

2010-12-08

西药

华仁药业 300110.SZ

做精做大软袋，向血液净化突破

◇ 报告起因：实地调研华仁药业

大输液软袋龙头之一，2012 年产能扩张 60%

软袋产品是大输液产品升级的高端选择，其中非 PVC 双管双阀产品安全性更佳，是软袋中的高端产品，拥有较大的市场前景（软袋行业增速超过 30%）。华仁药业长期专注于双管双阀大输液产品的生产，在规模和技术拥上具有优势，大输液板块的综合毛利率达到 58% 左右，高于行业平均水平。募投项目预计 11 年底完成建设，投产后产能从现在的 1 亿袋增长到 1.6 亿袋。

◆2012 年自产包材投产使得公司成本大幅降低

华仁药业通过对连接口管盖的研发和自产，使得软袋制造成本下降 26%，从而取得了高出行业竞争对手的毛利率水平。自产连接口管盖使用比例为 57%，未来随着募投项目的投产，这一比例将不断提高。此外，募投获得的资金将建设非 PVC 膜材生产线，从而取代德国和韩国进口的膜材，预计膜材成本将下降 30%，公司盈利能力进一步上升。

◆2011 年腹膜透析液是公司血液净化的重点

公司在做大输液之外，重点发展血液净化产品。目前的产品主要是血液透析置换液。而公司将力推的是腹膜透析液产品。预计 2011 年能拿到批文。腹膜透析液生产线已经基本就绪，明年该产品就能贡献利润。

◆2010-2012 年盈利 CAGR 32%， “增持” 评级，目标价 20 元

我们预计 2010 年主营业务收入 3.5 亿，增长 19%；净利润 7200 万，增长 19%，EPS 为 0.34 元。同时我们给出 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.65 元（2010-2012 年 CAGR 为 32%）。我们认为公司是非 PVC 软袋技术和成本的领先者，也看好腹膜透析液产品前景，给予 12 个月目标价 20 元，对应 11 年和 12 年的 eps 分别为 40X 和 31X，给予公司“增持”评级。

业绩预测和估值指标

指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入（百万元）	208	289	345	483	641
营业收入增长率	28.81%	39.01%	19.46%	40.26%	32.61%
净利润（百万元）	46	61	72	106	140
净利润增长率	36.00%	30.88%	18.97%	46.52%	31.79%
EPS（元）	0.22	0.28	0.34	0.50	0.65
ROE（归属母公司） （摊薄）	21.01%	19.36%	4.66%	6.50%	8.07%
P/E	86	65	55	38	29
P/B	18	13	3	2	2
EV/EBITDA	40	31	23	21	18

首次

增持

当前价格	17.98 元
目标价格	20.00 元
目标期限	12 个月

分析师：

姚杰（执业证书编号：S0930109032580）

021-22169153

yaoj@ebsecn.com

联系人：姜恩铸

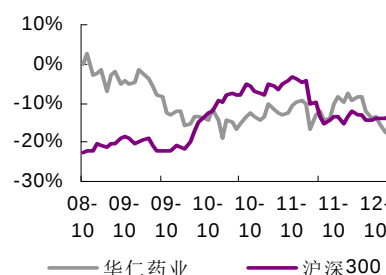
021-22169319

jiangez@ebsecn.com

市场数据

总股本(百万股)	214
总市值(百万元)	3,979
流通比例(%)	25.09%
12 个月最高/最低（元）	24.18/17.34
近 3 月日均成交量（百万股）	2.98
主要股东	华仁世纪集团有限公司

股价表现（12 个月）



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	5.46	-19.36	0.00
绝对收益	-3.64	-12.08	0.00

相关报告：

光大证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求发展这些关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为投资决策的唯一因素。

敬请参阅最后一页之重要声明。

投资要件

关键假设

2012 年产能扩张：软袋产品是大输液产品升级的高端选择，其中非 PVC 双管双阀产品安全性更佳，是软袋中的高端产品，华仁药业长期专注于双管双阀大输液产品的产生，在规模和技术拥上具有优势，拥有较大的市场前景（软袋行业增速超过 30%）。公司募投项目预计 11 年底完成建设，投产后产能从现在的 1 亿袋增长到 1.6 亿袋

2012 年自产原材料降低成本：华仁药业通过对连接口管盖的研发和自产，使得软袋制造成本下降 26%，从而取得了高出行业竞争对手的毛利率水平。自产连接口管盖使用比例为 57%，未来随着募投项目的投产，这一比例将不断提高。此外，募投获得的资金将建设非 PVC 膜材生产线，从而取代德国和韩国进口的膜材，预计膜材成本将下降 30%，公司盈利能力进一步上升。

2011 年新品投产贡献业绩：腹膜透析液市场前景较大，是公司血液净化产品中重点发展的对象。公司将于 2011 年获得批文并投入生产，成为公司新的增长点。

我们为什么与市场普遍观点不同

大输液行业通常被规模优势占主导的行业。华仁药业相对整个行业占比很小，但是在细分的软袋大输液，尤其是双管双阀软袋中，具有明显的规模和技术优势。我们发现公司在控制成本方面投入很大，实现了连接口管盖，以及未来的膜材自产，从而取得了并保持全行业较高的毛利率水平。而且高毛利率也将能一定程度上抵御大输液产品的降价。

估值和目标价格

我们预计 2010 年主营业务收入 3.5 亿，增长 19%；净利润 7200 万，增长 19%，EPS 为 0.34 元。同时我们给出 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.65 元（2010-2012 年 CAGR 为 32%）。我们认为公司是非 PVC 软袋技术和成本的领先者，也看好腹膜透析液产品前景，给予 12 个月目标价 20 元，对应 11 年和 12 年的 eps 分别为 40X 和 31X，给予公司“增持”评级。

