

受益透析市场结构调整 业绩增长动能增强

投资要点:

1. 事件

近期,我们对公司的情况进行了跟踪。

2. 我们的分析与判断

(一)、看好腹膜透析液项目

6月13日,卫生部发布《卫生部办公厅关于做好腹膜透析有关工作的通知》,在全国推进腹膜透析工作。6月17日,卫生部宣布于华仁合作,通过推广华仁腹膜透析液,降低医疗费用。腹膜透析主要作为肾衰竭治疗手段之一,临床上验证后发现疗效确切,并作为肾衰竭一体化治疗的优选治疗。我们看好该项目,因为:

1) **相对于血液透析更廉价有效:** 终末期肾病的治疗手段应当由腹透、血透、移植三者互相配合,实际中由于肾源紧张,大多数患者处于透析治疗阶段。腹膜透析一天要使用4袋透析液,一年的费用约5万元;血液透析是目前的主要治疗方式,一周要进行两次,一年的费用约8万元。相比之下,腹膜透析更经济;此外,腹膜透析过程也比较温和,对人体心脏、血液及循环动力影响较小。

2) **腹膜透析液市场:** 目前市场上的腹膜透析液主要来自百特公司,年销售量估计在3000-4000万袋,终端售价约37元/袋。公司的产品终端售价会比百特至少低15%以上。除了价格因素外,公司的腹膜透析液为非PVC包装,安全性更好。预计13年销量可达1000万袋,15年4000万袋。

3) **行政壁垒:** 腹膜透析液的生产工艺相对简单,因此技术壁垒并不高。未来的市场壁垒主要来自行政方面,即未来5年卫生部只和华仁合作推广腹膜透析产品。此外,考虑到腹膜透析液的市场潜在规模能够达到60亿元,单靠一家企业难以做大,我们认为该市场在短期内不会出现过度竞争的情况。

(二)、预计大输液下半年能恢复增速

公司大输液2010年销量8000多万袋,今年全年预计可以达到1.1亿袋。上半年公司普通大输液收入同比增长5.6%,收入增速低于预期的主要原因有:1)中标价格有所下滑,目前基本在4.2元左右,去年同期基本在4.5-5元;2)过往上半年收入占比在40-45%,下半年才是发货的高点。

公司目前正在积极的开拓新客户,包括江苏、陕西等地,预计下半年增速会有所回升。

在成本控制方面,公司生产膜材的募投项目预计明年8月能够建成投产。膜材在公司非PVC软袋的生产成本中占比约20%,目前全部依靠进口。募投项目达产后可以大幅降低成本。

华仁药业 (300110.SZ)

谨慎推荐 首次评级

分析师

陈雷 行业分析师

✉: chenlei_zb@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511020010

特此鸣谢

黄国珍 ☎: ((8621)20252 609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据	时间	2011.09.27
A股收盘价(元)		13.59
A股一年内最高价(元)		18.99
A股一年内最低价(元)		13.00
上证指数		2415.05
市净率		2.63
总股本(万股)		21360.00
实际流通A股(万股)		8828.05
限售的流通A股(万股)		12531.95
流通A股市值(亿元)		12.00

3. 投资建议

我们认为随着大输液产品价格的下滑,公司大输液业务的收入增长逐步放缓;同时,腹膜透析液项目受益于卫生部大力推广以及对终末期肾病医疗保障试点政策,预计明年该项目对公司业绩就会有明显贡献。预计 2011~2013 年 EPS 分别为 0.41 元、0.54 元和 0.76 元,首次给予“谨慎推荐”评级。

表 1: 华仁药业 (300110.SZ) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	28	471	534	596	597	营业收入	289	338	405	510	698
应收票据	11	49	59	74	102	营业成本	124	147	175	217	287
应收账款	132	137	164	206	282	营业税金及附加	2	4	5	6	8
预付款项	44	18	22	27	36	销售费用	55	61	87	107	147
其他应收款	8	8	9	12	16	管理费用	17	31	38	48	66
存货	48	50	60	74	98	财务费用	12	10	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	3	1	1	1	1
固定资产净额	340	363	403	370	337	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	6	4	(67)	(67)	(17)	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	17	47	50	54	57	营业利润	75	84	101	133	192
递延所得税资产	1	1	1	1	1	营业外净收入	2	8	5	5	5
资产总计	636	1152	1236	1348	1509	税前利润	76	92	106	138	197
短期借款	190	0	0	0	0	所得税	16	16	18	24	34
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	61	76	88	115	163
应付账款	19	17	20	24	32	归属母公司净利润	61	76	88	115	163
预收款项	1	3	3	4	6	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	2	0	0	0	0	基本每股收益	0.38	0.36	0.41	0.54	0.76
应交税费	10	13	13	13	13	摊薄每股收益	0.38	0.36	0.41	0.54	0.76
其他应付款	20	15	15	15	15						
一年内到期的非	20	0	0	0	0						
长期借款	60	0	0	0	0						
长期应付款	0	0	0	0	0						
专项应付款	0	0	0	0	0						
其他非流动负债	0	0	0	0	0						
负债合计	322	48	51	57	67						
所有者权益合计	314	1104	1185	1291	1442						
现金流量表						财务指标					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E		2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
净利润	61	76	88	115	163	成长性					
折旧与摊销	0	0	33	35	35	营业收入增长率	39%	17%	20%	26%	37%
经营活动现金流	61	76	74	73	65	EBIT 增长率	43%	5%	6%	32%	44%
投资活动现金流	0	0	(5)	(5)	(55)	净利润增长率	31%	26%	16%	30%	42%
融资活动现金流	0	0	(6)	(7)	(9)	盈利能力					
净现金流	61	76	63	62	1	毛利率	57%	57%	57%	57%	59%
期初现金余额	49	28	471	534	596	净利率	21%	23%	22%	22%	23%
期末现金余额	109	104	534	596	597	EBITDA/营业收入	38%	37%	33%	33%	32%
						ROE	19%	7%	7%	9%	11%
						ROIC	12%	7%	7%	8%	11%
						估值指标					
						PE	48	38	33	25	18
						P/S	8	9	7	6	4
						P/B	7	3	2	2	2
						EV/EBITDA	22	19	18	14	10
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

陈雷，行业分析师。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，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。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接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座

上海浦东新区富城路 99 号震旦大厦 26 楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦 26 层

公司网址: www.chinastock.com.cn

机构请致电:

北京地区: 傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区: 于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区: 詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn