



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing@shzq.com

执业证书编号：S0870511030004

魏贇（研究助理）

021-53519888-1960

weiyun@shzq.com

执业证书编号：S0870111100006

基本数据（2012Q3）

报告日股价（元）	17.65
12mth A 股价格区间（元）	19.67/9.52
总股本（百万股）	218.31
无限售 A 股/总股本	45.02%
流通市值（亿元）	13.27
每股净资产（元）	5.75
PBR（X）	3.07
DPS（11，元）	10 派 1.96

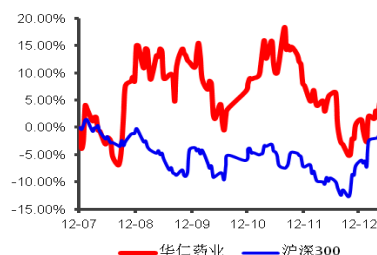
主要股东（2012Q3）

华仁世纪集团有限公司	51.87%
红塔创新投资股份有限公司	10.19%
广发信德投资管理有限公司	4.58%

收入结构（2012H1）

普通输液	87.83%
治疗性输液	9.82%
其它	2.29%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号：WY13-CR01

相关报告：

首次报告日期：

腹透市场快速导入 大输液分享结构性机会

■ 主要观点：

普通输液定位高端 收入增长稳健

公司输液产品为双管双阀非PVC软袋，定位比较高端，在招标中能够享受定价优势。公司产品主要针对二三级医院，直销与代理两种销售模式并行。目前产能利用率为100%，新产能达产后有望解除目前的产能瓶颈。公司预计产业整合态势仍将持续，受益于此，输液业务有望继续稳健增长。

治疗性输液增速快

公司治疗性输液的销售占比在10%左右，毛利较高，今年上半年销售收入同比增长56%，为公司重点发展业务。公司收购洁晶药业获得新的产能和品种，通过膜材自产以及自主研发新型连接管口盖（SPC 组合盖）降低成本，打算通过研发、购买和并购等多种方式获得更多高毛利输液品种，通过自身品种结构调整提高综合毛利水平。

腹膜透析市场快速导入

公司腹透产品下半年正式实现商业销售，公司组建血液净化事业部负责腹透液销售，目前在 5 个中标区域已经覆盖 30 多家医院，其中三级医院 10 余家。预计到年底能有 600 个病人。由于公司腹透液是市场唯一非 PVC 包装产品，在招标中拥有优势。明年药品招标启动后，公司腹透产品有望覆盖更多区域，实现快速增长。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.40元，预计12年、13年EPS为0.44元、0.62元，以3月18日收盘价17.65元计算，市盈率分别为39.71倍和28.68倍。化学制剂上市公司12年、13年市盈率中值分别为36.26倍和25.48倍，公司2012年的估值水平略高于行业平均水平。我们认为，公司大输液增长稳健，治疗性输液增长较快，腹膜透析液已经全面上市，并购使公司获得新的产能和渠道。我们看好公司未来的成长性，维持公司“未来六个月，跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	405.31	593.80	918.36	1172.52
年增长率	19.81%	46.51%	54.66%	27.68%
归属于母公司的净利润	87.56	97.06	134.40	187.89
年增长率	14.73%	10.84%	38.48%	39.80%
每股收益（元）	0.40	0.44	0.62	0.86
PER（X）	44.02	39.71	28.68	20.51

