

三季度收入增速加快，腹透产品全面上市

投资要点:

1. 事件

公司发布 2012 年三季报：年初至报告期末，公司实现营业总收入 3.74 亿元，同比增长 30.79%；归属上市股东的净利润 7232 万元，同比增长 21.6%；基本每股收益 0.33 元。符合我们预期。

2. 我们的分析与判断

(一)、三季度收入增速提速

2012 年第三季度公司大输液产品收入增速提速，同比增速 35.2%（半年同比增速 28.19%）。我们认为，自今年以来受益于包材升级，软袋在迅速填补补瓶空出的市场空白，公司软袋发货情况在持续向好。公司已于近期通过并购洁晶药业获得新的产能，未来会通过合理的营销区域规划、差异化营销策略，在确保重点区域、重点客户发货基础上，保持合理客户开发进度。我们预计四季度将持续高增长，全年基本完成收入 6 亿元。

此外，公司非 PVC 软包装大输液三期项目、SPC 组合盖项目目前已达到试车状态，为公司明年的发展奠定了基础。

(二)、腹膜透析产品全面上市

报告期内，公司腹膜透析产品全面上市。8 月初，公司与卫生部合作的多中心临床对比试验正式启动，公司积极跟进试验进展并配合多中心做好试验工作。三季度公司通过参加中国医师协会肾内科分会、全军血净论坛、天津肾脏病年会、云南省肾脏病年会、浙江省肾脏病年会等一系列活动，并在会议上布设展位及召开卫星会，加大公司腹膜透析产品的市场宣传推广力度。公司还通过大中心的手术示范培训，建立多中心培训基地达到开拓医院的目的。同时，公司持续开展配送商培训工作，试点建立一套有效的商业模式，以解决最后一公里的配送服务问题，打造华仁腹膜透析运营系统的核心竞争力。我们认为，今年腹膜透析以市场培育为主，基本不会为公司贡献利润，但是明年将是公司重要的利润来源，且弹性较大。

(三)、毛利率、销售费用率基本稳定，管理费用率上升

三季度公司综合毛利率 56.78%，与前两季度基本持平（56.67%）。公司销售费用年初至报告期末较上年同期增加了 29.94%，销售费用率为 22.78%，与去年同期（22.93%）基本持平；管理费用年初至报告期末较上年同期增加了 40.37%，管理费用率为 9.86%，高于去年同期的 9.18%，主要原因是：第一，公司对薪酬体系进行了调整，薪资标准提高；第二，公司加大了研发力度和投入，研发费用增加。

华仁药业（300110.SZ）

谨慎推荐 维持评级

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 2012.10.24

A 股收盘价(元)	13.74
A 股一年内最高价(元)	14.97
A 股一年内最低价(元)	9.23
上证指数	2115.99
市净率	2.52
总股本(万股)	21836.35
实际流通 A 股(万股)	9828.10
限售的流通 A 股(万股)	12008.25
流通 A 股市值(亿元)	13.50

3. 投资建议

我们认为，公司三季度软袋收入增速提速，四季度将延续较高增长，全年可基本完成 6 亿元收入的目标；腹膜透析产品已经全面上市，但今年以市场培育为主，基本不会为公司贡献利润，明年将是公司重要的利润来源，且弹性较大，预计 2012~2013 年 EPS 分别为 0.49 元、0.71 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	341	331	456	营业收入	338	405	604	832	1061
应收票据	49	57	84	116	148	营业成本	147	177	273	365	443
应收账款	137	184	273	377	480	营业税金及附加	4	4	6	9	11
预付款项	18	43	66	89	108	销售费用	61	94	148	204	233
其他应收款	8	9	13	18	23	管理费用	31	37	54	75	96
存货	50	48	74	98	119	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	510	469	478	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	4	195	0	50	0	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	120	178	277
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	1421	1610	1877	税前利润	92	104	125	183	282
短期借款	0	0	0	0	0	所得税	16	16	19	28	43
应付票据	0	0	0	0	0	净利润	76	88	106	155	238
应付账款	17	22	34	46	55	归属母公司净利润	76	88	106	155	238
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	0.49	0.71	1.09
应交税费	13	12	12	12	12	摊薄每股收益	0.36	0.41	0.49	0.71	1.09
其他应付款	15	11	11	11	11						
一年内到期的非	0	0	0	0	0	财务指标	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
长期借款	0	0	0	0	0	成长性					
长期应付款	0	0	0	0	0	营业收入增长率	17%	20%	49%	38%	28%
专项应付款	0	0	0	0	0	EBIT 增长率	5%	-2%	32%	47%	55%
其他非流动负债	0	10	40	74	108	净利润增长率	26%	15%	21%	46%	54%
负债合计	48	56	97	143	187	盈利能力					
所有者权益合计	1104	1192	1323	1467	1690	毛利率	57%	56%	55%	56%	58%
						净利率	23%	22%	18%	19%	22%
现金流量表	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E	EBITDA/营业收入	37%	31%	27%	27%	30%
净利润	76	88	106	155	238	ROE	7%	7%	8%	11%	14%
折旧与摊销	0	0	38	42	44	ROIC	7%	7%	8%	10%	14%
经营活动现金流	76	88	14	54	144	估值指标					
投资活动现金流	0	0	(5)	(55)	(5)	PE	39	34	28	19	13
融资活动现金流	0	0	27	(9)	(14)	P/S	9	7	5	4	3
净现金流	76	88	36	(10)	125	P/B	3	2	2	2	2
期初现金余额	28	471	306	341	331	EV/EBITDA	20	21	17	12	8
期末现金余额	104	559	341	331	456	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