司之前没有相关经验，存在一定的风险；
- 大输液行业竞争加剧的风险：**大输液行业整合正在进行，竞争必将更加激烈，公司面临行业竞争加剧的风险。

公司背景

公司前身青岛华仁药业有限公司成立于 1998 年 5 月，2001 年 8 月整体变更为股份公司。主要从事非 PVC 软袋输液产品的研发、生产和销售。

公司首次公开发行 5360 万股，在创业板上市，发行后总股本 21360 万股。华仁世纪集团持有 53.03% 的股权，是公司的控股股东。梁福东先生持有华仁世纪 80.54% 的股权，是公司的实际控制人。

图 1：发行后，股权结构图



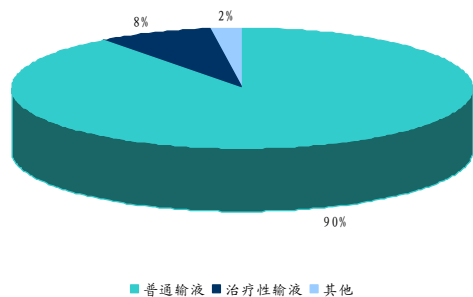
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

目前，公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，年产能 1 亿袋非 PVC 软袋输液；全资子公司华仁塑胶具备年产 8000 万套连接口管盖（SPC）的生产能力，可配套 4000 万袋非 PVC 软袋大输液。公司较早进入非 PVC 软袋大输液领域，具有一定的先发优势。

公司主导产品是非 PVC 软袋输液，全部是双管双阀型，即加药口和输液口分开、专口专用。

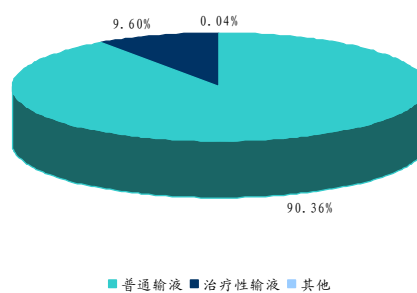
基础性输液产品是公司的主要收入来源，收入占比达 90%，毛利占比也在 90%以上。

图 2：公司收入构成（2010H）



资料来源：Wind，长江证券研究部

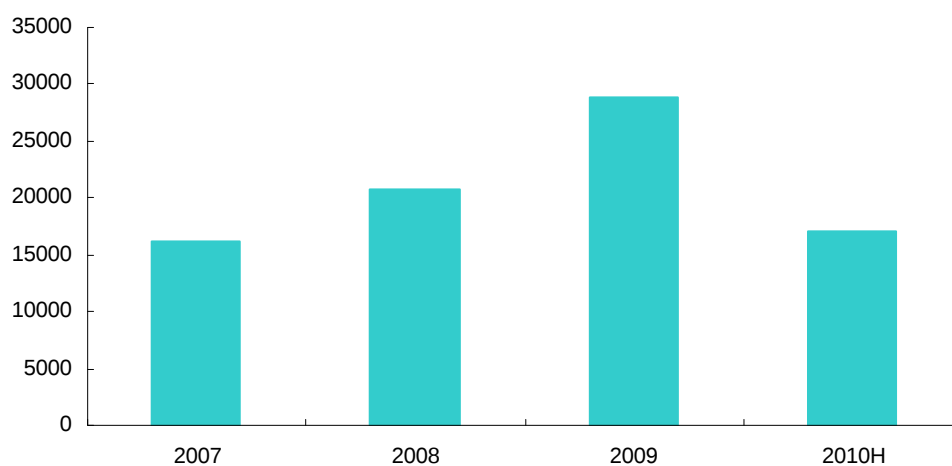
图 3：公司毛利构成（2010H）



资料来源：Wind，长江证券研究部

2007-2009 年，公司主营收入增长较快，年均复合增长率达 33.8%。2010 年上半年，实现主营收入 1.7 亿元，保持了良好的增长势头。

图 4：2007-2010H 主营收入较快增长



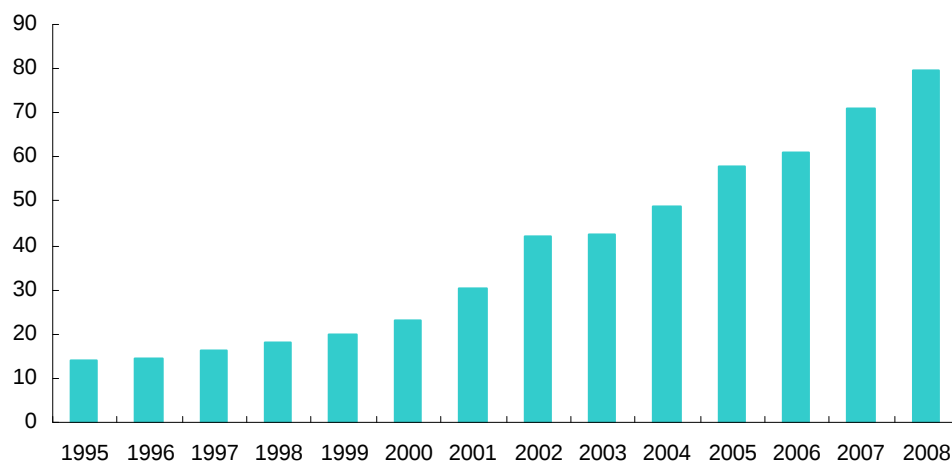
资料来源：Wind，长江证券研究部

公司经营分析

大输液市场规模不断扩大，产品结构呈现变化

1995-2008 年，国内大输液市场规模不断扩大。2008 年，全国销售量已达到 79.7 亿瓶（袋）。

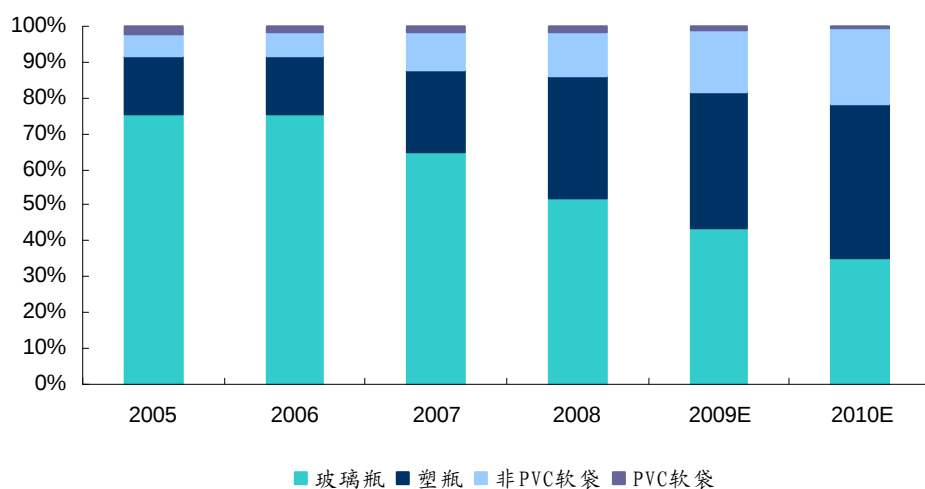
图 5：国内大输液市场规模不断扩大



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2005-2008 年，不同包装输液产品销售量比重显示，产品软塑化趋势明显，预计这一趋势仍将延续。