股价上涨的催化因素

①腹膜透析液获批。②大输液产品招标好于预期。

投资风险

①大输液产品价格下降②各地招标不利

1.0 非 PVC 软袋产品成本领先者

1.1 双管双阀是软袋中的高端产品

软袋是指自身具有平衡压力，无需引入外界空气便可排空的密闭系统，避免了被污染的风险。因此，相比原先的玻瓶和塑瓶包装有明显优势。1998 年软袋刚刚引入中国时，PVC 包装是主流，但为了让包装更加透明，膜材中需加入增塑剂（DEHP）。后来因 DEHP 可能对人体造成不良反应，所以 SFDA 在 2000 年 9 月停止了对新建 PVC 软袋包装输液生产线的审批，目前我国大输液市场中软袋包装输液产品主要为非 PVC 软袋包装输液产品。

非 PVC 多层共挤膜是由 PP（聚丙烯）、PE（聚乙烯）等原料以物理兼容组合而成，具有材料性质稳定、可回收环境友好等特点，是大输液包装升级的方向之一，也被世界主要厂商所采用。

图表 1 双管双阀产品更能保障使用安全

左侧为双管双阀产品，右侧为单管软袋



资料来源：公司公告、光大证券研究所

双管双阀软袋产品是非 PVC 中的高端产品。它把加药口和输液口分开、专口专用，避免了使用同一根输液管塞，多次穿刺后容易产生交叉感染、塞子掉屑等情况，进一步保障了用药的安全性。

在药品招标中，很多地区已经将“双管双阀非 PVC 软袋输液”作为一个独立标的，区别于单管非 PVC 软袋输液。这样增加了公司产品的中标机会，也保障了公司高品质享有一定程度的溢价。但是在药品降价成为主流的情况下，双管双阀产品高价将无法维持，生产企业需要在成本和技术上寻找出路。

1.2 竞争格局：强敌环伺

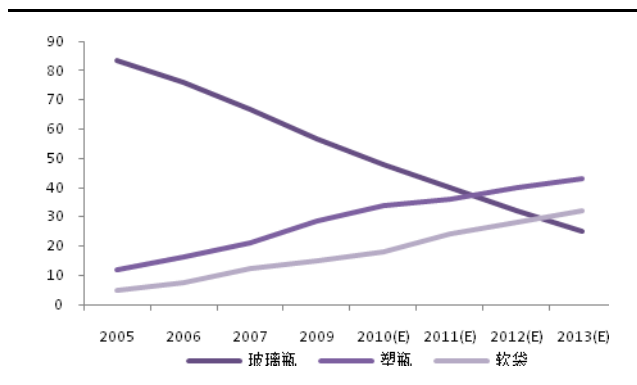
2005 年之前，国内 80% 的大输液产品依然采用玻瓶包装。随着大型企业不断上马软塑产品，主要为塑瓶，国内的软塑化比例不断提高。从销量上

看，2008 年我国市场上大输液制剂的销量约为 69 瓶袋，其中玻璃瓶输液的销量最大，占 52.2%，其次是塑瓶大输液，占 33.2%，非 PVC 软袋输液占 12.3%，PVC 软袋输液占 1.7%。

非 PVC 软袋是目前主流高端软塑产品，也将保持较高的增速。因为 PVC 产品目前只有美国百特（Baxter 供应），未来比例将越来越小。此外，科伦药业的可立袋是非 PVC 软袋的有力竞争对手，但是目前产能在 2.5 亿左右，尚不足以大规模挤占非 PVC 市场。

图表 2 软塑产品将不断取代玻璃瓶

2005-2013 年国内大输液产品结构变化



资料来源：公司公告、光大证券研究所

统计中国软袋销售情况，我们可以清楚地发现软袋产品的集中度较低，各企业的差距也不大。2008 年，双鹤药业在 5 个基地生产软袋大输液，合计名列第一。浙江济民是单个生产基地产量最高的企业，位列第二。科伦药业在四川和湖南设有软袋生产线，合计名列第三。青岛华仁单体工厂产量位列大冢（日本）之后为第五。如果根据大输液的地域性，分散计算双鹤等企业单个基地的销量，华仁药业可列在第二，具有较明显的区域优势。

图表 3 软袋领域集中度较低

2005-2013 年国内大输液产品结构变化

		2006		2007		2008	
		销量	占比	销量	占比	销量	占比
1	双鹤药业	4825	11.5%	3870	6.0%	6920	8.1%
2	浙江济民	2500	6.0%	5800	8.9%	6500	7.7%
3	科伦药业	2060	4.9%	4650	7.2%	5150	6.1%
4	大冢制药	1900	4.5%	3000	4.6%	4450	5.2%
5	青岛华仁	2300	5.5%	3200	4.9%	4300	5.1%
6	鲁抗辰欣	1,160	2.8%	2,500	3.9%	4,040	4.8%
7	华鲁制药	1,490	3.6%	1,940	3.0%	3,500	4.1%
8	百特医疗	3030	7.2%	3460	5.3%	3100	3.6%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

目前华仁药业仅有青岛一个生产基地，加上大输液的运输受限，销售区域较有选择性。华仁药业销售主要集中在山东地区，尤其是青岛和大连等地。此外的重点区域是杭州、北京、和广州地区。所以我们列出了在这些区域和公司有竞争的企业，尤其是也能提供双管双阀的企业，因为在招标的时竞争更为直接。

图表 4 华仁药业销售区域比较集中

2007-2009 年华仁药业各销售中心情况

	2007		2008		2009	
	金额	比例	金额	比例	金额	比例
青岛中心	-	-	3,446.56	16.60%	3,300.78	11.44%
山东中心	7,287.78	45.23%	4,050.99	19.52%	4,452.56	15.43%
北京中心	2,376.72	14.75%	3,893.61	18.76%	4,977.31	17.25%
大连中心	2,253.60	13.99%	3,304.39	15.92%	3,533.95	12.25%
杭州中心	1,755.76	10.90%	2,881.85	13.88%	5,241.85	18.17%
武汉中心	1,467.68	9.11%	1,568.51	7.56%	2,269.77	7.87%
广州中心	357.57	2.22%	1,001.44	4.82%	2,915.87	10.11%
上海中心	19.93	0.12%	50.52	0.24%	693.31	2.40%
厦门办事处	-	-	287.22	1.38%	735.17	2.55%
郑州办事处	-	-	1.11	0.01%	205.89	0.71%
南京办事处	-	-	39.78	0.19%	146.05	0.51%
其他区域	595.11	3.69%	231.32	1.11%	382.15	1.32%
合计	16,114.14	100.00%	20,757.30	100.00%	28,854.66	100.00%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

双鹤药业

公司是国内大输液龙头企业，生产基地遍布全国。同时双鹤也是国内较早进行软塑化的企业，塑瓶和软袋产品销量均名列前茅。且双鹤药业定位在高端大输液市场，较为重视非 PVC 软袋产品的开发和生产。到 2010 年末，公司的软袋产品销量将超过 8000 万袋，继续保持行业领先地位。

双鹤在广东佛山设有生产基地，同时通过安徽基地等覆盖江浙沪地区，和公司的重点区域重合较大。此外，公司产品中也有双管双阀等高端产品。所以双鹤和华仁药业有竞争关系。

浙江济民

济民是双鹤集团和美国华尔凯公司合资兴建的大输液企业。公司生产线整体设计规模是 13 条非 PVC 软袋生产线和 4 条聚丙烯 (PP) 塑瓶生产线。目前已经建成 8 条非 PVC 双管双阀生产线和 4 条聚丙烯 (PP) 生产线，年生产能力达到 3 亿瓶袋。如果比较双管双阀生产线规模，公司和目前的华仁药业规模相当。且双鹤自产非 PVC 膜材供应济民，所以济民的软袋大输液膜材不像大部分国内企业依赖进口，具有较强的成本优势。

此外，济民的销售区域在浙江、江苏和上海等区域，和华仁药业重点区域较为重合，且产品完全一致，是主要的竞争对手。

科伦药业

科伦药业是世界销量最大的输液生产企业，同时具有最大的全国生产销售网络。2010 年底，公司将占据国内大输液市场的 35% 左右，行业第一地位稳固。科伦药业产品线齐全，但因其独到的思路，构建了聚丙烯（PP）产品家族，所以主推塑瓶、可立袋和未来的新型软袋。因而，科伦没有大规模扩产非 PVC 软袋，仅稳定在 6500 万袋左右。科伦药业的软袋产品和销售区域和华仁药业有区别，所以竞争关系不及上述两家。但是科伦药业从收购浙江国镜开始，将加大东南沿海地区的投入，可立袋和新型软袋都是非 PVC 软袋的有力竞争者，所以科伦药业将也成为未来公司一大威胁。

图表 5 科伦和华仁大输液特色品种

左侧为科伦可立袋，右侧为华仁双管双阀软袋



资料来源：公司公告、光大证券研究所

百特医疗

百特是美国第一大大输液企业，其中国区产品主要集中在中国沿海重点城市三甲医院。百特在中国首先引入了软袋产品（PVC 型），也率先引入了静脉配置中心（PIVAS）的概念。即公司和医院签订合同：在医院建设静脉配置中心，而医院则需要采购公司的大输液产品。合同一般期限为 3-5 年，且大多数时候是排他性的，筑起了较高的壁垒。从上海市场看百特提供也基本为双管双阀大输液，和华仁药业也构成直接的竞争。

2.0 打造成本和技术领先的双管双阀软袋产品

2.1 公司专注于非 PVC 双管双阀产品

公司自设立至今一直专注于非 PVC 软袋输液市场，在细分领域充分得精耕细作，积累了丰富的经验。公司也是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3,000 毫升全部规格非 PVC 软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业。

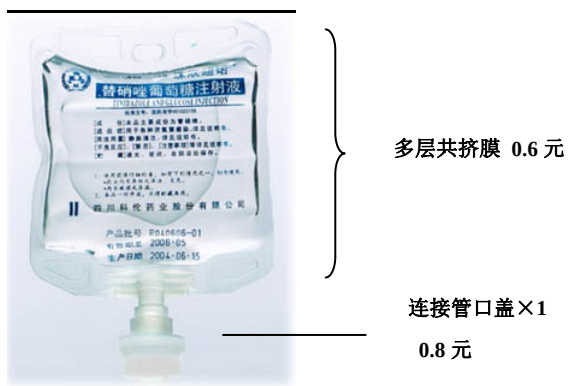
公司目前在青岛基地有 8 条生产线，其中一条负责中试和定制业务，总计产能达到了 1 亿袋每年，是国内最大的单体生产基地。募投项目将新建大输液生产线，规划为 5000 万袋双管双阀软袋。同时扩产自主研发的接口连接管盖系统，并且为了进一步降低成本公司投资新建非 PVC 膜材生产线以配套华仁产品，力争打造成本领先的双管双阀输液制造中心。

2.2 研发并自产 SPC 使得成本降低 26%

我们比较一下科伦药业和华仁药业在软袋产品上的包材成本就会发现，华仁药业自行设计和生产的连接接口管盖，使其产品上具有很强的成本优势。

图表 6 科伦药业软袋成本偏高

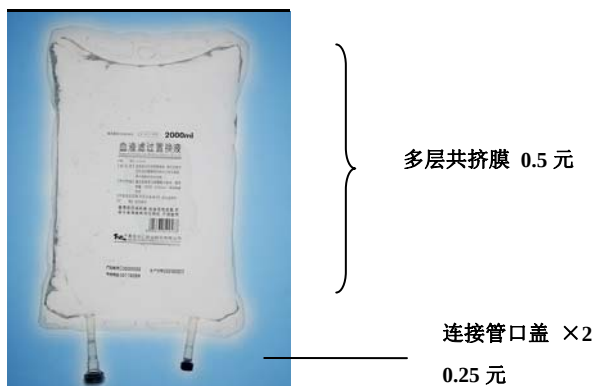
科伦药业 500ml 软袋产品包材主要成本构成



资料来源：公司公告、光大证券研究所

图表 7 华仁药业软袋产品具有成本优势

华仁药业 500ml 软袋产品包材主要成本构成



资料来源：公司公告、光大证券研究所

科伦药业的非 PVC 产品中连接口管单根需要 0.8 元的成本，占比整个软袋包材成本很高。华仁的产品中使用 2 根连接口管，经过自主研发和通过华仁塑胶（子公司）生产后，2 根管盖的成本在 0.2-0.3 元。这使得单袋产品成本降低了 26%。在 2007 年开始逐步采用新管盖的过程中，产品毛利率显著提升。

