

血透患者激增倒逼腹透推广提速

华仁药业 (300110.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

近期,我们对腹膜透析液的市场进行了调研跟踪。

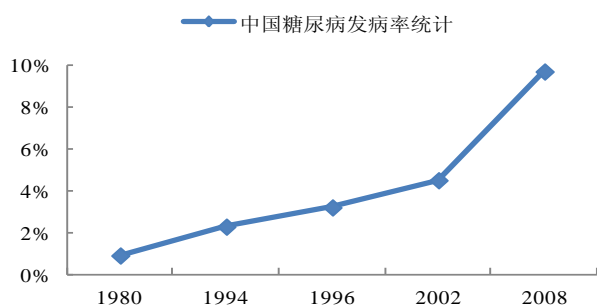
2. 我们的分析与判断

(一)、慢性肾衰竭随慢性病发病率上升而大幅增加

肾功能衰竭可分为急性和慢性。急性肾衰竭主要是由于急性肾缺血或肾中毒引起的;慢性肾衰竭则是由糖尿病、高血压、红斑狼疮、免疫系统疾病等各种病因引起的慢性肾病,部分患者最终发展为肾衰竭。过去两者的发病率相对稳定。

近些年来随着人口老龄化及生活环境的变化,我国一些慢性病发病率迅速上升:如糖尿病发病率从上世纪80年代的0.9%已经攀升到近10%,高血压的发病率也达到了18.8%。

图1: 中国糖尿病发病率统计



资料来源: 中华医学会糖尿病学分会 中国银河证券研究部

据统计,我国肾脏损害(CKD)病人有一亿人左右,每年新进入肾衰竭(ESRD)的病人大约260万人。我们认为,随着糖尿病、高血压等慢性病发病率的快速上升,慢性肾衰竭的患者也将大幅增加,对透析治疗的需求将迅速释放。

表1: 急性和慢性肾衰竭发病率趋势

分类	病因	发病率趋势
急性肾衰竭	因外伤、烧伤等造成肾脏血流供应不足,或因某种因素阻塞或是受到毒物的伤害在短时间内造成肾脏功能受损	基本稳定
慢性肾衰竭	由糖尿病、高血压等各种病因所致的慢性肾病发展至晚期而出现的一组临床症状组成的综合症	随糖尿病、高血压等发病率的上升而提高

资料来源: 中国银河证券研究部

分析师

黄国珍 行业分析师

☎: (8621) 2025 2609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

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 2012.07.12

A股收盘价(元)	13.00
A股一年内最高价(元)	13.20
A股一年内最低价(元)	9.23
上证指数	2185.49
市净率	2.38
总股本(万股)	21836.35
实际流通A股(万股)	8828.10
限售的流通A股(万股)	13008.25
流通A股市值(亿元)	11.48

(二)、大病保障水平提高释放透析需求

医保对大病报销比例的提高，透析患者人数激增

未来中国的医保将由广覆盖、低水平逐渐转向提高大病的保障水平过渡。其中儿童的两类重大疾病白血病和先天性心脏病走在了大病医保报销的前面。乳腺癌、宫颈癌和尿毒症是当前影响妇女及普通人群健康的三类重大疾病，2011年初这三大类疾病开始试点医保报销。就尿毒症透析而言，虽然上海等部分发达地区报销比例较高，但全国很多相对欠发达地区自负部分仍然偏高，给患者家庭造成了沉重的经济负担限制了就医能力。随着卫生部在全国范围内推广大病保障工作，一些地区医保也调高了对尿毒症透析的报销比例，如山东聊城从2012年3月开始，血液透析城镇职工医保报销比例由原来的85%提高到了95%。考虑到政策执行要滞后一段时间，目前正处于报销比例提高后透析患者人数持续快速上升阶段，未来大量的潜在因经济因素不能透析的患者也将加入到透析行业，加剧了行业内供需矛盾。

(三)、血透捉襟见肘，大量患者需要转向腹膜透析

终身治疗，费用负担沉重，透析治疗率低

我国是一个人口大国，现在面临人口老龄化的问题，据统计肾脏损害（CKD）病人有一亿人左右，临床研究认为约有肾衰竭（ESRD）的发病率200人/百万人，每年新进入肾衰竭（ESRD）的病人大约26万人，但由于经济状况和医保覆盖率的影响，目前我国每年进入透析的新病人只有10多万人，其中大约1万人进入腹膜透析治疗，到2009年底透析登记的病人只有17万人左右，实际估计约23万人左右，腹透病人2.6万人左右。