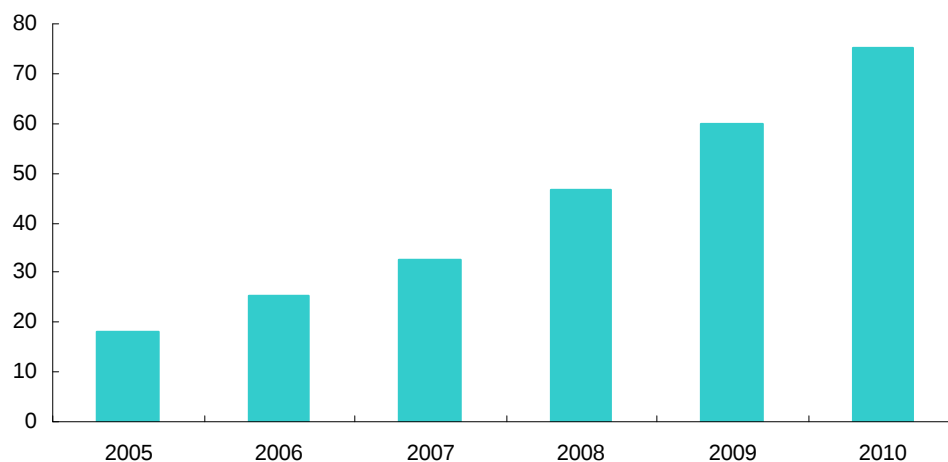
图 6：不同包装输液产品历年销售量（单位：亿瓶/袋）



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

2005-2010 年，非 PVC 软袋大输液市场增速更快，年复合增长率达到 31.19%，估计 2010 年销售额将达到 75 亿元。

图 7：2005-2010 年非 PVC 软袋大输液销售额



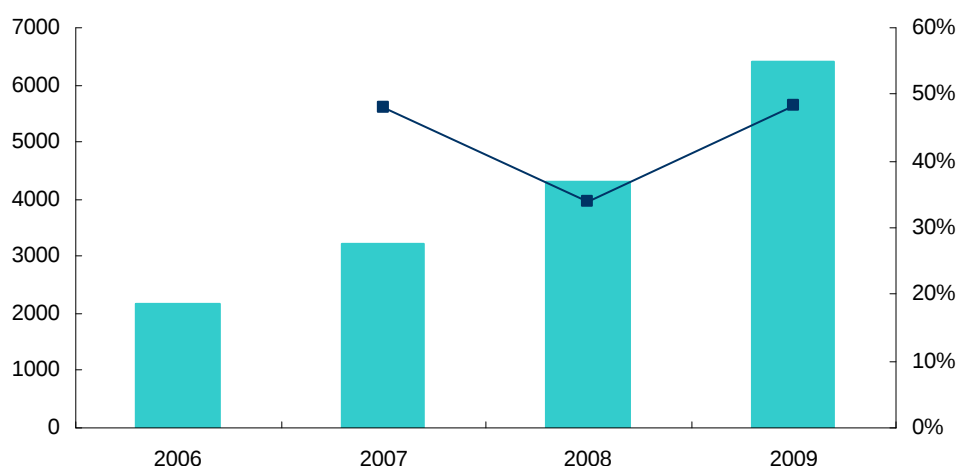
资料来源：招股说明书，长江证券研究部

非 PVC 软袋输液的领先者

公司较早进入非 PVC 软袋输液领域，1998 年，华仁有限斥资 2.3 亿元从德国引进了三条非 PVC 软袋输液生产线，是同期国内非 PVC 软袋输液行业规模最大的企业之一。2001 年 11 月，通过国家 GMP 认证，2002 年 5 月，产品上市。

双管双阀的非 PVC 软袋是公司的主导产品，2007-2009 年销量保持较高的增长速度，年均复合增长率为 43.2%。2009 年，非 PVC 软袋销量达到 6407 万袋。