图表 8 华仁药业通过连接口管的改造提升毛利率水平

华仁药业 2007-2009 年单位产品成本及综合毛利率变动

	2007 年	2008 年	2009 年
平均单袋产品成本波动	-16.26%	-6.76%	-14.60%
平均单袋价格波动	-4.56%	-1.25%	-6.53%
采用新型连接口管产品销量（万袋）	131.1	2250.82	4170.98
新产品占比总销量	4.07%	52.11%	65.10%
综合毛利率	45.61%	53.01%	57.05%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

2.3 新建非 PVC 膜材生产线，使得膜材成本下降 30%

非 PVC 软袋成本居高不下的主要原因是膜材不能实现彻底的国产化。我们发现国内非 PVC 软袋生产企业，如双鹤膜材主要从美国进口，而科伦药业主要从德国进口。所以出现了高价的非 PVC 软袋产的毛利率还不及塑瓶产品尴尬情况。作为专业从事非 PVC 产品的企业需要突破这个技术难题才能使得非 PVC 软袋保持长久的竞争力，否则极易被科伦低成本的可立袋等产品所取代。

非 PVC 膜材占华仁生产成本的 20%，也是公司在突破了管盖技术之后，着重研究的。在 2009 年年底，公司已向加拿大 AlphaMarathon Technologies 公司引进了技术。膜材生产基地将在 2010 年 11 月开始动工兴建，预计在 2011 年年底建设完成。大约一年后，通过包材注册，方可进行配套生产。届时膜材成本将下降 30%。

3.0 血液净化市场空间巨大，国家政策有利企业进入

2009 年开始公司将着力推进肾科液体制剂的研发与推广，目前已经上市销售的 3000 毫升生理盐水、血液滤过置换液。2010 年底左右将获得腹膜透析液等 10 个规格的新产品批准文号。远期公司还将推出器官移植保护液。

根据介绍，我国约有 10 万尿毒症患者，且每年以 10% 的速度递增。按照治疗的基本要求，每位患者每周需要治疗一次，每次最低用量为 20 升，全年用量将超过 1 亿升，以大容量血液滤过置换液每袋 2 升计，市场需求将超过 5,000 万袋。在所涉及的产品中，腹膜透析液因其使用上的便利是未来发展的重点。

目前中国腹膜透析液基本被美国 Baxter 垄断，其年提供 2000 万袋透析液，占 95% 市场份额。国内的主要供应商是长征富民（将注入双鹤）。此外，国家有意将腹膜透析液等产品列入医保产品，希望有国内企业进入该领域提供安全廉价的产品。

未来，公司将主推腹膜透析液产品。公司原本第三季度左右可以通过国家的注册认证，但因为国家药监局政策的改变使得时间延长，需要等到年底

才有结果。腹膜透析液的生产线和血液置换液基本一致。百特的腹膜透析液（2000ml）定价在 39 元左右，享有较高的毛利率。预计公司的定价将低于百特，从而尽快获得市场份额。

关于腹膜透析液和血液过滤置换液的详细信息请参加附录。

4.0 盈利预测及投资建议：2010-2012 年盈利 CAGR 32%， “增持” 评级，目标价 20 元

我们预计 2010 年主营业务收入 3.5 亿，增长 19%；净利润 7200 万，增长 19%， EPS 为 0.34 元。同时我们给出 2011 年-2012 年 EPS 分别为 0.50 元和 0.65 元（2010-2012 年 CAGR 为 32%）。我们认为公司是非 PVC 软袋技术和成本的领先者，也看好腹膜透析液产品前景，给予 12 个月目标价 20 元，对应 11 年和 12 年的 eps 分别为 40X 和 31X，给予公司 “增持” 评级。

图表 9 华仁药业主营业务分拆（百万元）

	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	161	207	289	345	484	642
增长率		29%	39%	19%	40%	33%
毛利率	45.6%	53.0%	57.1%	56.1%	49.7%	49.7%
普通输液	143	183	264	328	400	494
增长率		28%	44%	24%	22%	24%
毛利率	46.6%	52.2%	57.4%	57.0%	50.0%	50.0%
治疗性输液	11	22	21	10	75	137
增长率		100%	-5%	-52%	650%	83%
毛利率	48.7%	60.9%	62.5%	68.0%	53.9%	52.3%
其他业务收入	7	2	4	7	9	11
增长率		-68%	65%	95%	20%	20%
毛利率	21.1%	36.5%	2.3%	1.0%	1.0%	1.0%

资料来源：公司公告、光大证券研究所

5.0 风险提示

①大输液产品价格下降：药品领域的降价势不可免，从各地的招标情况

来看大输液的价格下降也比较明显。公司生产的双管双阀虽然是高端产品，但是也必然随之降价。

②各地招标不利：目前双管双阀产品是单独招标，不排除未来可能合并招标。而且越来越多的企业可能上马该类软袋，使得招标竞争更加激烈。

附录一

血液透析

血液透析（俗称洗血）是利用透析器把血液中之过多水分、电解质及废物等排出，再将经过过滤的血液输送回到体内。病人通常会每星期进行 2-3 次血液透析，而每次约 4-6 小时。适合的病人亦可选于家中在晚上进行自我血液透析治疗。

- 优点：快速有效，间歇性治疗，每星期只需要接受 2 至 3 次透析。
- 缺点：需要到洗肾中心接受血液透析，费用昂贵。

腹膜透析

腹膜透析（俗称洗肚）利用腹膜上的微血管网络进行透析。

病人须接受腹膜透析导管植入，作为透析液出入腹腔的渠道。透析液经腹膜进行透析作用，排走病人体内的废物和过多水分。

家居腹膜透析分为以下两类：

1.连续性可携带腹膜透析 (Continuous Ambulatory Peritoneal Dialysis - CAPD)。这是大部分人采用的方式。

病人在家中进行此透析治疗。每天 3 至 4 次把透析液经导管灌入腹腔内，透析液在腹腔内停留 4 至 10 小时后，把带有废物的透析液经导管放出体外为一次疗程。

- 优点：连续性清理废物及水分，对心脏的负荷较低，在透析过程中仍可正常活动。
- 缺点：每天需要换水 3 至 4 次，可引致腹膜炎，但在小心护理下可能性不高。

2.家居自动腹膜透析 (Automated Peritoneal Dialysis)

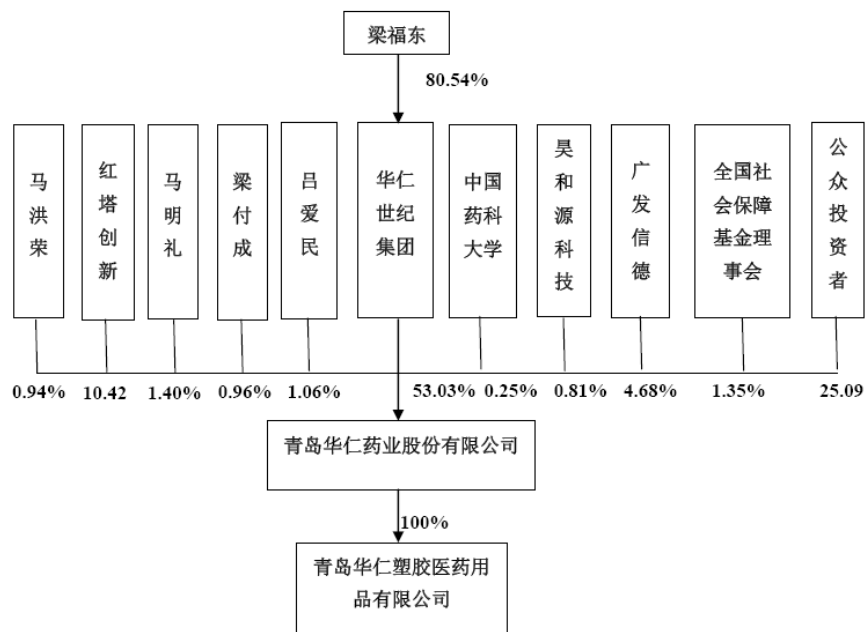
每晚夜在睡眠中接受腹膜透析。每晚睡前病人将喉管接驳到自动腹膜透析机，透析机会于 10 至 12 小时内，自动进行透析液更换。自动腹膜透析机会把适量的透析液灌入腹腔内，透析液在腹腔内停留一段时间后，透析机会自动把带有废物的透析液放出，再把新的透析液灌入腹腔内。

附录二

1.1 公司简介

公司前身青岛华仁药业有限公司成立于 1998 年 5 月，2001 年 8 月变更设立股份公司，目前注册资本为 16,000 万元，主要从事非 PVC 软袋大输液产品的研发、生产和销售，包材规格全为双管双阀产品，年产能达 10,000 万袋。公司拥有基础性输液、治疗性输液和营养性输液共计 25 个品种、57 个规格的产品群。梁福东先生持有华仁世纪 80.54% 的股权，为公司实际控制人。全资子公司生产双管双阀配套的连接口管盖。

图表 10 公司上市后股权结构图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

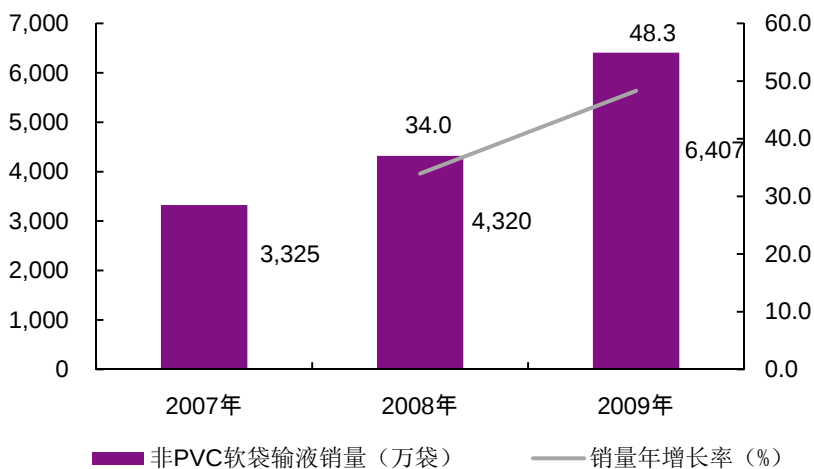
1.2 公司主营业务

公司主要产品为非 PVC 双管双阀软袋大输液产品，包括 25 个品种、57 个规格的非 PVC 软袋输液产品，其中基础性输液共 8 个品种 33 个规格、治疗性输液共 15 个品种 22 个规格、营养性输液共 2 个品种 2 个规格。

公司非 PVC 软袋输液销量逐年稳步上升，2007 年、2008 年、2009 年，销量分别为 3,225 万袋、4,320 万袋、6,407 万袋，年增长率均在 30% 以上。2009 年，公司营业收入为 28,854.66 万元，年增长率为 39%，净利润为 6,076.64 万元，年增长率为 31%。

