国海证券 SEALAND SECURITIES

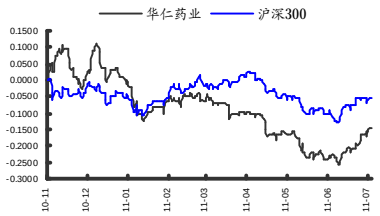
腹膜透析，蓝色海洋

——华仁药业（300110）调研简报

创新医药主题研究

评级：增持

相对沪深 300 表现



表现	1m	3m	12m
华仁药业	11.6	-4.7	-28.5
沪深 300	4.1	-7.2	16.2

市场数据		2011.7.15
当前价格	（元）	15.54
52 周价格区间	（元）	13.35-24.18
总市值	（百万）	3319.34
流通市值	（百万）	832.94
总股本	（万股）	21360.00
流通股	（万股）	5359.95
日均成交额	（百万）	41.04
近一月换手	（%）	37.93

相关报告

分析师

黄秋菡

电话：0755-83704681

执业证书：S0350210060001

邮件：huangqh@ghzq.com.cn

合规申明：

公司持有该股票是否超过该公司已发行股份的 1%？

☐ 是　　☐ 否

- **腹膜透析液市场规模巨大**　腹透具有安全、便捷、价格低廉等优点，随着产品进入医保目录以及卫生部的积极推广。腹透市场将迎来 30 亿/年的规模，潜在市场空间达到 150 亿。
- **凭借非 PVC 软袋，有望开拓新蓝海**　国内腹透市场被百特垄断，但全都是 PVC 软袋，并不符合产业发展潮流。华仁与卫生部合作推广非 PVC 软袋，在价格上具有优势，新签约推广培训中心 31 家，辐射医院预计在 5000 家，为未来销售放量提供渠道保证。
- **产能将达到 5800 万袋，仍在市场容量内**　公司现有一条小规模生产线，约 800 万袋的产能，另一条在建生产线产能 3000 万袋，与武汉同济医院合作成立的子公司还将拥有 2000 万袋的产能。预计 2012 年底公司产能达到 5800 万袋，最大终端销售超过 15 亿，但仍在市场容量内。
- **股权激励保证良性成长**　公司股权激励方案涉及包括高管在内的核心员工 137 人，该激励方案兑现难度并不高，对应激励费用 4275 万元，分 3 年计提，对各年度管理费用增加有限，但能稳定团队，保证盈利增长。
- **大输液毛利率下降幅度有限**　受药品降价影响，公司大输液产品降价幅度约 7-8%，为了减少冲击，公司积极开展内部挖潜，提升工艺，同时销量增加也降低了单位成本。预计毛利率下滑 2-3 个百分点，11 年预计毛利率 55%。
- **腹透拓展增长空间，给予“增持”评级**　预计 11-13 年净利润达到 0.86/1.22/1.96 亿元，对应 EPS 分别是 0.40/0.57/0.92 元，对应 PE 是 39/27/17 倍。我们看好公司进军腹透市场的举措，给予“增持”的投资评级。

预测指标	2010	2011E	2012E	2013E
主营收入　（百万元）	338	413	588	955
增长率(%)	17%	22%	42%	62%
净利润　（百万元）	76	86	122	196
增长率(%)	26%	13%	42%	61%
摊薄每股收益　（元）	0.36	0.40	0.57	0.92
ROE　（%）	6.91%	7.27%	9.40%	13.28%

腹膜透析液市场规模巨大

腹透具有安全、便捷等优势

腹膜透析（peritoneal dialysis PD）是利用腹膜作为透析膜，向腹腔内注入透析液，膜一侧毛细血管内血浆和另一侧腹腔内透析液借助其溶质浓度梯度和渗透梯度，通过弥散对流和超滤的原理，清除机体内潴留的代谢废物和过多的水分，同时通过透析液补充所需的物质。不断更新新鲜透析液反复透析，则可达到清除毒素、脱去多余水分、纠正酸中毒和电解质的紊乱治疗目的。与血透相比，腹透具有操作简单、安全等优点。

图表 1、腹透的优缺点分析

	优点	缺点
一	操作简单、应用范围广泛，不需要特殊的设备，在基层医院和患者家中均可进行，基本不影响工作，携带方便，且不需要全身应用抗凝药，腹腔内用肝素量较少且不易吸收。不增加出血风险，适用于有出血倾向的透析患者	感染的可能：由于腹膜透析专用的导管在换液时须和透析袋连接，故有腹腔感染的可能，所以在做任何和腹膜透析治疗相关的步骤时，都要先彻底地洗净双手。以目前的技术，腹膜炎的发生率已大幅降低。
二	无体外循环，无血流动力学改变，透析平稳，避免了血容量急剧减低引起的低血压，无失衡，故对于老年人，尤其是心血管疾病伴循环不稳定的患者，安全性较大。	体重和血中甘油三酯增加：由于透析液是利用葡萄糖来排除多余水分，所以可能在透析时吸收了部分的葡萄糖，可能使病人的体重增加、血甘油三酯及其他脂质升高，所以需要适当的运动及减少糖分摄取。
三	保护残余肾功能，有较多的研究表明腹膜透析患者残余肾功能下降速度明显低于比血液透析的患者。而残余肾功能对改善透析患者的生活质量,提高透析患者的生存期均是非常重要的。	蛋白质流失：在透析的过程中会流失少许蛋白质及维生素，所以需从食物中补充。除了维持原有正常的饮食习惯外，可多摄取一些鱼、肉、蛋、奶等，而维生素的最佳来源为水果蔬菜，可多加补充。
四	对中分子物质的清除较血液透析好,对贫血及神经病变的改善优于血液透析。	

资料来源：国海证券研究所

政策支持腹透推广

卫生部 6 月发布《卫生部办公厅关于做好腹膜透析有关工作的通知》，确定 31 家腹膜透析培训中心和 28 家示范中心培育单位。紧接着，又在北京召开腹膜透析培训中心工作会议，并与华仁药业合作推广其腹膜透析液产品。标志着腹膜透析已经得到卫生部的认可和支持，腹透将在全国范围内大力度推广和发展。

腹透具有价格优势

对于肾病患者来说，普通血液透析一年需要花费大约 5-6 万元，腹膜透析则只需要 3-4 万元，能节约 2 万元/年。

血透需要使用抗凝药物，相比腹透还要增加 1-2 万元的用药成本，综合来看，腹透比血透能为患者节省 3-4 万元的开销。

图表 2、腹透一年花费 3-4 万元

	腹透	血透
单次花销	30-40 元/袋，百特在多省招标价为 34.9 元/袋	400-500 元/次
频率	一天 3-4 次，每次 2L，根据患者病情不同，平均约 1000 次/年	一周 2-3 次，平均约 120 次/年
总花费	3-4 万元	4.8-6 万元

资料来源：国海证券研究所

腹透市场 30 亿，长期可超百亿

截至 2009 年底，我国透析登记的病人共有 17 万人。实际估计人数约为 23 万人，其中，进行腹膜透析的病人 2.6 万人左右。按照每位病人一年 3-4 万元的费用估算，现有腹透市场是 7.8-10.4 亿元。

另一组数据显示，我国终末期肾病（ESRD）病人约 100 万，之前由于腹膜透析没能进入医保目录，肾病患者多数囿于经济条件，未能进行治疗。随着卫生部着手推广腹膜透析，一方面实现医保，另一方面引入华仁这样的新厂商，促使药品降价。我们预计，100 万的肾病患者意味着巨大的市场商机，即便按照最为保守的 10%腹透比例测算，市场规模将在 30 亿元以上，是目前的 3 倍，

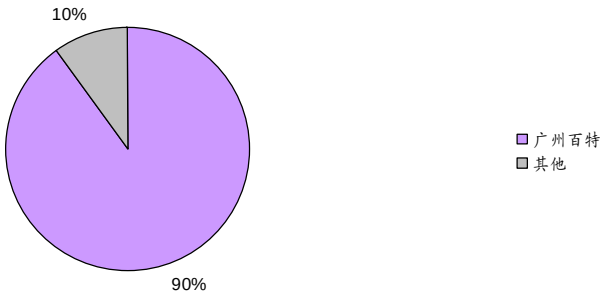
如果有 50 万人进行腹透，潜在市场空间可以达到 150 亿元以上，无疑是一座未被发掘的金矿。

凭借非 PVC 软袋，有望开拓新蓝海

百特一家独大

国内目前共有 4 家厂商生产腹膜透析液。分别是广州百特、成都青山利康、上海长征富民和天津天安。其中，百特凭借技术和渠道优势，占据了国内 90%以上的市场。

图表 3、广州百特一家独大



资料来源：国海证券研究所

非 PVC 软袋将取代现有产品

根据发改委所出的《产业结构调整指导目录 2011 年本》，医药淘汰类产品中，PVC 软袋属于淘汰类落后产品，虽然腹膜透析液归属除外产品，但根本原因是我国腹膜透析液市场现阶段尚没有非 PVC 软袋，以百特为首的腹透厂商均销售 PVC 软袋产品，

因此该条款主要是保证市场供应不至于陡然短缺影响患者使用。我们相信，随着华仁等公司的非 PVC 软袋投放市场，腹膜透析液必然开始由 PVC 软袋向非 PVC 软袋转变，产品格局将发生剧变，

图表 4、PVC 软袋是淘汰类落后产品

（六）医药

1、输液软膏管、单层聚烯烃软膏管（肛肠、腔道给药除外）

2、安瓿灌装注射用无菌粉末

3、药用天然胶塞

4、非易折安瓿

5、输液用聚氯乙烯（PVC）软袋（不包括腹膜透析液，冲洗液用）

资料来源：国海证券研究所

先行一步带来步步领先

公司在大输液领域就坚持非 PVC 软袋，始终以最新技术作为公司发展方向。公司拥有国内最大的非 PVC 软袋单体工厂，现有产能 1 亿袋，募投项目达产后为 1.55 亿袋。

除了产能领先外，公司旗下华仁塑胶可自主生产连接口管盖配套，实现进口替代，既节约成本，又证明研发能力。因此，在非 PVC 软袋这一细分领域，公司已经走在行业前列，基于技术共性，这为进军非 PVC 软袋腹膜透析液奠定了良好的基础。

腹透液产能全国领先

公司现有一条小规模生产线，产能大约 800 万袋/年，今年 3 月份公司在青岛新增一条 3000 万袋的生产线，7 月宣布在武汉与同济医院合资设立子公司（华仁持 51%），新增一条 2000 万袋生产线。

全部产能投产后，公司年产能将达到 5800 万袋/年，按 30 元/袋的价格估算，对应终端市场规模 16.8 亿元，在 30 亿的市场容量下，这样的产能是可接受的。

图表 5、腹膜透析液产能

	2010	2011	2012	2013	2014
腹透液-万袋	800	800	3800	5800	5800
小生产线	800	800	800	800	800
新增产能			3000	3000	3000
合资企业产能				2000	2000

资料来源：国海证券研究所

政策护航渠道拓展

卫生部确定的 31 家培训示范中心，每家需要辐射大约 100 家基层医院，加上 28 家示范中心培育单位，腹透推广医院预计在 5000 家。

从技术上分析，基层医院的医生、护士开展腹透的操作要求并不高，因此，示范中心除了指导功能外，另外一个重要作用是引导医院使用非 PVC 软袋的腹透液。对比产品价格，华仁软袋部分技术实现自行生产，成本具有优势，预计产品上市后将低于百特产品至少 10%以上。