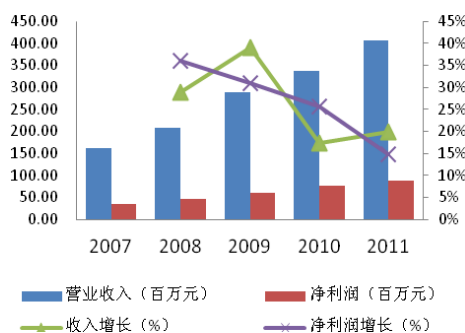
注：有关指标按当年股本摊薄

一、概况：输液稳定增长，腹透快速导入

公司目前主要从事非PVC软袋大输液及其相关配套产品的研发、生产和销售，一直定位于高端输液的生产，目前公司非PVC软袋输液年产能10000万袋；全资子公司华仁塑胶具备年产8000万套新型连接口管盖（SPC）的生产能力，可配套4000万袋非PVC软袋大输液，目前可以生产27个品种、合计67个规格的非PVC软袋输液，全部为双管双阀型。非PVC软包装大输液三期项目近期即将投产，投产后新增产能5500万袋（基础性输液5000万袋、血液滤过置换液500万袋）。公司输液产品已进入全国26个省市，已建立12个销售中心，在全国非PVC软袋输液市场占有率居前三甲。腹膜透析液是公司近年开发的新产品，去年7月，公司实现首次批量发货，目前在已中标的山东、广东、新疆、广州军区、沈阳军区等5个省（自治区、军区）中，已经覆盖了30余家大医院，其中10家为三级医院。

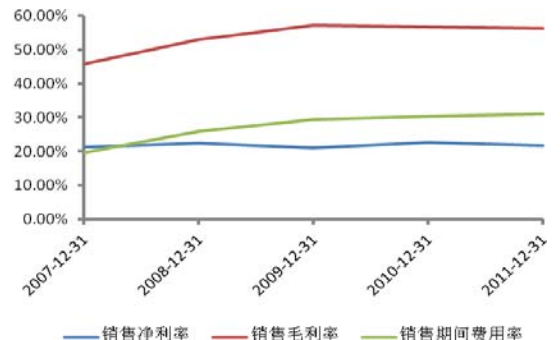
2012年上半年，公司实现营业收入23087.51万元，同比增长28.19%；归属股东净利润4431.88万元，同比增长15.57%；实现基本每股收益0.20元。1~9月，公司实现营业总收入37396.06万元，同比增长30.79%，实现归属股东净利润7232.13万元，同比增长22.70%；实现EPS0.33。销售收入和利润增速均高出去年同期7个百分点左右，尤其是单季度利润增速在第三季度达到32.54%的高点，可以看出，公司业绩正逐季向好。

图 1 公司近年来的收入、利润情况



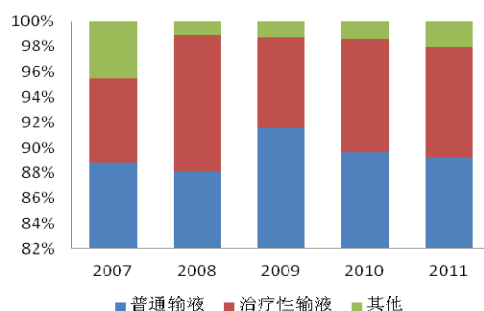
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 2 公司近年来的盈利能力变化



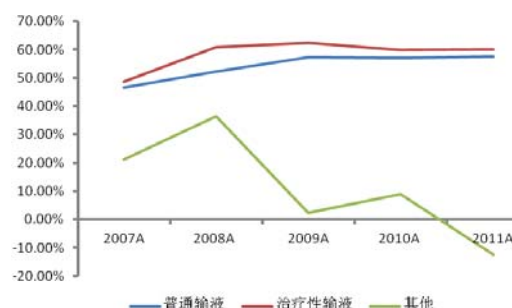
数据来源：Wind, 上海证券研究所

图 3 公司近年来收入结构



数据来源: Wind, 上海证券研究所

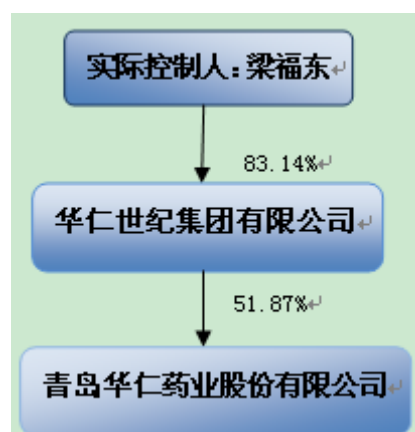
图 4 公司近年来毛利率情况



数据来源: Wind, 上海证券研究所

公司控股股东为华仁世纪集团有限公司，持有公司113275000股，占总股本的51.87%。梁福东持有控股股东华仁世纪集团有限公司4207.19万元股份，是华仁药业的实际控制人。

