

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国栋

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: cgd2854@xcsc.com

叶侃

Tel: 021-68634510-8721

E-Mail: yk2880@xcsc.com

王师

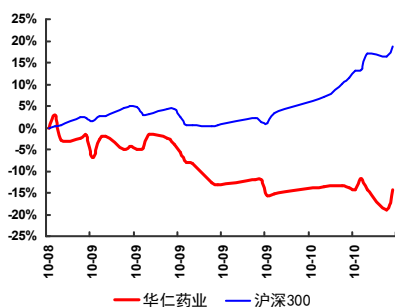
Tel: 021-68634510-8228

E-Mail: ws2978@xcsc.com

基础数据：

收盘价：	18.60 元
流通 A 股市值：	7.98 亿元
沪深 300 指数：	3375.67
合理价值区间：	17.15-18.62 元

近期股价与大盘走势：



华仁药业发布 2010 年三季报，归属股东的净利润为 5125.7 万元，同比增长 8.66%，实现每股收益 0.24 元。

投资要点：

- 第三季度增速放缓，利润下滑：**3 季度公司产品销量微幅上升 3.28%，由于销售均价下调，部分地区招标进度晚于预期，导致产品销售额下滑 1.98%。贷款利息资本化和研发投入增加，使得财务费用和管理费用分别大幅上升 62.68%、41.52%，吞噬部分营业利润。未来随着募集资金到位，会缓解公司财务负担。
- 定位高端输液市场，受益包材结构升级：**公司生产的大输液产品均为双管双阀非 PVC 软袋，产品定位相对较为高端。大输液产品包材结构正面临重大调整，玻璃瓶逐渐被淘汰，由于能降低二次污染几率，用药安全性高，软袋比例在未来几年将会得到迅速提高。国内部分地区软袋使用率较低，河南等地去年仍然使用塑瓶，因此软袋市场发展空间广阔。双管双阀软袋在招标时单独定价，生产厂家较少，从而增加产品中标几率。相对于普通软袋，双管双阀软袋使用时，由于加药口和输液口相互分离，可以避免交叉污染。
- 因地制宜，采取自主营销和商业代理两种模式：**公司考虑各地的商业环境，浙江、广东地区采取商业代理模式，且有自己销售队伍，对终端进行维护。山东、北京、上海地区采取自主营销。山东省内销售增速较慢，未来增长主要来自于基层大输液市场扩容。
- 募集资金用于上游膜材、连接口管盖自产，产品成本有望降低：**SPC 组合盖是下属华仁塑胶专门给公司软袋产品配套，未来 2 个管盖生产成本不超过 0.3 元。膜材成本占比达到 20%，公司计划自己生产软袋膜材，单袋成本将降低约 30%。成本降低能换来产品价格下调，有利于双管双阀加速取代其他输液品种。
- 肾科液制剂业务有望成为公司下一个利润增长点：**今年已拿到血液置换液的生产批文，全年销量有望达到 50-60 万袋，该类产品毛利率为 80% 以上。相对血液透析，血液置换的效果更佳，患者耐受性更好。目前医院使用的血液滤过置换液是由内部配制，容易产生质量问题。腹膜透析液也有望在今年底明年年初获准生产，并且公司在年初就组建学术营销团队。百特透析液销售额达到 8-9 亿元，有一定市场容量供企业发展。百特销售的是 PVC 产品，而公司产品为非 PVC 包材结构，上市后的定价预计会略低于百特同类产品。器官保护液是另一类重点开发新产品，该项目与交大进行合作，替换国外同类产品。

投资建议：

我们预测华仁药业 2010 年、2011 年、2012 年 EPS 分别为 0.34 元、0.49 元、0.74 元。公司专注于生产双管双阀非 PVC 软袋，明显受益于大输液包材结构升级，生产成本有逐渐降低的趋势。我们首次给予公司“增持”评级。

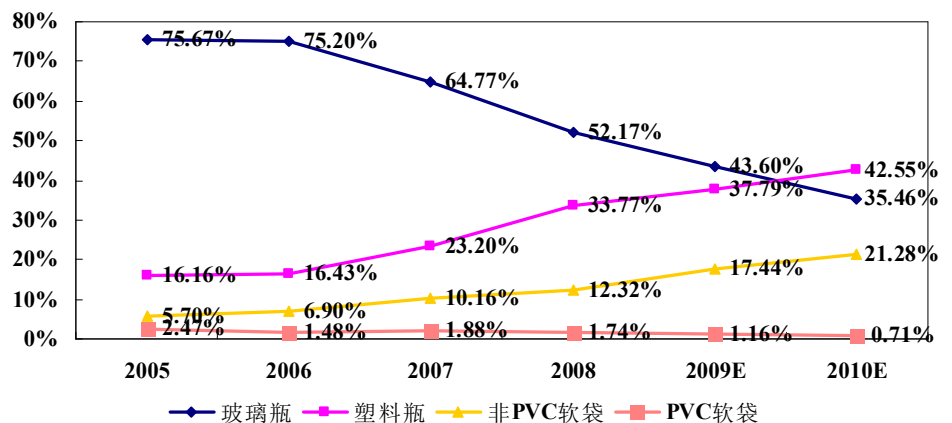
风险因素：新产品投放市场时间晚于预期

盈利预测

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入（百万元）	207.57	288.55	348.18	423.60	486.46
增长率	28.81%	39.01%	20.67%	21.66%	14.84%
净利润（百万元）	46.43	60.77	71.64	105.46	157.09
增长率	22.37%	30.89%	17.89%	47.21%	48.96%
摊薄后每股收益（元）	0.22	0.28	0.34	0.49	0.74

大输液市场处于包材结构调整期，玻璃瓶输液所占比例逐年下滑，从 05 年的 75.67%下降至 08 年的 52.17%，未来还有继续被淘汰的趋势。而非 PVC 软袋所占比重持续增加至 08 年的 12.32%。

图 1、2005 年-2010 年各类输液包材市场份额



数据来源：招股说明书、湘财证券研究所

注：2008 年后是预测值

三张表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	272	874	1013	1190	营业收入	289	348	424	486
现金	28	663	707	881	营业成本	124	159	191	176
应收账款	132	116	186	193	营业税金及附加	2	3	4	5
其他应收款	8	5	8	8	营业费用	55	62	75	86
预付账款	44	51	65	58	管理费用	17	28	34	40
存货	48	25	31	33	财务费用	12	10	-7	-10
其他流动资产	12	14	17	17	资产减值损失	3	2	2	2
非流动资产	364	341	318	296	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	投资净收益	0	0	0	0
固定资产	340	320	299	277	营业利润	75	84	125	187
无形资产	17	17	17	17	营业外收入	3	2	2	2
其他非流动资产	7	4	3	2	营业外支出	1	0	0	1
资产总计	636	1215	1332	1486	利润总额	76	86	127	189
流动负债	262	57	69	65	所得税	16	15	22	32
短期借款	190	0	0	0	净利润	61	72	105	157
应付账款	19	37	44	41	少数股东损益	0	0	0	0
其他流动负债	53	21	25	25	归属母公司净利润	61	72	105	157
非流动负债	60	60	60	60	EBITDA	107	117	141	201
长期借款	60	60	60	60	EPS (元)	0.38	0.34	0.49	0.74
其他非流动负债	0	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	322	117	129	125	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	0	0	0	0	成长能力				
股本	160	214	214	214	营业收入	39.0%	20.7%	21.7%	14.8%
资本公积	22	681	681	681	营业利润	37.7%	12.8%	48.3%	49.8%
留存收益	132	203	309	466	归属于母公司净利润	30.9%	17.9%	47.2%	49.0%
归属母公司股东权益	314	1098	1203	1360	获利能力				
负债和股东权益	636	1215	1332	1486	毛利率(%)	57.1%	54.2%	54.9%	63.7%
现金流量表					净利率(%)	21.1%	20.6%	24.9%	32.3%
单位:百万元					ROE(%)	19.4%	6.5%	8.8%	11.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC(%)	12.5%	15.9%	17.6%	27.4%
经营活动现金流	39	143	36	164	偿债能力				
净利润	61	72	105	157	资产负债率(%)	50.6%	9.7%	9.7%	8.4%
折旧摊销	19	23	23	23	净负债比率(%)	83.86%	51.08%	46.63%	47.94%
财务费用	12	10	-7	-10	流动比率	1.04	15.21	14.76	18.26
投资损失	0	0	0	0	速动比率	0.85	14.78	14.30	17.75
营运资金变动	-56	39	-89	-7	营运能力				
其他经营现金流	2	-0	5	1	总资产周转率	0.50	0.38	0.33	0.35
投资活动现金流	-97	0	0	0					

资本支出	97	0	0	0	应收账款周转率	2	3	3	2
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.07	5.70	4.74	4.17
其他投资现金流	1	0	0	0	每股指标（元）				
筹资活动现金流	37	492	7	10	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.34	0.49	0.74
短期借款	21	-190	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.67	0.17	0.77
长期借款	-20	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.47	5.14	5.63	6.37
普通股增加	10	54	0	0					
资本公积增加	22	659	0	0					
其他筹资现金流	4	-30	7	10					
现金净增加额	-21	636	44	174					

重要财务指标

单位:百万元

主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	348	424	486
收入同比(%)	39%	21%	22%	15%
归属母公司净利润	61	72	105	157
净利润同比(%)	31%	18%	47%	49%
毛利率(%)	57.1%	54.2%	54.9%	63.7%
ROE(%)	19.4%	6.5%	8.8%	11.5%

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；
增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；
卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。
市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。