医院血透场地设备扩展受限，血透市场供需矛盾逐渐突出

由于血液透析不仅需要高昂的设备（一台血透机约12万元，加上配套的设施造价达到20余万元），透析速度固定（每个患者做一次血透需要4至4个半小时，一般一台血透机一天仅能做2名患者），而且由于血透过程还需要配备专职的人员以及其他配套环节，医院短期内大量拓展场地和设备能力非常有限。目前，全国各地都不论发达地区还是欠发达地区，医院的血液透析都呈现出需要透析的病人人满为患，透析设备及相应的医务人员有限的矛盾，并且在逐渐加剧。

腹膜透析医疗资源占用少，疗效与血透基本持平，政策支持未来市场看好

相比血液透析，腹膜透析不需要透析机器，患者自身的腹膜即可作为透析用的半透膜在医生的指导下患者可以回家自行治疗，不受场地和仪器设备的限制。我们认为，过去限制腹膜透析开展的因素感染和长期行腹膜透析后腹膜硬化的观念是障碍之一。但随着保障条件和操作规范程度的提升，感染的发生几率大幅下降。现代医学观点认为，早期行腹膜透析更有利于保护残存的肾脏功能。

世界各国对血液透析和腹膜透析的选择差别较大，临床而言，两者疗效差别不大，适应症也大致相同。目前我国血液透析（HD）和腹膜透析（PD）比例约为10:1。全球PD开展最好的国家是香港和墨西哥，PD的人数均占ESRD患者的80%以上，在欧洲、澳大利亚、韩国等

国家 PD 占 20-30%。但美国和日本 PD 人数仅在 10% 左右。在我国，北医三院等医院腹膜透析在透析患者比重中超过 50%，走在前列，对于国人而言，推广腹膜透析在疗效不下降的前提下，能够节约医疗资源是值得肯定的选择。

中国腹膜透析市场步入快速上升通道

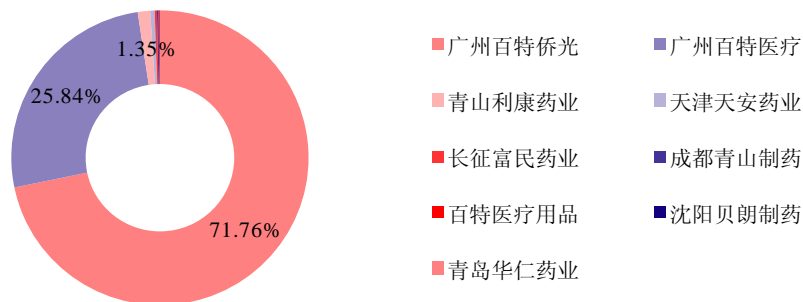
截至 2009 年底，我国透析登记的病人共有 17 万人。实际估计人数约为 23 万人，其中，进行腹膜透析的病人 2.6 万人左右。按照每位病人一年 3-4 万元的费用估算，2009 年的腹透市场就有 7.8-10.4 亿元。

患者生存期延长，发病率在上升，未来存量患者人数激增。很多肾衰竭（ESRD）的病人是因为经济原因退出和得不到治疗。随着国家医保政策进一步落实，国家 GDP 的大幅增加，越来越多的病人将得到治疗；2011 年底病人自付比例将降到 30% 以下，进入透析的肾衰竭的病人将大幅度增加。另一方面，随着透析比例的扩大患者平均生存期限延长，加之发病率的上升，未来终末期肾病需要透析的患者人数将呈现加速上升的态势。如果按照 5 年生存期计算，每年新增 20 多万肾衰患者，到十二五末，又将新增 100 余万患者。粗略估计十二五末进入腹透的在 10 到 20 万左右，未来三年腹膜透析市场复合增长率将达到 40%。

