

## 华仁药业(300110.SZ)

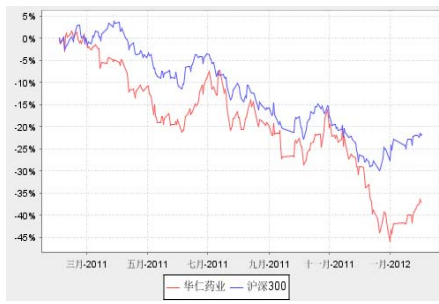
### 设立包材子公司，提升成本控制能力

**评级： 增持**      **前次： 增持**  
**目标价(元)： 12-14**  
 分析师                      分析师  
 胡德军                      生物医药小组  
 S0740511070005  
 021-20315083  
 hudj@r.qlzq.com.cn  
 2012年2月19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)	10.82
市值(百万元)	2311.15
流通市值(百万元)	955.20

#### 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	429.25	607.66	774.47
营业收入增速	39.01%	17.24%	26.88%	41.56%	27.45%
净利润增长率	30.88%	25.59%	15.64%	19.26%	30.05%
摊薄每股收益(元)	0.38	0.36	0.41	0.49	0.64
前次预测每股收益(元)	0.38	0.36	0.41	0.51	0.71
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	25.44	78.74	60.54
PEG	0.00	2.04	1.63	4.09	2.01
每股净资产(元)	1.96	5.17	5.58	6.08	6.72
每股现金流量	0.24	0.36	0.37	0.20	0.40
净资产收益率	19.36%	6.91%	7.40%	8.11%	9.54%
市净率	0.00	3.62	1.88	6.39	5.78
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

- 2012年2月18日发布公告,使用自有资金200万元于青岛设立青岛华仁医药包装材料科技有限公司(简称华仁包材),子公司设立意在加速产品线延伸,保持公司产品市场竞争力;
- 除了公司对产品线的延伸之外,我们更看重公司对未来产品竞争力的提升,我们认为有两点:1、通过产品线延伸,公司可以更好的控制生产成本,从目前行业发展趋势来看,未来无疑会有更多竞争者加入到非PVC产品的行业中来,作为一个地方性优势企业,公司在规模上优势并不明显,因此成本是公司未来赢得市场的一个非常重要的因素;2、随着医药包材行业盈利能力越来越难,产品质量风险也在不断增加,公司通过自己生产医药包材可以很好的控制质量,确保产品安全;
- 我们对2012年整个大输液行业方面认为可能依然面对产品价格继续下滑的风险,2011年大部分主要是基药招标,公司的双管双阀产品作为高端产品受影响程度相对较小,但2012年很多公立医院也将陆续进行招标,从目前行业趋势看,未来医院部分产品价格也将会在一定程度上向基药看齐,这无疑将加速行业整体盈利能力的下滑,特别是在低端产品,包括塑瓶和玻瓶等;
- 从2011年的招标情况分析,我们预计2012年双管双阀非PVC软袋面临的价格调整相对会比较小,而随着更多的塑瓶产品因为成本和售价倒挂未来有很大部分会推出市场,我们预计对公司来说相对是一个比较好的扩大市场份额的机遇,而公司成本控制能力增加无疑将增加公司整体产品盈利能力;
- 我们预计腹膜透析的真正爆发期需要到2013年,公司目前已经开始进行少量销售,但目前市场基本由百特掌控,公司未来可以得到是新增的市场需求,因此市场需要有一段时间的培育期,我们预计随着国家医保支出压力不断增加,政府对推广腹膜透析力度预计会越来越强,今年的医院招标将是公司推广产品的一个良好契机;

- 我们对公司未来盈利预测进行小幅调整，预计公司 2011 年—2013 年的净利润分别为 0.88 亿元、1.05 亿元和 1.37 亿元，对应 EPS 分别是 0.41 元、0.49 元和 0.64 元，同比增长分别为 15.6%、19.3%和 30.0%；公司目标价 12 元-14 元，继续维持“增持”的投资评级；