图 5 公司与实际控制人之间的产权和控制关系



数据来源: 公司 2012 年中报, 上海证券研究所

二、输液产品增长稳健

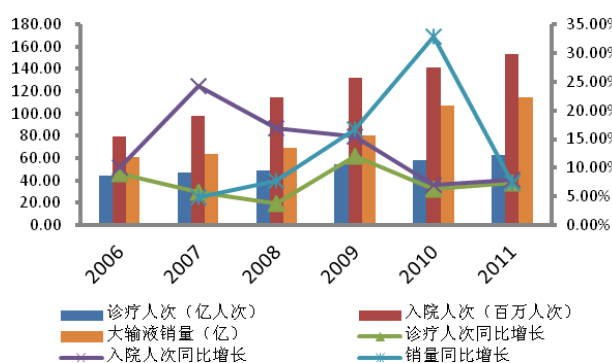
2.1 我国大输液市场平稳增长

大容量注射液俗称大输液，是指容量大于等于50ml并直接由静脉滴注输入体内的液体灭菌制剂，按其临床用途，大输液大致可分为5类：体液平衡用输液、营养用输液、血容量扩张用输液、治疗用药物输液、透析造影类等。公司产品涵盖了除透析造影类外的其他4类输液产品。

从包材上看，目前我国输液市场上存在玻璃瓶、塑瓶、非PVC软袋和直立式软袋四种形式。从研究方向上来看，国内产品主要集中在治疗性输液中的抗感染类和营养输液中的糖类、氨基酸等品种。以后方向为代血浆制品、多器官移植用器官保存液、透析手术液等，并在连接管口工艺、双管双阀工艺、无菌包装工艺、多室挤压即配塑料输液软袋等生产工艺和包装材料方面做重大研究。

近两年，大输液市场呈现平稳增长的势头。在我国，98%的住院病人都使用输液产品作为基本治疗手段，因此大输液与人口增长、就诊人次和住院人次数增长有密切关系。2004-2008年，大输液需求量自复合增长率为11%，同期就诊人次数和住院人次数复合增长率分别为7%和10%。2007年后随着新农合和城镇居民基本医疗保险的推进，就诊人次数和住院人次数增长超过两位数。根据中国卫生事业发展统计公报，2010、2011年全国医疗卫生机构总诊疗人次分别为58.4亿、62.7亿人次，分别同比增长6.4%、7.4%。2010、2011年，全国医疗卫生机构入院人数14174万人、15298万人，分别比上年增长6.9%、7.9%。根据2012全国注射剂工业大会公布的数据，2006年全国大输液使用量为61亿瓶（袋），2007年为64亿瓶（袋），2008年全国大输液使用量为69亿瓶（袋），2009年输液销售量大幅上升为80.5亿瓶（袋），2010年的大输液销售数量大幅度增长，达到107亿瓶（袋），2011年的销售数量为114.87亿瓶（袋），输液销量增长与医疗机构就诊人次增长、出院人次数增长显示了良好的相关性。2012年1-9月份，全国医疗卫生机构总诊疗人次同比上涨11.46%，据此，我们估计今年大输液全年销售量同比增长约为12%。

图 6 2006~2011 我国卫生事业统计情况



数据来源：卫生部，上海证券研究所

2.2 产业升级促进行业集中

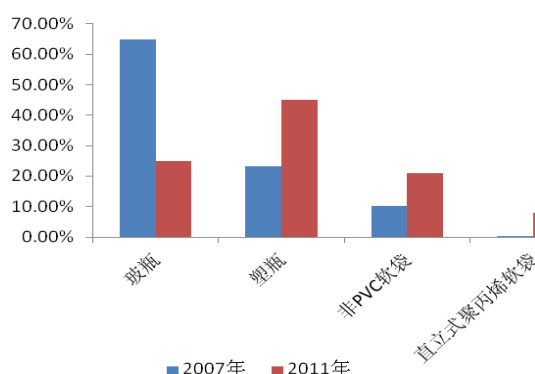
近年来我国大输液市场集中度不断提高。数据显示，目前全国共

有407张输液注册证，2011年大输液市场排名前五位的企业分别是科伦药业、华润双鹤、鲁抗医药、辰欣药业以及石家庄四药，销售数量已占市场总销量的55%以上，正在加快向国外发达市场90%的集中度水平靠拢。

市场集中度提高的主要原因是新版GMP加剧落后产能的淘汰以及包材软塑化压缩了玻瓶输液生产企业的市场空间，对后者形成产品替代，这两个主要因素在未来1~2年仍然会对行业集中起到很大的促进左右。此外，普通输液由于竞争充分，价格较低，毛利率也相对较低，企业的关注点正集中于治疗性输液，期望通过产品结构改善以提高毛利空间，表现为治疗性输液对普通输液的替代。

根据统计数据，2011年大输液制剂销售数量约114.87亿瓶（袋），其中塑瓶输液的销售市场占有率为45.11%；玻瓶输液市场占有率为24.92%；非PVC软袋输液市场占有率为20.96%；直立式聚丙烯软袋输液市场占有率为8.05%。而在2007年，按照64亿瓶（袋）的销售量为基数，塑瓶的市场占有率为23.20%，玻瓶64.77%，非PVC软袋10.16%，可以看出，软塑化包装产品比例正不断提高。

图 7 2007 与 2011 年不同包材输液市场占有率对比



据来源：公司公告，上海证券研究所

包材软塑化一方面是因为软袋、塑瓶较玻瓶具有稳定性好、口部密封性好、无脱落物、质轻、抗冲击力强、输液产品在生产过程中受污染的机率减少、节约能源等优势，另一方面也与软塑包装提高了运输半径有关。以往玻璃瓶包装输液产品由于进入的技术门槛相对较低，并且由于受较强的运输半径制约，因此以玻璃瓶输液产品为主的中小企业多以单一品种、区域性经营为主。而随着软塑包装进一步替代玻瓶以及龙头企业在各省区的战略布局完成，大型企业产品系列齐全，质量安全，又克服了运输屏障，能够迅速提升市场占有率，小规模生产企业既无力投资新的生产设备，又无法借助规模化生产降低成本，原先优势无法维系，面临被淘汰的命运。此外，随着国内对包装

关键技术的自主研发取得突破，诸如非PVC软袋大输液的主要原材料膜材将不再继续依赖进口，从而大大降低生产成本，国内非PVC软袋生产线机械设备已能实现进口替代，如此一来玻瓶或塑瓶相对于软袋的价格优势也将不再存在。

由于目前大部分中小输液企业可生产品种数量较少，同质化比较严重，输液产品价格呈现下降趋势，不少企业的玻瓶和塑瓶处于不盈利状态。2013年将是无菌制剂新版GMP认证的最后一年，一些盈利能力低下的中小企业无力承担改造的费用，落后产能被逐步淘汰。另一部分企业按照新版GMP改造后需停产接受检查，导致产能短暂性的减少，这些均为优势企业带来了发展契机。据统计，目前正常经营的企业在200家左右，截止2012年6月，只有46家大容量注射剂的GMP认证申请，其中有33家已通过检查并进行了公示，大多数企业尚未通过新版GMP认证。受此影响，未来一年行业产能会出现空窗期，为已通过检查的企业腾出市场空间。

除了包材的升级，输液产品种类也正面临升级。目前，我国的治疗性输液主要为抗生素，营养型输液主要为葡萄糖、氨基酸等，品种系列需要进一步充实。输液企业目前主要的研究方向有：在治疗型大输液领域，积极发展抗肿瘤注射液、代血浆制品、多器官移植用器官保存液、手术用冲洗液、各类透析用溶液、即用型液固双腔软袋输液等品种；在营养型大输液领域，脂肪乳剂、转化糖注射液、氨基酸、脂肪乳双腔袋输液以及氨基酸、脂肪乳、葡萄糖三腔全合一肠外营养输液等产品是未来重点发展方向。此外，在连接管口工艺、双管双阀工艺、无菌包装工艺、多室挤压即配塑料输液软袋等生产工艺和包装材料方面，也有企业进行深入研究。这些高技术含量和高附加值的品种与新的技术有望在未来一段时期，陆续进入市场并迅速形成销售，成为产业新的增长点。

2.3 受益于产业升级，公司销售增长较快

近两年我国大输液市场产能扩张迅速，市场竞争更加白热化。激烈的行业内竞争必将导致整个行业呈现集中整合趋势，为部分企业提供快速发展的机会。未来大输液产品升级换代将带来结构性的高速增长机会，只有研发实力强、领先于其他企业进行结构性调整的企业，才能保持抓住先机，占领市场。