（四）、公司四季度腹膜透析液产能投产，业绩向上趋势逐渐清晰

目前国内腹膜透析液市场容量大约 3000-4000 万袋/年，其中绝大多数份额被广州百特所占据。其余生产企业规模较小，基本可以忽略不计。

图 2: 2011 年腹膜透析液市场竞争格局



资料来源：米内网 中国银河证券研究部

公司腹膜透析液项目预计今年四季度建成，届时年产 3000 万袋非 PVC 腹膜透析液生产线将投产。

我们认为，腹膜透析液的技术壁垒并不高，但公司市场推广的优势在于与政府合作开展腹膜透析示范工作，打造华仁在该领域的品牌地位。除此之外，公司腹膜透析液相对于百特的产品具有价格、包材等方面的优势，未来前景看好（表 2）。

表 2: 华仁药业与广州百特腹膜透析液比较

	价格	包材	销售	推广优势
华仁药业	出厂价约 23 元/袋, 招标价格约 28 元/袋	非 PVC 包材, 行业发展方 向	约 50 人的专业推广团 队	与卫生部医院管理研究 所合作推广
广州百特	招标价约 38 元/袋	PVC 包材, 含增塑剂等 有毒辅助材料	有 200 人的专业销售 团队及学术支持	已经在市场树立很好的 品牌和形象

资料来源: 中国银河证券研究部

3. 投资建议

我们认为, 腹膜透析液市场启动在即, 公司与政府层面合作推广产品将有助于产品品牌的塑造, 经过今年的市场推广后, 有望在 13 年开始放量, 预计 2012~2013 年 EPS 分别为 0.50 元、0.76 元, 维持“谨慎推荐”评级。

表 3: 华仁药业 (300110.SZ) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	471	306	304	271	362	营业收入	338	405	600	860	1163
应收票据	49	57	84	120	162	营业成本	147	177	277	387	488
应收账款	137	184	272	389	526	营业税金及附加	4	4	6	9	12
预付款项	18	43	68	94	119	销售费用	61	94	138	198	256
其他应收款	8	9	13	18	25	管理费用	31	37	54	77	105
存货	50	48	75	104	132	财务费用	10	(6)	(1)	(1)	(1)
长期股权投资	0	0	0	0	0	资产减值损失	1	3	3	3	3
固定资产净额	363	350	319	288	306	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	195	195	245	195	投资收益	0	0	0	0	0
无形资产净值	47	45	49	52	56	营业利润	84	95	122	187	300
递延所得税资产	1	2	2	2	2	营业外净收入	8	8	5	5	5
资产总计	1152	1247	1388	1592	1892	税前利润	92	104	127	192	305
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	16	16	20	30	47
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	76	88	108	162	258
应付账款	17	22	35	48	61	归属母公司净利润	76	88	108	162	258
预收款项	3	0	0	0	0	少数股东损益	0	0	0	0	0
应付职工薪酬	0	0	0	0	0	基本每股收益	0.36	0.41	0.50	0.76	1.21
应交税费	13	12	12	12	12	摊薄每股收益	0.36	0.41	0.50	0.76	1.21
其他应付款	15	11	11	11	11						
一年内到期的非	0	0	0	0	0						
长期借款	0	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	10	39	78	123						
负债合计	48	56	97	150	208						
所有者权益合计	1104	1192	1291	1442	1684						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	76	88	108	162	258	成长性					
折旧与摊销	0	0	33	33	35	营业收入增长率	17%	20%	48%	43%	35%
经营活动现金流	76	88	11	31	111	EBIT 增长率	5%	-2%	34%	52%	60%
投资活动现金流	0	0	(5)	(55)	(5)	净利润增长率	26%	15%	23%	51%	59%
融资活动现金流	0	0	(8)	(10)	(15)	盈利能力					
净现金流	76	88	(1)	(34)	91	毛利率	57%	56%	54%	55%	58%
期初现金余额	28	471	306	304	271	净利率	23%	22%	18%	19%	22%
期末现金余额	104	559	304	271	362	EBITDA/营业收入	37%	31%	26%	26%	29%
						ROE	7%	7%	8%	11%	15%
						ROIC	7%	7%	8%	11%	15%
						估值指标					
						PE	36	32	26	17	11
						P/S	8	7	5	3	2
						P/B	3	2	2	2	2
						EV/EBITDA	18	20	16	12	8
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

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。

黄国珍，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。

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：何婷婷 021-20252612 hetingting@chinastock.com.cn

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