华仁药业(300110.SZ)

股权激励计划获批

评级: 增持 前次: 增持

目标价(元): 14.1-16.0

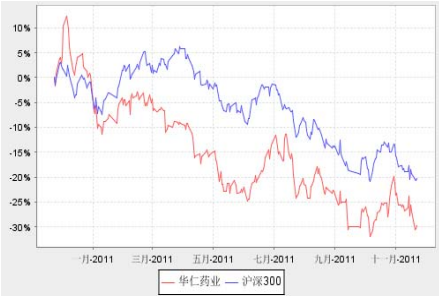
分析师
胡德军 生物医药小组
S0740511070005
021-20315083
hudj@r.qlzq.com.cn

2011 年 12 月 8 日

基本状况

总股本(百万股)	213.60
流通股本(百万股)	88.28
市价(元)	12.62
市值(百万元)	2695.63
流通市值(百万元)	1114.11

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	288.55	338.30	428.19	623.59	810.01
营业收入增速	39.01%	17.24%	26.57%	45.63%	29.90%
净利润增长率	30.88%	25.59%	15.03%	37.33%	42.48%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.36	0.41	0.56	0.80
前次预测每股收益(元)	—	—	0.44	0.59	0.86
市场预测每股收益(元)	—	—	—	—	—
偏差率(本次-市场/市场)	—	—	—	—	—
市盈率(倍)	0.00	52.34	30.71	68.74	48.25
PEG	0.00	2.04	2.04	1.84	1.14
每股净资产(元)	1.96	5.17	10.38	10.95	11.75
每股现金流量	0.24	0.36	0.35	0.21	0.47
净资产收益率	19.36%	6.91%	3.96%	5.16%	6.84%
市净率	0.00	3.62	1.22	3.54	3.30
总股本(百万股)	160.00	213.60	213.60	213.60	213.60

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 2011 年 12 月 8 日发布公告，公司的股权激励计划（草案）已经中国证监会备案无异议，根据中国证监会《上市公司股权激励管理办法》(试行)的有关规定，公司可以发出股东大会召开通知，审议并实施该股权激励计划;其中授予价格为 2011 年 7 月 9 日前 20 个交易日华仁药业股票均价 14.38 元的 50%确定，为每股 7.19 元;

- 公司此次股权激励计划授予给激励对象限制性股票的数量累计不超过 600 万股，占已发行股本总额的 2.81%。其中首次授予 570.4 万股，占计划拟授出限制性股票总数的 95.07%，占公司已发行股本总额的 2.67%；预留 29.6 万股，占计划拟授出限制性股票总数的 4.93%，占公司已发行股本总额的 0.14%。股票来源为公司向激励对象定向发行新股;

- 公司此次股权激励的业绩条件是以 2010 年为基数,2011-2013 年业绩增长分别不低于 15%、33%和 73%，2011-2013 年收入分别不低于 4 亿元、6 亿元和 8 亿元，同比分别增长 18%、50%和 30%；从利润增速来看实现条件并不高，但收入增速还需要业务的大力拓展，从公司目前产能分析兑现还需要腹膜透析液的确定增长;

- 我们认为公司未来业绩增长主要来源于双管双阀软袋的产能扩张和腹膜透析液在国家大力支持下增量市场的快速扩容，其中腹膜透析市场还需要及时跟踪，公司目前已经中标广州军区，未来中标地区有望不断增加，未来公司的主要任务将主要医院市场的拓展上;

- 我们在前期的深度报告中对比了血透和腹透在医疗作用上的疗效，确定其未来替代趋势不会改变，从政府支出的角度考虑我们认为国家大力推广的决心很大，对政府和患者家庭都将是双赢，而公司最大优势

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

在于:

- 最早实现了非 PVC 包装，产品处于领先地位，腹膜透析类包装未来全部实行的非 PVC 将是大概率事件;
- 公司目前通过与国家卫生部合作开展培训、示范和推广占领了市场先机，未来在存量市场和增量市场中都具有良好的竞争优势;