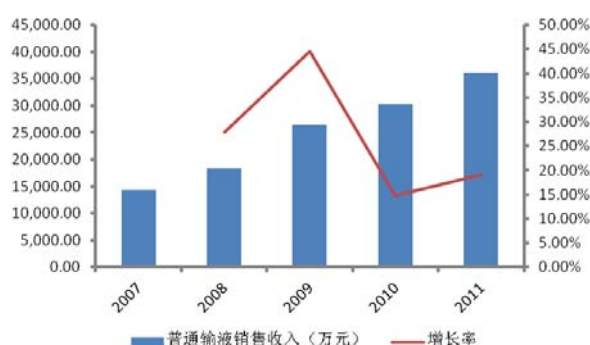
2.3.1 普通输液：产能瓶颈突破，有望保持平稳增长

公司普通输液产品主要是氯化钠注射液、葡萄糖注射液、葡萄糖氯化钠注射液以及乳酸钠林格注射液等，主要用于人体内水和电解质

的平衡，近三年公司普通输液的销售收入分别为2.64亿元、3.03亿元和3.61亿元，收入增长率分别为44.50%、14.78%、19.09%。目前公司普通输液占比较高，约90%左右。今年1-6月份，普通输液实现收入20277.99万元，同比增长24.7%，毛利率较为稳定，为57.57%。公司输液产品均为双管双阀非PVC包装软袋输液，为高端品种，覆盖50ml到3000ml的全部规格，在多数省份不参与基药招标，而是单独招标，因此，受药品降价等负面影响较少。公司产品本身不存在包材升级导致的自身替代问题，同时可外部替代其他公司玻瓶和塑瓶，占据了一定的市场先机。

公司原有产能1亿袋，2011年公司产销两旺，已经出现产能瓶颈问题。募投项目非PVC软包装大输液三期项目即将投产，新增5,000万袋普通输液产能，产能瓶颈获得突破，有助于业绩释放。我们认为，公司普通输液的成长机会一方面来源于市场需求的增加，即由于医保覆盖面进一步扩大及保障水平提高带来的就医需求的释放，门诊及住院人次的增加会推动输液市场的正常增长，另一方面主要来源于产品升级带来的非PVC包材的结构性高增长机会。预计公司今明两年能够实现20%左右的复合增长。

图 8 近年公司普通输液销售收入与增速



数据来源：南方所，上海证券研究所

2.3.2 治疗性输液：加大销售力度，增长明显

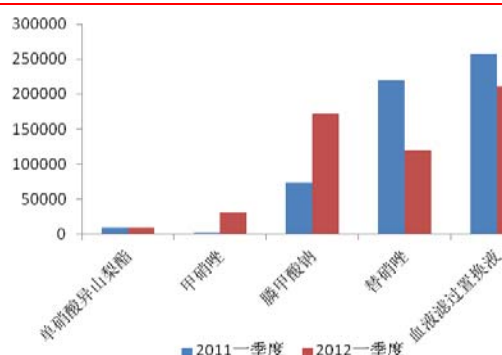
公司的治疗性输液主要包括抗感染药物氟罗沙星葡萄糖注射液、替硝唑注射液，抗病毒药膦甲酸钠氯化钠注射液，抗肿瘤药氟尿嘧啶氯化钠注射液，抗心律失常药门冬酸钾镁葡萄糖注射液，防治心绞痛药单硝酸异山梨酯氯化钠注射液以及血液滤过置换液等20多个品种。

治疗性输液产品中抗感染药是临床用量最大的治疗药，受2011年限抗的影响，抗感染药物在医院用药的占比有所下滑，但依然是用量最大的药物。根据PDB数据库，今年一季度甲硝唑注射液和膦甲酸钠

注射液同比均有大幅增长，替硝唑注射液一季度销量同比有所下滑。单硝酸异山梨酯氯化钠注射液为抗心绞痛用药，心血管药的全国用药规模近年来的平均增长率在20%以上，随着社会老龄化的发展，抗心绞痛药物仍然会有良好的增长前景。