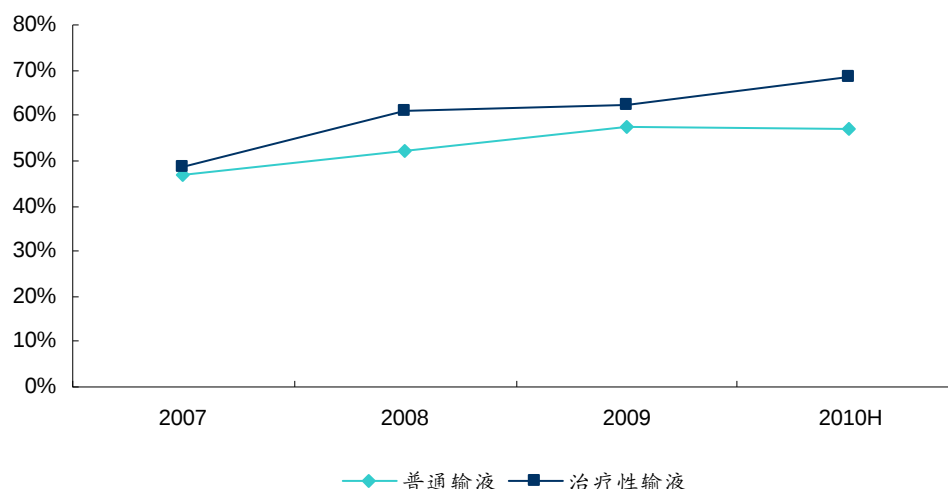
图 8：2007-2009 年公司非 PVC 软袋输液销量



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

由于公司主要产品定位在中高端市场，2007-2010 年，主要产品的毛利率一直保持了较高水平。2007 年，公司成立了治疗性输液的专业推广团队，使治疗性输液收入大幅增长。近年来，公司抓住“单双管阀、无菌包装软袋输液招标时可分别确定零售价”的机遇，在各地的招投标取得了良好的效果，形成了一定的竞争优势。

图 9：2007-2010 年公司主要产品毛利率情况



资料来源：招股说明书，长江证券研究部

在研产品拓展成长空间

公司在研产品围绕输液展开，集中在高附加值的输液产品上，一些已处于开发后期。若能顺利开发成功，将能拓展公司未来的成长空间。

表 2：公司在研项目

项目名称	研发目标	进展情况
强化性营养支持疗法用脂肪乳中试研究	获得国家药监局生产批件	处于产品试制阶段，已上报 SFDA 申请生产批件
代血浆制剂产品的研制	开发出一种可供临床使用的血容量扩充剂	处于产品设计阶段，已完成处方筛选，准备进行工艺优化试验
多器官移植用器官保存液的开发	研制出一种具有自主知识产权的新型高效多器官保存液	临床研究阶段
手术用冲洗液	开发可供手术过程中使用的冲洗品种	产品试制阶段
透析冲洗用生理氯化钠溶液	开发可供透析及手术使用的冲洗产品	产品试制阶段

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

募投项目扩大产能，并向上游拓展

公司募集资金投向非 PVC 软袋大输液项目，总投资 3.36 亿元。募投项目除扩大产能外，将自产部分输液包材，向上游拓展，进一步控制成本，减轻经营压力。

非 PVC 软包装三期项目将增加非 PVC 软袋输液产能 5500 万袋，其中包括基础性输液 5000 万袋、血液滤过置换液 500 万袋。目前，公司产能利用处于饱和状态，募投项目达产后，将有助于提高公司的市场竞争力。

SPC 组合盖项目采用公司自主专利技术，项目顺利实施后，能够有效降低非 PVC 软袋输液产品成本，提高抗风险能力。

表 3: 募投项目情况

项目名称	建设期	投资额 (万元)
非 PVC 软包装三期项目	18 个月	22153
SPC 组合盖项目	12 个月	6203
非 PVC 输液包装膜材项目	18 个月	5255

资料来源：招股说明书，长江证券研究部

盈利预测

核心假设

- 1、新产能释放符合预期，新产品顺利上市；
- 2、主要产品毛利率基本稳定。

表 4: 分产品销售假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
普通输液	14311.04	18284.62	26422.01	36990.81	49937.60	66417.01
增长率		27.77%	44.50%	40.00%	35.00%	33.00%
毛利率	46.63%	52.24%	57.43%	55.00%	55.00%	55.00%
治疗性输液	1070.48	2241.36	2050.5	2153.03	2368.33	2605.16
增长率		109.38%	-8.52%	5.00%	10.00%	10.00%
毛利率	48.71%	60.92%	62.46%	68.00%	67.00%	66.00%
其他	732.62	231.32	382.16	573.24	802.536	1083.4236
增长率		-68.43%	65.21%	50%	40%	35%
毛利率	21.07%	36.51%	2.28%	1.00%	1.00%	
总计	16114.14	20757.30	28854.67	39717.08	53108.46	70105.59
增长率		28.81%	39.01%	37.65%	33.72%	32.00%
综合毛利率	45.61%	53.00%	57.06%	54.93%	54.72%	54.56%