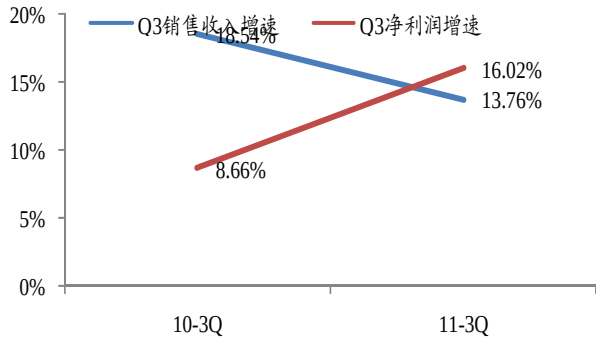
■ 我们根据公司此次股权激励对公司未来盈利预测做部分调整，预计公司 2011 年—2013 年的净利润分别为 0.88 亿元、1.21 亿元和 1.72 亿元，对应 EPS 分别是 0.41 元、0.56 元和 0.80 元，同比增长分别为 15.0%、37.3%和 42.5%；调整目标价为 14.1 元-16.0 元，对应于公司 2011 年 PE 分别为 34 倍和 39 倍，我们认为公司的腹膜透析产品正在一步步的向目标靠近，但贡献业绩还有待进一步观察，继续维持“增持”的投资评级;

图表 1：公司股权激励兑现的业绩条件

锁定期	解锁安排	公司业绩考核条件	解锁比例
激励对象获授的限制性股票 自授予日后的 12 个月	第一批于授予日 12 个月后至 24 个月内解锁	以 2010 年合并报表净利润为固定基数，2011 年合并报表净利润增长率不低于 15%；2011 年合并报表营业收入不低于 4 亿元。	33%
	第二批于授予日 24 个月后至 36 个月内解锁	以 2010 年合并报表净利润为固定基数，2012 年合并报表净利润增长率不低于 33%；2012 年合并报表营业收入不低于 6 亿元。	33%
	第三批于授予日 36 个月后至 48 个月内解锁	以 2010 年合并报表净利润为固定基数，2013 年合并报表净利润增长率不低于 73%；2013 年合并报表营业收入不低于 8 亿元。	34%