综合来看，现阶段能进行非 PVC 软袋的厂商就只有华仁一家，价格上具有优势，政策上有支持，这无疑为公司占据市场先机提供了充分的保障。

股权激励保证良性成长，产品价格下跌趋势缓解

股权激励核心员工

公司股权激励方案授予给激励对象限制性股票的数量累计不超过 600 万股，其中首次授予 580 万股，预留 20 万股，授予对象是包括公司高管在内的 137 名核心员工。

激励形式是向授予对象定向增发，增发价格为草案公布前 20 日股价平均价格的 50%（7.125 元），分三年解禁。申请解禁的条件是:

1） 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%，2012 年合并报表净利润增长率不低于 32%；2013 年合并报表净利润增长率不低于 52%;

2） 解锁日上一年度归属于公司股东的净利润及归属于公司股东的扣除非经常性损益的净利润均不得低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负。

我们认为，只要保证 11-13 年每年净利润增速不低于 15%，就可以兑现该股权激励方案，因此，该方案的实现难度并不高。

此次股权激励方案将增加公司费用 4275 万元，按照分年度计提原则，三个完整的年度分别计提的费用为 2138、1425、713 万元。假设今年 4 季度开始计提，那么在 11-14 年，公司为股权激励所需计提的费用分别为 534、1959、891、178 万元。

图表 6、股权激励方案对应的费用

行权差价-元	7.125			
授予股份-万股	600			
费用-万元	4275			
剩余股份-万股	600	400	200	
	第一年	第二年	第三年	
完整年度对应费用-万元	2137.5	1425	712.5	
会计年度	2011	2012	2013	2014
会计年度费用-万元	534	1959	891	178

资料来源：国海证券研究所

大输液价格下跌趋势缓解

药品降价对大输液产品带来较大冲击，虽然公司产品集中在相对高端的非 PVC 软袋，但亦难逃价格下滑带来的影响。

我们估计公司产品价格比去年有 7-8%左右的降低，公司采取了内

部挖潜，降低单位成本。销售量增长带来的规模效应一定程度上也缓解了成本压力，预计今年毛利率不会出现大幅下滑。下降幅度预计在 2-3 个百分点，维持在 55%左右。

腹透拓展成长空间，给予“增持”评级

13 年是收入增长爆发点

11-12 年是腹透液推广初期，预计到 12 年下半年新建产能才能拿到批文上市，收入爆发增长点将集中在 2013 年。预计公司 11-13 年实现销售收入 4.13/5.88/9.55 亿元，对应增速分别是 22%/42%/62%。

图表 7、公司营业收入分产品预测

人民币百万	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	289	338	413	588	955
普通输液	264	303	349	453	589
治疗性输液	21	30	39	49	59
腹透液	0	0	20	80	300
其他	4	5	5	6	6
毛利率	57.05%	56.59%	54.90%	54.97%	55.01%
普通输液	57.43%	57.01%	55.00%	55.00%	55.00%
治疗性输液	62.46%	59.89%	60.00%	60.00%	60.00%
腹透液			55.00%	55.00%	55.00%
其他	2.36%	8.98%	10.00%	10.00%	10.00%
营业利润	165	191	227	323	525
普通输液	152	173	192	249	324
治疗性输液	13	18	24	29	35
腹透液	0	0	11	44	165
其他	0	0	1	1	1

资料来源：公司资料、国海证券研究所

净利润实现高增长，给予“增持”的评级

我们预计 11-13 年净利润达到 0.86/1.22/1.96 亿元，对应 EPS 分别是 0.40/0.57/0.92 元，对应 PE 是 39/27/17 倍。

