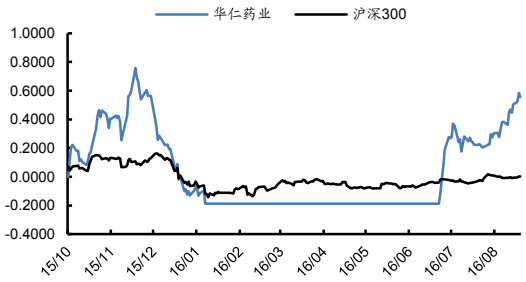
2016 年 09 月 08 日　　公司研究　　评级：买入（首次覆盖）

实际控制人变更为中脉国际董事长周希俭，公司发展有望迈入新阶段

——华仁药业（300110）事件点评

研究所
证券分析师：代鹏举 S0350512040001
021-68591581 daipj@ghzq.com.cn
联系人：盛丽华
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

最近一年走势



相对沪深 300 表现

表现	1M	3M	12M
华仁药业	27.3	91.7	71.2
沪深 300	4.2	5.2	2.8

市场数据	2016/09/08
当前价格（元）	18.27
52 周价格区间（元）	9.53 - 20.96
总市值（百万）	12010.76
流通市值（百万）	11941.80
总股本（万股）	65740.34
流通股（万股）	65362.87
日均成交额（百万）	202.59
近一月换手（%）	70.49

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的 1%。

事件：

9 月 6 日公司发布公告，即日起周希俭先生担任公司第五届董事会董事长。

投资要点：

- **公司主营业务中的传统大输液业务承压，但近年重点发展的腹膜透析业务增长良好，未来拟打造血液净化领域全产业链生态圈。**在“限输、限抗、门诊限挂”的政策环境下，输液市场发展继续面临较大压力。近年重点发展的腹膜透析业务继续保持快速增长，上半年腹透销量和销售收入分别同比增长 53.4%和 44.1%，患者数量同比增长 133.4%，中标区域在不断拓展，目前已中标 20 个区域。公司的腹膜透析液为国内唯一批量上市的非 PVC 包装产品，非 PVC 材料更安全环保，符合产品升级的方向，业务高速增长值得期待。公司围绕血液净化领域，在五年规划中明确要延伸血液净化产业链，打造血液净化领域全产业链生态圈。目前在筹建 2 家肾病专科医院，将以青岛为基地，设立肾病旗舰医院，开展腹透、血透、肾病诊疗及肾病慢病管理，逐步覆盖青岛及周边地区。

- **实际控制人变更为周希俭先生，旗下大健康资产与公司业务协同性强，发展将迈入新阶段。**今年 7 月，永裕恒丰投资、永裕恒丰管理受让华仁集团持有的华仁药业 1.74 亿股，合计持有公司 26.5%的股份，公司实际控制人变更为周希俭先生。周希俭为道和集团创始人，广东道和投资产业集团董事长，中脉健康产业集团董事局主席、中脉国际董事长，道和环球(00915.HK)主席及控股股东。道和集团致力于成为“专注于生态健康领域的产业投资、运营及服务提供商”，成立了专项生态健康基金，对健康医疗、健康服务、生态地产、生态智能家居等多个产业进行积极布局与全面拓展。中脉（国际）是一家布局保健食品、保健用品、保健服务三大领域的健康企业，旗下子公司中脉科技是一家 2007 年拿到直销牌照的直销企业，主营中脉远红床垫、中脉保健理疗产品、中脉远红镇痛护具等生态养生产品，根据世界直销（中国）研究中心发布的《中国直销 100 强 2015 年度中国直销企业业绩报告》，2015 年收入约为 150 亿。新的大股东旗下大健康资产丰富，与公司业务协同性强。公司有望借助新股东大健康领域积累的优势，加强公司产品开发能力，在做强做大药品产销研的基础上，加快医疗器械业务的发展，并逐步进入保健营养和医用食品领域，不断丰富公司产品线；不断发展医疗投资

业务，由现在筹建中的 2 家肾病专科医院，逐步向综合医院、社区医院及其它专科医院方向延伸，形成规模化的医疗投资管理集团，以及涉足互联网医疗、预防保健等领域。公司以“大健康”概念为主线，不断完善产业链延伸和布局，通过 3-5 年，逐步发展形成集团化、规模化的大健康产业集团公司。

- **盈利预测和评级。**公司腹膜透析业务增长良好，公司正围绕血液净化领域，在五年规划中明确要延伸血液净化产业链，打造血液净化领域全产业链生态圈，公司将以青岛为基地，设立肾病旗舰医院，开展腹透、血透、肾病诊疗及肾病慢病管理，逐步覆盖青岛及周边地区，公司血液净化领域发展值得期待。公司实际控制人变更为中脉国际董事长周希俭，旗下大健康资产丰富，与公司业务协同性强，公司有望借助其大健康领域积累的优势，不断完善产业链延伸和布局，发展迈入新阶段。暂不考虑与新股东资源整合的影响，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 0.05、0.06 和 0.06 元。首次覆盖，**给予“买入”评级。**