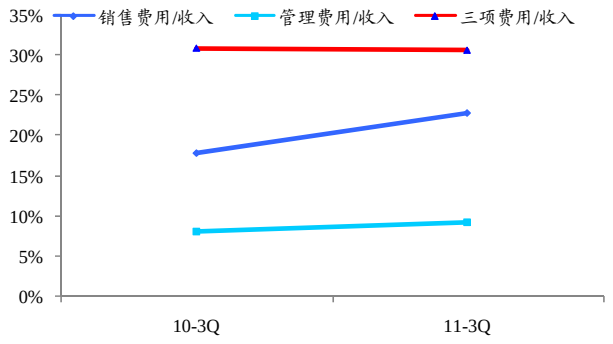
来源：齐鲁证券研究所

图表 2：公司 2011 年前三季度利润增速快于销售增



来源：齐鲁证券研究所

图表 3：公司近三年前三季度销售费用率情况



来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

图表 4：公司 2010-2011Q3 单季度利润表情况

项目	2010 单季度数据				2011 单季度数据			备注	
（百万元）	10-Q1	10-Q2	10-Q3	10-Q4	11-Q1	11-Q2	11-Q3	同比增减	环比增减
主营业务收入	**77.54**	**93.90**	**79.91**	**86.96**	**85.78**	**94.32**	**105.83**	**25.92**	**11.51**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.98%	13.64%	10.63%	0.45%	32.43%		
增长率（环比）	1.32%	21.10%	-14.89%	8.82%	-1.36%	9.96%	12.20%		
营业成本	**34.78**	**39.23**	**35.27**	**37.58**	**36.44**	**40.42**	**48.63**	**13.36**	**8.21**
成本率	44.86%	41.78%	44.14%	43.22%	42.48%	42.85%	45.95%	**1.81%**	**3.10%**
主营业务税金及附加	**0.82**	**1.10**	**0.94**	**1.08**	**0.91**	**1.35**	**1.29**	**0.355**	**-0.05786209**
占销售收入百分比	1.05%	1.18%	1.17%	1.25%	1.06%	1.43%	1.22%	**0.00**	**-0.21%**
主营业务利润	**41.94**	**53.56**	**43.71**	**48.30**	**48.43**	**52.55**	**55.91**	**12.20**	**3.36**
营业利润率	54.09%	57.04%	54.69%	55.54%	56.46%	55.72%	52.83%	**-1.86%**	**-2.89%**
主营毛利	**42.75**	**54.66**	**44.64**	**49.38**	**49.34**	**53.90**	**57.20**	**12.56**	**3.30**
毛利率	55.14%	58.22%	55.86%	56.78%	57.52%	57.15%	54.05%	**-1.81%**	**-3.10%**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-4.49%	10.52%	15.41%	-1.39%	28.13%		
增长率（环比）	-4.31%	27.86%	-18.33%	10.62%	-0.09%	9.25%	6.12%		
销售费用	**15.13**	**15.13**	**14.56**	**16.23**	**19.55**	**21.11**	**24.92**	**10.36**	**3.81**
销售费用/收入	19.51%	16.11%	18.22%	18.66%	22.79%	22.38%	23.55%	**5.33%**	**1.17%**
管理费用	**5.61**	**8.35**	**6.49**	**11.00**	**7.98**	**9.02**	**9.27**	**2.78**	**0.25**
管理费用/收入	7.23%	8.89%	8.12%	12.65%	9.30%	9.56%	8.76%	**0.64%**	**-0.80%**
财务费用	**4.08**	**4.46**	**3.84**	**-2.40**	**-2.20**	**-1.02**	**-1.11**	**(4.95)**	**(0.09)**
财务费用/收入	5.26%	4.75%	4.81%	-2.76%	-2.56%	-1.08%	-1.05%	**-5.86%**	**0.03%**
三项费用/收入	32.01%	29.75%	31.15%	28.55%	29.52%	30.86%	31.26%	**0.11%**	**0.39%**
资产减值损失	0.00	0.54	-0.42	0.84	0.35	0.51	0.71		
公允价值变动收益	-	-	-	-	-	-	-	**0.00**	**0.00**
投资收益	-	-	-	-	-	-	-	**0.00**	**0.00**
营业利润	**17.12**	**25.09**	**19.23**	**22.63**	**22.75**	**22.93**	**22.13**	**2.90**	**(0.80)**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-11.05%	19.69%	32.90%	-8.60%	15.07%		
增长率（环比）	-9.46%	46.54%	-23.34%	17.68%	0.53%	0.78%	-3.49%		
加：营业外收入	0.10	0.00	0.00	8.03	0.00	0.00	2.70	**2.70**	**2.70**
减：营业外支出	0.01	0.10	0.02	0.00	0.52	-	-	**(0.02)**	**0.00**
利润总额	**17.21**	**24.99**	**19.22**	**30.66**	**22.23**	**22.93**	**24.83**	**5.61**	**1.90**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-19.23%	66.31%	29.16%	-8.24%	29.21%		
增长率（环比）	-6.62%	45.16%	-23.10%	59.55%	-27.48%	3.13%	8.28%		
所得税	**3.07**	**4.45**	**2.64**	**5.60**	**3.34**	**3.48**	**3.71**	**1.07**	**0.23**
实际税率(%)	17.85%	17.81%	13.75%	18.26%	15.03%	15.16%	14.94%		**-0.22%**