我们认为，大输液降价或许暂时会告一段落，腹膜透析的巨大蓝海正在朝公司打开，看好公司进军腹透市场的举措，给予公司“增持”的投资评级。

附表 1、华仁药业盈利预测

华仁药业盈利预测表

证券代码:	300110.sz		股票价格:	15.54	投资评级:	增持		日期:	2011-7-15
资产负债表（百万元）	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	**利润表（百万元）**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
现金及现金等价物	471	506	504	430	**营业收入**	**338**	**413**	**588**	**955**
应收款项	194	237	337	546	营业成本	147	186	265	430
存货净额	50	65	93	151	营业税金及附加	4	5	7	11
其他流动资产	21	25	36	59	销售费用	61	75	106	172
流动资产合计	**736**	**833**	**969**	**1185**	管理费用	31	38	55	89
固定资产	363	351	340	328	财务费用	10	(5)	(5)	(5)
在建工程	4	4	4	4	其他收入	(1)	(1)	(1)	(1)
无形资产及其他	47	47	45	44	**营业利润**	**84**	**113**	**160**	**257**
长期股权投资	0	0	0	0	营业外净收支	8	0	0	0
资产总计	**1152**	**1237**	**1360**	**1563**	**利润总额**	**92**	**113**	**160**	**257**
短期借款	0	0	0	0	所得税费用	16	19	27	44
应付款项	17	22	31	50	少数股东损益	0	7	11	17
预收帐款	3	4	5	8	**归属于母公司净利润**	**76**	**86**	**122**	**196**
其他流动负债	28	28	28	28					
流动负债合计	**48**	**53**	**64**	**86**	**现金流量表（百万元）**	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**
长期借款及应付债券	0	0	0	0	**经营活动现金流**	**78**	**52**	**18**	**(47)**
其他长期负债	0	0	0	0	净利润	76	94	132	213
长期负债合计	**0**	**0**	**0**	**0**	少数股东权益	0	7	11	17
负债合计	**48**	**53**	**64**	**86**	折旧摊销	31	14	13	13
股本	214	214	214	214	公允价值变动	0	0	0	0
股东权益	1104	1184	1296	1477	营运资金变动	(30)	(63)	(138)	(290)
负债和股东权益总计	**1152**	**1237**	**1360**	**1563**	**投资活动现金流**	**(67)**	**24**	**25**	**24**
					资本支出	(23)	12	12	11
关键假设与估值指标	**2010**	**2011E**	**2012E**	**2013E**	长期投资	0	0	0	0
EPS	0.36	0.40	0.57	0.92	其他	0	0	0	0
BVPS	5.17	5.51	5.98	6.75	**筹资活动现金流**	**23**	**(14)**	**(20)**	**(32)**
P/E	43.49	38.56	27.23	16.93	债务融资	(250)	0	0	0
P/B	3.01	2.82	2.60	2.30	权益融资	0	0	0	0
P/S	9.81	8.03	5.64	3.48	其它	286	0	0	0
ROE	7%	7%	9%	13%	**现金净增加额**	**34**	**62**	**23**	**(55)**
ROA	7%	7%	9%	13%					
毛利率	57%	55%	55%	55%	**公司基本情况**				
销售净利率	23%	21%	21%	21%	大股东名称	华仁世纪集团有限公司			
收入增长率	17%	22%	42%	62%	大股东持股比例	53%			
利润增长率	26%	13%	42%	61%	注册地	山东省青岛市高科技工业园株洲路187号			
资产负债率	4%	4%	5%	6%	办公地	山东省青岛市高科技工业园株洲路187号			

资料来源：Wind、公司数据、国海证券研究所

风险提示

腹膜透析液推广虽然得到了卫生部的大力支持，但实际操作中还存在推广效果不佳影响;

以百特为首的现有市场垄断者，不会轻易放弃该市场，PVC 与非 PVC 之争可能会升级;

国内其他非 PVC 软袋厂商进入腹透市场，加剧市场竞争。

国海证券投资评级标准

行业投资评级

强于大市：相对沪深 300 指数涨幅 10%以上；

中性：　　相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间；

弱于大市：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

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

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我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业务服务。本报告版权归国海证券所有。