图表 11 公司非 PVC 软袋输液销量快速增长

公司 2007-2009 年非 PVC 软袋输液销量与年增长率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图表 12 公司主要产品售价

产品名称	平均售价 (元/袋)		
	2009 年度	2008 年度	2007 年度
氯化钠注射液	4.96	5.34	5.45
葡萄糖注射液	4.99	5.38	5.49
葡萄糖氯化钠注射液	5.12	5.44	5.61
冲洗液	18.63	18.17	17.52
替硝唑注射液	6.09	6.57	5.51
其他治疗性、营养性品种	6.69	8.5	5.45

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2.0 大输液行业分析

2.1 大输液产品简介

大输液是指容量在 50ml 或以上的大容量注射剂。大输液治疗是通过静脉把液体输入到体内的一种治疗方法，其主要作用包括：（1）补充人体的水分和电解质的需要，维持人体酸碱平衡的正常；（2）作为静脉给药的载体，将各种适宜静脉给药的药品品种通过输液方式注射；（3）在抢救各种休克病人时，可以起到一种补充血容量的作用；（4）对于长期不能口服、饮食或危重病人，通过营养性输液补充能量，有利于患者身体康复。

大输液产品按照包装可分为玻璃输液、塑瓶输液、PVC 软袋输液和非 PVC 软袋输液四种形式。

玻璃输液生产成本较低，但也存在稳定性差、口部密封性不良、易掉屑、造成毛细血管栓塞、胶塞与药液直接接触、易碎不利于运输、碰撞引起隐形裂

伤易引起药业污染、烧制玻璃瓶时对环境造成污染，以及能源消耗量大等缺点。

塑瓶虽然有稳定性好、口部密封性好、无脱落物、质轻和抗冲击力强等特点，但是塑瓶输液仍存在一个与玻瓶输液相同的致命缺点，即在使用过程中必须通过形成空气回路，外界空气进入瓶体形成内压以使药液滴出，大大增加了输液过程中的二次污染和交叉感染的机会。

聚氯乙烯（PVC）软袋输液在使用过程中可依靠自身张力压迫药液滴出，无须形成空气回路，大大降低二次污染和交叉感染的几率。但 PVC 软袋材料含有聚氯乙烯单体，不利于人体健康，在使用过程中可能有对人体有害的 DEHP 溶出，严重危害人体健康，而且 PVC 袋质地较厚，不利于加工，高温灭菌易变性，抗拉强度较差。

非 PVC 多层共挤膜是由 PP、PE 等原料以物理兼容组合而成，具有材料稳定、无需空气回路、具有自身平衡压力、无交叉污染、且可回收无环保风险的特点，是大输液包装技术发展的方向，世界上知名的大输液厂家均生产该种包装形式的大输液产品。

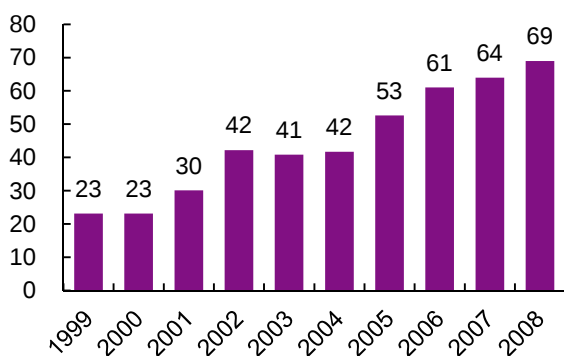
2.2 大输液市场容量逐渐增加

大输液市场需求与诊疗人次数增长率和住院人次数增长率存在一定的相关性。自 2004 年至 2008 年我国诊疗人次数复合增长率为 7%，住院人次数复合增长率为 10%，同期大输液销售量复合增长率为 11%。

据中国数字医药网统计，2006 年、2007 年和 2008 年全国市场上大输液制剂的总销量分别为 61 亿瓶（袋）、64 亿瓶（袋）和 69 亿瓶（袋），近三年年均复合增长率为 6.4%，总销售金额分别为 129.74 亿元、136.94 亿元和 176.65 亿元，近三年年均复合增长率为 16.7%。

图表 13 我国大输液销量不断增长

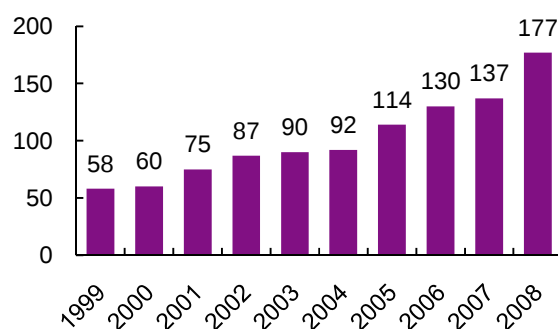
1999-2008 年大输液销售统计（亿瓶/袋）



资料来源：中国数字医药网，公司招股说明书，光大证券研究所

图表 14 我国大输液销售额不断增长

1999-2008 年大输液销售金额统计（亿元）



资料来源：中国数字医药网，公司招股说明书，光大证券研究所

2.3 非 PVC 软袋输液代表着大输液行业的发展方向

从销量上看，2008 年我国市场上大输液制剂的销量约为 69 瓶（袋），其中玻璃瓶输液的销量最大，占 52.2%，其次是塑瓶大输液，占 33.2%，非 PVC 软袋输液占 12.3%，PVC 软袋输液占 1.7%。从销售额上看，2008 年销售额最大的是塑瓶输液，占当年全国市场总销售额的 39.5%，其次是玻璃瓶输液，占 30.6%，非 PVC 软袋输液占 26.5%，PVC 软袋输液占 3.4%。从增长率上看，2007 年以来的销售量和销售额的年均复合增长率中，非 PVC 软袋输液的增长率最大，分别达到 37.5%和 31.2%，而玻璃瓶输液的市场份额均在逐年减小，复合增长率为-14%和-14.3%。