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

净利润	**14.14**	**20.54**	**16.58**	**25.06**	**18.89**	**19.45**	**21.13**	**4.55**	**1.68**
净利润率(%)	18.24%	21.88%	20.74%	28.82%	22.03%	20.63%	19.97%	**-0.78%**	**-0.66%**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-17.74%	84.35%	33.59%	-5.29%	27.48%		
增长率（环比）	4.03%	45.24%	-19.30%	51.20%	-24.62%	2.97%	8.61%		
少数股东损益							-		
归属母公司所有者的净利润	**14.14**	**20.54**	**16.58**	**25.06**	**18.89**	**19.45**	**21.13**	**4.55**	**1.68**
增长率（同比）	#DIV/0!	#DIV/0!	-17.74%	84.35%	33.59%	-5.29%	27.48%		
增长率（环比）	4.03%	45.24%	-19.30%	51.20%	-24.62%	2.97%	8.61%		
摊薄每股收益（元）	**#DIV/0!**	**#DIV/0!**	**0.08**	**0.12**	**0.09**	**0.09**	**0.10**	**0.02**	**0.01**

来源：齐鲁证券研究所

附表 1：财务预测简表

损益表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	**208**	**289**	**338**	**428**	**624**	**810**
增长率	*28.81%*	*39.0%*	*17.2%*	*26.6%*	*45.6%*	*29.9%*
营业成本	-98	-124	-147	-190	-262	-338
% 销售收入	*47.0%*	*42.9%*	*43.4%*	*44.4%*	*41.9%*	*41.7%*
毛利	110	165	191	238	362	472
% 销售收入	*53.0%*	*57.1%*	*56.6%*	*55.6%*	*58.1%*	*58.3%*
营业税金及附加	-2	-2	-4	-6	-9	-12
% 销售收入	*1.1%*	*0.8%*	*1.2%*	*1.5%*	*1.4%*	*1.4%*
营业费用	-29	-55	-61	-94	-138	-179
% 销售收入	*13.8%*	*19.0%*	*18.0%*	*22.0%*	*22.2%*	*22.1%*
管理费用	-16	-17	-31	-41	-75	-79
% 销售收入	*7.8%*	*6.1%*	*9.3%*	*9.6%*	*12.0%*	*9.7%*
息税前利润（EBIT）	63	90	95	96	140	203
% 销售收入	*30.3%*	*31.2%*	*28.1%*	*22.5%*	*22.5%*	*25.1%*
财务费用	-9	-12	-10	5	0	0
% 销售收入	*4.2%*	*4.3%*	*3.0%*	*-1.2%*	*0.0%*	*0.0%*
资产减值损失	0	-3	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*	*0.0%*
营业利润	54	75	84	101	140	203
营业利润率	*26.2%*	*25.9%*	*24.9%*	*23.7%*	*22.5%*	*25.1%*
营业外收支	1	2	8	6	7	6
税前利润	**56**	**76**	**92**	**107**	**147**	**209**
利润率	*26.9%*	*26.5%*	*27.2%*	*25.1%*	*23.5%*	*25.9%*
所得税	-9	-16	-16	-20	-26	-38
所得税率	*16.8%*	*20.5%*	*17.1%*	*18.2%*	*17.9%*	*18.0%*
净利润	46	61	76	88	121	172
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	**46**	**61**	**76**	**88**	**121**	**172**
净利率	*22.4%*	*21.1%*	*22.6%*	*20.5%*	*19.3%*	*21.2%*

现金流量表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	46	61	76	88	121	172
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	13	22	32	35	41	47
非经营收益	9	12	9	-6	-7	-6
营运资金变动	-11	-56	-40	-42	-110	-113
经营活动现金净流	**57**	**39**	**78**	**75**	**46**	**100**
资本开支	131	101	67	47	46	46
投资	-10	0	0	0	0	0
其他	0	1	0	0	0	0
投资活动现金净流	**-141**	**-100**	**-67**	**-47**	**-46**	**-46**
股权募资	0	32	714	1,026	0	0
债权募资	114	21	-270	0	0	0
其他	4	-12	-12	0	0	0
筹资活动现金净流	**119**	**41**	**432**	**1,026**	**0**	**0**
现金净流量	**35**	**-21**	**443**	**1,053**	**0**	**53**