**图表 1: 分产品预测表**

项 目	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
<b>普适输液</b>						
销售收入	182.85	264.22	303.27	376.38	525.00	646.00
增长率 (YOY)	—	44.50%	14.78%	24.11%	39.49%	23.05%
毛利率	52.24%	57.43%	57.01%	56.10%	54.29%	52.94%
销售成本	87.33	112.48	130.38	165.24	240.00	304.00
增长率 (YOY)	—	28.80%	15.91%	26.74%	45.24%	26.67%
毛利	95.52	151.74	172.89	211.14	285.00	342.00
增长率 (YOY)	—	58.86%	13.94%	22.12%	34.98%	20.00%
占总销售额比重	88.09%	91.57%	89.65%	87.68%	86.40%	83.41%
占主营业务利润比重	86.82%	92.17%	90.32%	88.37%	86.33%	82.56%
<b>治疗性输液</b>						
销售收入	22.41	20.51	30.24	44.83	74.22	119.61
增长率 (YOY)	—	-8.48%	47.44%	48.26%	65.55%	61.15%
毛利率	60.92%	62.46%	59.87%	60.40%	59.80%	59.74%
销售成本	8.76	7.70	12.14	17.76	29.83	48.16
增长率 (YOY)	—	-12.08%	57.61%	46.31%	68.03%	61.42%
毛利	13.65	12.81	18.10	27.08	44.39	71.45
增长率 (YOY)	—	-6.16%	41.33%	49.56%	63.92%	60.97%
占总销售额比重	10.80%	7.11%	8.94%	10.44%	12.21%	15.44%
占主营业务利润比重	12.41%	7.78%	9.46%	11.33%	13.44%	17.25%
<b>其他</b>						
销售收入	2.31	3.82	4.79	8.04	8.44	8.86
增长率 (YOY)	—	65.37%	25.39%	67.82%	5.00%	5.00%
毛利率	36.51%	2.28%	8.97%	8.97%	8.97%	8.97%
销售成本	1.47	3.73	4.36	7.32	7.68	8.07
增长率 (YOY)	—	154.52%	16.81%	67.82%	5.00%	5.00%
毛利	0.84	0.09	0.43	0.72	0.76	0.79
增长率 (YOY)	—	-89.67%	393.32%	67.82%	5.00%	5.00%
占总销售额比重	1.11%	1.32%	1.42%	1.87%	1.39%	1.14%
占主营业务利润比重	0.77%	0.05%	0.22%	0.30%	0.23%	0.19%
销售收入小计	207.57	288.55	338.30	429.25	607.66	774.47
销售成本小计	97.55	123.91	146.87	190.31	277.52	360.23
毛利	110.02	164.64	191.43	238.94	330.14	414.25
平均毛利率	53.00%	57.06%	56.59%	55.66%	54.33%	53.49%