图表 15 不同包装输液产品历年销售数量及预测（亿瓶/袋）

种类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2007 年以来的年均复合增长率（%）
玻璃瓶输液	39.8	45.78	41.5	36	30	25	-14
塑瓶输液	8.5	10	14.9	23.3	26	30	31.7
非 PVC 软袋输液	3	4.2	6.5	8.5	12	15	37.5
PVC 软袋输液	1.3	0.9	1.2	1.2	0.8	0.5	-13.7

注：表中数据为全国市场销售数据，2008 年后为预测值 资料来源：中国数字医药网，公司招股说明书，光大证券研究所

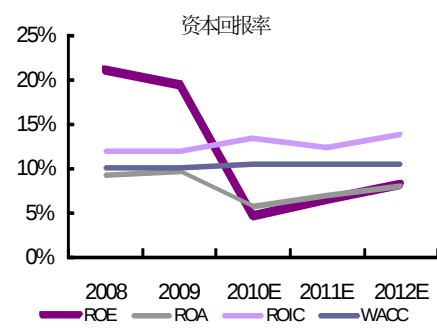
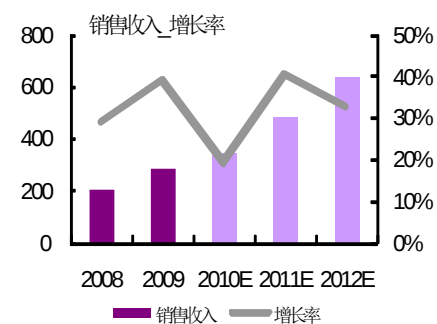
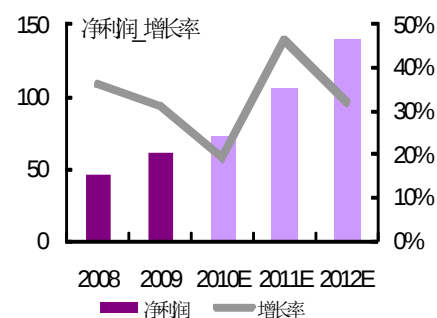
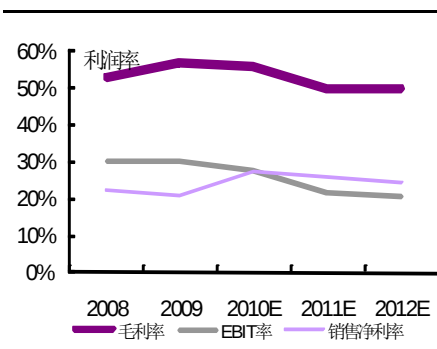
图表 16 不同包装输液产品历年销售金额及预测（亿元）

种类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2007 年以来的年均复合增长率（%）
玻璃瓶输液	59.7	64.9	53.9	54	45	35	-14.3
塑瓶输液	29.8	35	44.6	69.9	75.4	87	25.6
非 PVC 软袋输液	18	25.3	32.5	46.8	60	75	31.2
PVC 软袋输液	6.5	4.5	6	6	4	2.5	-13.7

注：表中数据为全国市场销售数据，2008 年后为预测值 资料来源：中国数字医药网，公司招股说明书，光大证券研究所

由于玻璃瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液均存在着难以克服的缺点，非 PVC 软袋输液具备子压缩特性、减少输液过程中污染机会、自身毒性低等优点，代表着大输液行业的发展方向。

财务报表及预测



利润表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	208	289	345	483	641
营业成本	98	124	152	243	323
折旧和摊销	13	19	39	42	44
营业税费	2	2	3	5	6
销售费用	29	55	63	87	122
管理费用	16	17	28	40	53
财务费用	9	12	14	-8	-8
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	1	1	1
营业利润	54	75	83	113	141
利润总额	56	76	113	151	189
少数股东损益	0	0	22	20	17
归属母公司净利润	46.43	60.77	72.30	105.93	139.61

资产负债表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
总资产	507	636	1,690	1,814	1,960
流动资产	200	272	1,316	1,432	1,591
货币资金	49	28	1,070	1,075	1,118
交易型金融资产	0	0	0	0	0
应收帐款	103	132	162	227	301
应收票据	5	11	10	15	19
其他应收款	2	8	4	6	7
存货	27	48	46	73	97
可供出售投资	0	0	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产	163	340	343	345	331
无形资产	17	17	16	15	15
总负债	286	322	117	143	170
无息负债	37	52	57	83	110
有息负债	249	270	60	60	60
股东权益	221	314	1,573	1,671	1,790
股本	150	160	214	214	214
公积金	7	35	1,153	1,163	1,177
未分配利润	64	119	184	251	339
少数股东权益	0	0	22	42	60

现金流量表 (百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	57	39	151	74	102
净利润	46	61	72	106	140
折旧摊销	13	19	39	42	44
净营运资金增加	11	86	2	99	105
其他	-13	-127	38	-173	-186
投资活动产生现金流	-141	-97	-49	-49	-29
净资本支出	131	97	50	50	30
长期投资变化	0	0	0	0	0
其他资产变化	-272	-194	-99	-99	-59
融资活动现金流	119	37	941	-21	-30
股本变化	0	10	54	0	0
债务净变化	114	21	-210	0	0
无息负债变化	-6	15	5	27	27
净现金流	35	-21	1,043	4	43

资料来源：光大证券、上市公司

关键指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	28.81%	39.01%	19.46%	40.26%	32.61%
净利润增长率	36.00%	30.88%	18.97%	46.52%	31.79%
EBITDA 增长率	30.87%	40.30%	26.74%	7.87%	20.81%
EBIT 增长率	37.57%	38.23%	10.04%	8.48%	27.11%
	-	-	-	-	-
估值指标					
PE	86	65	55	38	29
PB	18	13	3	2	2
EV/EBITDA	40	31	23	21	18
EV/EBIT	48	37	32	30	23
EV/NOPLAT	57	47	38	36	28
EV/Sales	15	11	9	6	5
EV/IC	7	6	5	4	4
盈利能力 (%)					
毛利率	53.00%	57.05%	56.00%	49.71%	49.68%
EBITDA 率	36.57%	36.91%	39.16%	30.12%	27.44%
EBIT 率	30.39%	30.22%	27.84%	21.53%	20.64%
税前净利润率	26.87%	26.49%	32.93%	31.33%	29.41%
税后净利润率 (归属母公司)	22.37%	21.06%	20.97%	21.91%	21.78%
ROA	9.15%	9.56%	5.58%	6.96%	8.01%
ROE (归属母公司) (摊薄)	21.01%	19.36%	4.66%	6.50%	8.07%
经营性 ROIC	11.87%	11.85%	13.35%	12.33%	13.85%
偿债能力					
流动比率	0.97	1.04	23.17	17.18	14.48
速动比率	83.78%	85.22%	2236.87%	1630.19%	1359.55%
归属母公司权益/有息债务	0.89	1.16	25.85	27.14	28.84
有形资产/有息债务	1.97	2.29	27.89	29.98	32.42
每股指标(按最新预测年度股本计)					
EPS	0.22	0.28	0.34	0.50	0.65
每股红利	0.00	0.00	0.13	0.18	0.22
每股经营现金流	0.27	0.18	0.71	0.35	0.48
每股自由现金流(FCFF)	-0.36	-0.43	0.32	-0.08	0.11
每股净资产	1.03	1.47	7.26	7.62	8.10
每股销售收入	0.97	1.35	1.61	2.26	3.00

资料来源：光大证券、上市公司

分析师介绍

姚杰，澳大利亚 VICTORIA UNIVERSITY 金融学硕士。2005 年 9 月加盟光大证券研究所，医药行业研究员，曾在多家医药企业从事过市场营销方面的工作。

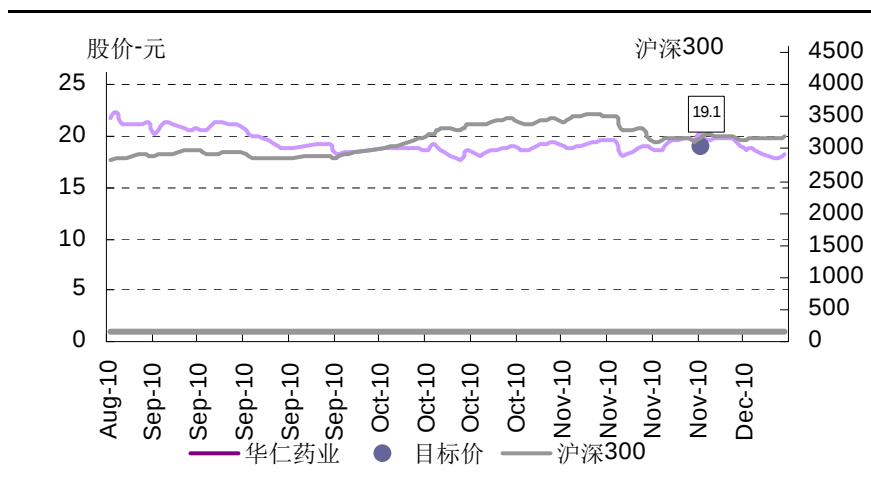
分析师声明

负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。负责准备本报告的分析师获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户的反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究分析师或工作人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

投资建议历史表现图

华仁药业（300110）

分析师：姚杰



日期	股价	目标	评级
2010-08-25	21.73	19.10	无评级
2010-11-24	21.73	19.10	无评级

买入 —	增持 —	中性 —
减持 —	卖出 —	

资料来源：光大证券研究所

行业及公司评级体系

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%至 15%；
 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。
 市场基准指数为沪深 300 指数。

特别声明

在法律允许的情况下，光大证券及其附属机构可能持有报告中提到公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

光大证券股份有限公司

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 邮编：200040
总机：021-22169999

光大证券研究所

上海市新闻路 1508 号静安国际广场 3 楼 邮编：200040
总机：021-22169999 传真：021-22169114

销售小组	姓名	办公电话	手机	电子邮件
北京				
	李大志 (主管)	010-68567189	13810794466	lidz@ebscn.com
	郝辉	010-68561722	13511017986	haohui@ebscn.com
	孙威	010-68567231	13701026120	sunwei@ebscn.com
	吴江	010-68561595	13718402651	wujiang@ebscn.com
	黄怡	010-68567231	13699271001	huangyi@ebscn.com
	吴朝阳	010-68561722	15811098222	wuzy@ebscn.com
上海				
	杨日昕 (主管)	021-22169082	13817003122	yangrx@ebscn.com
	平珂 (主管)	021-22169152	13818133101	pingke@ebscn.com
	周薇薇	021-22169087	13671735383	zhouww1@ebscn.com
	严非	021-22169086	13127948482	yanfei@ebscn.com
	王宇	021-22169131	13918264889	wangyu1@ebscn.com
深圳				
	王汗青 (主管)	0755-83024403	13501136670	wanghq@ebscn.com
	黎晓宇	0755-83024434	13823771340	lixyl@ebscn.com
	黄鹂华	0755-83024396	13802266623	huanglh@ebscn.com
	张晓峰	0755-83024431	13926576680	zhangxf@ebscn.com
专题				
QFII				
	濮维娜	021-62152373	13301619955	puwn@ebscn.com
	陶奕	021-62152393	13788947019	taoyi@ebscn.com
	满国强	021-62152393	15821755866	mangq@ebscn.com

免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，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。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达的意见不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券股份有限公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本公司的销售人员，交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理部和投资业务部可能会作出与本报告的推荐不相一致的投资决策。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。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版、复制，刊登，发表，篡改或者引用。