资产负债表（人民币百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	49	28	471	1,525	1,524	1,577
应收款项	110	151	194	229	339	438
存货	27	48	50	62	86	111
其他流动资产	14	44	21	41	48	65
流动资产	200	272	736	1,856	1,998	2,191
% 总资产	*39.3%*	*42.7%*	*63.9%*	*81.0%*	*81.8%*	*82.9%*
长期投资	0	0	0	0	0	0
固定资产	290	346	368	369	360	348
% 总资产	*57.1%*	*54.4%*	*31.9%*	*16.1%*	*14.7%*	*13.2%*
无形资产	17	17	47	64	85	103
非流动资产	308	364	416	434	446	452
% 总资产	*60.7%*	*57.3%*	*36.1%*	*19.0%*	*18.2%*	*17.1%*
资产总计	**507**	**636**	**1,152**	**2,290**	**2,444**	**2,643**
短期借款	169	210	0	0	0	0
应付款项	31	40	35	53	78	98
其他流动负债	6	12	13	19	27	34
流动负债	206	262	48	72	105	132
长期贷款	80	60	0	0	0	0
其他长期负债	0	0	0	0	0	0
负债	**286**	**322**	**48**	**72**	**105**	**132**
普通股股东权益	221	314	1,104	2,218	2,338	2,510
少数股东权益	0	0	0	0	0	0
负债股东权益合计	**507**	**636**	**1,152**	**2,290**	**2,444**	**2,643**

比率分析

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
每股指标						
每股收益 (元)	0.310	0.380	0.357	0.411	0.564	0.804
每股净资产 (元)	1.474	1.961	5.169	10.384	10.948	11.752
每股经营现金净流 (元)	0.382	0.241	0.363	0.350	0.214	0.466
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	21.01%	19.36%	6.91%	3.96%	5.16%	6.84%
总资产收益率	9.15%	9.56%	6.63%	3.83%	4.93%	6.50%
投入资本收益率	12.43%	12.89%	12.44%	11.36%	14.14%	17.86%
增长率						
营业总收入增长率	28.81%	39.01%	17.24%	26.57%	45.63%	29.90%
EBIT增长率	27.70%	43.20%	5.43%	1.39%	45.52%	44.88%
净利润增长率	36.00%	30.88%	25.59%	15.03%	37.33%	42.48%
总资产增长率	40.08%	25.32%	81.15%	98.85%	6.71%	8.13%
资产管理能力						
应收账款周转天数	166.3	149.1	145.1	146.4	146.0	146.1
存货周转天数	96.5	111.0	122.5	118.7	120.0	119.5
应付账款周转天数	64.9	60.1	44.5	49.2	54.7	52.1
固定资产周转天数	286.1	317.9	379.4	327.8	243.2	196.2
偿债能力						
净负债/股东权益	90.69%	77.19%	-42.68%	-68.75%	-65.18%	-62.84%
EBIT利息保障倍数	7.2	7.3	9.5	-18.7	—	—
资产负债率	56.43%	50.64%	4.13%	3.16%	4.31%	5.01%

来源：齐鲁证券研究所

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

投资评级说明

买入： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 15%以上
增持： 预期未来 6－12 个月内上涨幅度在 5%-15%
持有： 预期未来 6－12 个月内波动幅度在-5%-+5%
减持： 预期未来 6－12 个月内下跌幅度在 5%以上

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（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。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、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。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话: 021-20315181
手机: 18616512309
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道 4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话: 021-20315112
手机:18621368050
传真: 021-20315125
邮编: 200120
地址: 上海市花园石桥路 66 号东亚银行金融大厦 18 层

济南
联系人:阴红星
电话:0531-68889520
手机:13969199716
传真:0531-68889536
邮编:250001
地址:山东济南经七路 86 号证券大厦 2308

此报告专供北京京富融源投资管理有限公司李为民阅读