- **风险提示：**与新股东旗下医疗健康整合不及预期；腹膜透析业务推进不及预期；肾病专科医院推进不达预期。

预测指标	2015	2016E	2017E	2018E
主营收入（百万元）	1106	1301	1563	1864
增长率(%)	21%	18%	20%	19%
净利润（百万元）	23	31	39	36
增长率(%)	-59%	33%	29%	-8%
摊薄每股收益（元）	0.03	0.05	0.06	0.06
ROE(%)	1.59%	2.09%	2.62%	2.36%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1：华仁药业盈利预测表

证券代码:	300110.SZ		股价:	18.27	投资评级:	买入		日期:	2016/09/08
财务指标	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	**每股指标与估值**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
盈利能力					**每股指标**				
ROE	2%	2%	3%	2%	EPS	0.03	0.05	0.06	0.06
毛利率	45%	41%	39%	35%	BVPS	2.17	2.23	2.29	2.33
期间费率	41%	38%	41%	35%	**估值**				
销售净利率	2%	2%	3%	2%	P/E	529.60	392.51	305.40	331.99
成长能力					P/B	8.43	8.18	7.99	7.83
收入增长率	21%	18%	20%	19%	P/S	10.98	9.22	7.68	6.44
利润增长率	-59%	33%	29%	-8%					
营运能力					**利润表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
总资产周转率	0.40	0.46	0.54	0.62	**营业收入**	**1106**	**1301**	**1563**	**1864**
应收账款周转率	1.57	1.57	1.57	1.57	营业成本	610	767	956	1205
存货周转率	2.87	2.87	2.87	2.87	营业税金及附加	13	15	18	22
偿债能力					销售费用	245	290	317	360
资产负债率	48%	48%	49%	49%	管理费用	136	160	153	163
流动比	0.91	1.02	1.12	1.20	财务费用	60	37	76	77
速动比	0.74	0.81	0.87	0.91	其他费用/（-收入）	(20)	(2)	(3)	(3)
					营业利润	**23**	**30**	**40**	**34**
资产负债表（百万元）	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**	营业外净收支	2	2	2	4
现金及现金等价物	145	140	80	(25)	**利润总额**	**24**	**32**	**42**	**38**
应收款项	706	831	998	1190	所得税费用	2	3	4	3
存货净额	212	273	340	428	**净利润**	22	30	38	35
其他流动资产	87	102	123	147	少数股东损益	(1)	(1)	(1)	(1)
流动资产合计	**1151**	**1346**	**1541**	**1740**	**归属于母公司净利润**	**23**	**31**	**39**	**36**
固定资产	1193	1074	966	870					
在建工程	113	113	113	113	**现金流量表（百万元）**	**2015**	**2016E**	**2017E**	**2018E**
无形资产及其他	97	97	99	102	**经营活动现金流**	**19**	**8**	**(44)**	**(89)**
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	22	30	38	35
资产总计	**2749**	**2825**	**2915**	**3020**	少数股东权益	(1)	(1)	(1)	(1)
短期借款	994	994	994	994	折旧摊销	115	129	117	107
应付款项	173	222	277	348	公允价值变动	0	0	0	0
预收帐款	10	12	15	18	营运资金变动	(117)	(251)	(312)	(378)
其他流动负债	90	90	90	90	**投资活动现金流**	**(156)**	**119**	**107**	**97**
流动负债合计	**1267**	**1318**	**1375**	**1450**	资本支出	(31)	119	107	97
长期借款及应付债券	30	30	30	30	长期投资	0	0	0	0
其他长期负债	12	12	12	12	其他	(126)	0	0	0
长期负债合计	**42**	**42**	**42**	**42**	**筹资活动现金流**	**133**	**(4)**	**(5)**	**(5)**
负债合计	**1309**	**1360**	**1417**	**1491**	债务融资	182	0	0	0
股本	665	657	657	657	权益融资	0	0	0	0
股东权益	1440	1466	1498	1529	其它	(49)	(4)	(5)	(5)
负债和股东权益总计	**2749**	**2825**	**2915**	**3020**	**现金净增加额**	**(4)**	**124**	**58**	**3**

资料来源：公司数据、国海证券研究所

【分析师承诺】

代鹏举，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。本报告清晰准确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。

【国海证券投资评级标准】

行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数;
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数;
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间;
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间;
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他任何方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。