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)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业总收入	208	289	338	429	608	774	货币资金	49	28	471	698	793	818
增长率	28.81%	39.0%	17.2%	26.9%	41.6%	27.5%	应收账款	110	151	194	229	331	419
营业成本	-98	-124	-147	-190	-278	-360	存货	27	48	50	63	95	123
% 销售收入	47.0%	42.9%	43.4%	44.3%	45.7%	46.5%	其他流动资产	14	44	21	41	51	69
毛利	110	165	191	239	330	414	流动资产	200	272	736	1,032	1,270	1,429
% 销售收入	53.0%	57.1%	56.6%	55.7%	54.3%	53.5%	% 总资产	39.3%	42.7%	63.9%	70.4%	74.0%	76.0%
营业税金及附加	-2	-2	-4	-6	-8	-11	长期投资	0	0	0	0	0	0
% 销售收入	1.1%	0.8%	1.2%	1.5%	1.4%	1.4%	固定资产	290	346	368	369	360	348
营业费用	-29	-55	-61	-97	-128	-167	% 总资产	57.1%	54.4%	31.9%	25.1%	21.0%	18.5%
% 销售收入	13.8%	19.0%	18.0%	22.5%	21.0%	21.5%	无形资产	17	17	47	64	85	103
管理费用	-16	-17	-31	-41	-73	-75	非流动资产	308	364	416	434	446	452
% 销售收入	7.8%	6.1%	9.3%	9.6%	12.0%	9.7%	% 总资产	60.7%	57.3%	36.1%	29.6%	26.0%	24.0%
息税前利润 (EBIT)	63	90	95	95	121	161	资产总计	507	636	1,152	1,466	1,716	1,881
% 销售收入	30.3%	31.2%	28.1%	22.1%	19.9%	20.9%	短期借款	169	210	0	200	250	250
财务费用	-9	-12	-10	7	0	-1	应付款项	31	40	35	55	82	103
% 销售收入	4.2%	4.3%	3.0%	-1.7%	-0.1%	0.1%	其他流动负债	6	12	13	19	27	33
资产减值损失	0	-3	-1	0	0	0	流动负债	206	262	48	274	358	386
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期借款	80	60	0	0	60	60
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	0	0	0	0	0
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	负债	286	322	48	274	418	446
营业利润	54	75	84	102	122	161	普通股股东权益	221	314	1,104	1,192	1,298	1,435
营业利润率	26.2%	25.9%	24.9%	23.8%	20.0%	20.7%	少数股东权益	0	0	0	0	0	0
营业外收支	1	2	8	6	7	6	负债股东权益合计	507	636	1,152	1,466	1,716	1,881
税前利润	56	76	92	108	128	167	比率分析						
利润率	26.9%	26.5%	27.2%	25.1%	21.1%	21.6%		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
所得税	-9	-16	-16	-20	-23	-30	每股指标						
所得税率	16.8%	20.5%	17.1%	18.2%	17.9%	18.0%	每股收益 (元)	0.310	0.380	0.357	0.413	0.493	0.641
净利润	46	61	76	88	105	137	每股净资产 (元)	1.474	1.961	5.169	5.582	6.075	6.716
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	每股经营现金流 (元)	0.382	0.241	0.363	0.369	0.200	0.403
归属于母公司的净利润	46	61	76	88	105	137	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利润率	22.4%	21.1%	22.6%	20.6%	17.3%	17.7%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	21.01%	19.36%	6.91%	7.40%	8.11%	9.54%
净利润	46	61	76	88	105	137	总资产收益率	9.15%	9.56%	6.63%	6.02%	6.13%	7.28%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	投入资本收益率	12.43%	12.89%	12.44%	11.16%	12.21%	14.30%
非现金支出	13	22	32	35	41	47	增长率						
非经营收益	9	12	9	-1	5	8	营业总收入增长率	28.81%	39.01%	17.24%	26.88%	41.56%	27.45%
营运资金变动	-11	-56	-40	-43	-109	-106	EBIT增长率	27.70%	43.20%	5.43%	-0.32%	27.86%	33.37%
经营活动现金净流	57	39	78	79	43	86	净利润增长率	36.00%	30.88%	25.59%	15.64%	19.26%	30.05%
资本开支	131	101	67	47	46	46	总资产增长率	40.08%	25.32%	81.15%	27.28%	17.06%	9.59%
投资	-10	0	0	0	0	0	资产管理能力						
其他	0	1	0	0	0	0	应收账款周转天数	166.3	149.1	145.1	146.4	146.0	146.1
投资活动现金净流	-141	-100	-67	-47	-46	-46	存货周转天数	96.5	111.0	122.5	118.7	120.0	119.5
股权募资	0	32	714	0	0	0	应付账款周转天数	64.9	60.1	44.5	49.2	54.7	52.1
债权募资	114	21	-270	200	110	0	固定资产周转天数	286.1	317.9	379.4	327.0	249.6	205.2
其他	4	-12	-12	-5	-12	-14	偿债能力						
筹资活动现金净流	119	41	432	195	98	-14	净负债/股东权益	90.69%	77.19%	-42.68%	-41.79%	-37.24%	-35.44%
现金净流量	35	-21	443	227	95	25	EBIT利息保障倍数	7.2	7.3	9.5	-12.9	-257.4	173.4
							资产负债率	56.43%	50.64%	4.13%	18.66%	24.38%	23.72%

来源: 齐鲁证券研究所

**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

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