资料来源：长江证券研究部

根据上述假设，预计 2010-2012 年，公司主营业务收入增速分别为 37.65%、33.72%和 32.00%，综合毛利率分别为 54.93%、54.72%和 54.56%。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2009A	2010E	2011E	2012E		2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	397	531	701	货币资金	28	614	692	942
营业成本	124	179	240	319	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	165	218	291	382	应收账款	140	193	257	340
% 营业收入	57.1%	54.9%	54.7%	54.6%	存货	48	70	94	124
营业税金及附加	2	3	4	5	预付账款	44	62	83	110
% 营业收入	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	其他流动资产	0	0	0	0
销售费用	55	75	101	133	流动资产合计	272	954	1147	1543
% 营业收入	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	17	24	32	43	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	12	7	1	0	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	4.3%	1.7%	0.2%	0.1%	固定资产合计	370	417	450	353
资产减值损失	3	3	4	5	无形资产	17	16	15	15
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	1	1	1	1
营业利润	75	105	148	196	其他非流动资产	-24	-24	-24	-24
% 营业收入	25.9%	26.5%	28.0%	28.0%	资产总计	636	1363	1589	1887
营业外收支	2	0	0	0	短期贷款	210	0	0	0
利润总额	76	105	148	196	应付款项	19	28	37	50
% 营业收入	26.5%	26.5%	28.0%	28.0%	预收账款	1	2	2	3
所得税费用	16	22	30	40	应付职工薪酬	2	3	4	5
净利润	61	84	118	156	应交税费	10	5	7	9
归属于母公司所有者					其他流动负债	20	28	38	50
的净利润	60.8	83.8	118.0	155.8	流动负债合计	262	66	88	117
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	60	60	60	60
EPS (元/股)	0.28	0.39	0.55	0.73	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2009A	2010E	2011E	2012E	其他非流动负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	39	87	119	143	负债合计	322	126	148	177
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	314	1028	1129	1261
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	0	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0	股东权益	314	1028	1129	1261
固定资产投资	-97	-123	-125	-7	负债及股东权益	636	1154	1277	1438
其他	1	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-97	-123	-125	-7		2009A	2010E	2011E	2012E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.284	0.392	0.553	0.729
股权融资	32	643	0	0	BVPS	1.96	6.43	7.05	7.88
银行贷款增加 (减少)	21	-210	0	0	PE	42.18	30.58	21.72	16.45
筹资成本	16	-19	-19	-24	PEG	1.14	0.83	0.59	0.45
其他	-32	0	0	0	PB	6.12	1.87	1.70	1.52
筹资活动现金流净额	37	414	-19	-24	EV/EBITDA	26.34	10.58	7.97	5.59
现金净流量	-21	377	-24	112	ROE	19.4%	8.2%	10.5%	12.4%

分析师介绍

严鹏，华中科技大学财务管理硕士/生物技术学士，研究领域为生物制药、化学制剂和原料药

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话	E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561 wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区总经理	(8621) 68751916	13701696936 ganlu@cjsc.com.cn
王 磊	华东区总经理助理	(8621) 68751003	13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区副总经理	(8621) 68751863	13817196202 julei@cjsc.com.cn
程 杨	华北区总经理助理	(8621) 68753198	13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn
李劲雪	上海私募总经理	(8621) 68751926	13818973382 lijx@cjsc.com.cn
张 晖	深圳私募总经理	(0755) 82766999	13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn
沈方伟	深圳私募总经理助理	(0755) 82750396	15818552093 shenfw@cjsc.com.cn

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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 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沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%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% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。