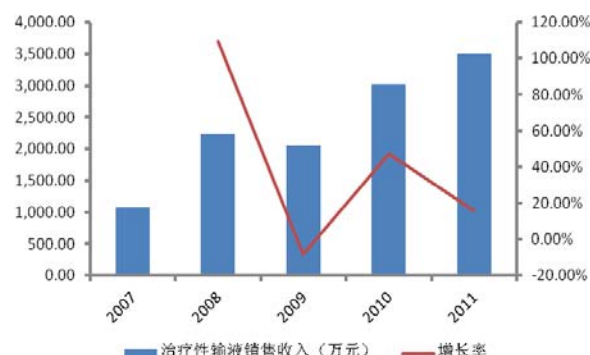
近3年，公司治疗性输液的销售收入分别为2050.20万元、3023.85万元和3498.43万元，同比分别增长-8.52%、47.47%、15.69%，今年1~6月，治疗性输液收入2268万元，增长55.91%。公司上半年重点开发、销售价格和毛利率较高的产品，因此治疗性输液增长明显。分区域看，华中和东北业绩增长明显，是因为公司针对上述区域加大了销售力度，拓宽了销售渠道。

图 9 2011、2012 部分治疗性输液销售额对比



数据来源：PDB，上海证券研究所

图 10 近年公司治疗性输液销售收入及增速



数据来源：Wind，上海证券研究所

2.3.3 血液滤过置换液：替代医院自配制剂，暂难有较大贡献

血液滤过置换液属于治疗性输液的一种，是血液滤过的专用置换药，用于血液滤过疗法时置换体内的水分和电解质，替代肾脏的部分功能。主要用于急慢性肾功能衰竭扩大到急性坏死性胰腺炎、重症感染性休克、挤压综合症、大手术后以及中毒等合并多器官功能障碍综合症、系统性炎症反应综合症、成人呼吸窘迫综合症、充血性心力衰竭等多种重危疾病的救治。

血液滤过是模仿肾单位的滤过重吸收原理设计的一种血液净化方法，以对流转运的方式清除溶质。它是将患者的血液引入具有良好通透性与肾小球滤过面积相当的半透膜滤器中，当血液通过滤器时，在负压的牵引下，滤过膜孔径范围内的所有溶质均以相同的速度跨过滤器，血浆内除蛋白质、细胞以外的溶质及大量水分被滤出，从而清除滞留于血中的有毒代谢产物（溶质）及过多的水分，在清除溶质的同时补入一定量的置换液，维持体液平衡。临床上，血液滤过、

血液透析、血液透析滤过均为清除血中过多水分和废物的方法，三者主要区别如下：

表 1 血液滤过、血液透析、血液透析滤过三者区别

净化方法	原理	清除物质	特点
血液滤过	对流	大分子（细胞因子、炎性介质）、中分子（化学药物、胆红素、维生素）、小分子（尿素氮、肌酐、糖）	清除中小分子，中分子清除率优于透析
血液透析	弥散	小分子（尿素氮、肌酐、糖、电解质、水）	对小分子的清除率优于滤过
血液透析滤过	对流和弥散	以上两者	清除效果优于以上两者

数据来源：上海证券研究所

血液滤过置换液为肾科治疗终末期肾脏病患者、对用间歇性的腹膜透析和血液透析治疗疗效不佳的患者、采用 CRRT（连续性肾脏替代治疗）方案提供了可能。而且，随着医学学科的发展，在 ICU（重症监护室）的推广使用，挽救重症、生命垂危的患者，已得到不断的重视和发展。置换液的目标患者群主要集中在 ICU 和肾内科，人数非常庞大，以尿毒症为例，我国约有 100 万尿毒症患者，且每年以 10% 的速度递增。

临床上，需要用到置换液的主要是血液滤过和血液透析滤过。单纯的血液滤过由于营养成分丢失较多，一般较少使用，多是危重病人床旁的连续血液滤过。预计需要较长一段时期进行血液净化的患者，为了实现良好的净化效果，每周会增加一次血液透析滤过。一般只有大规模的血液净化中心会开展血液透析滤过，ICU 的床旁连续血液滤过加上血液透析滤过的病人占需要血液净化病人数的 10% 左右，部分省份血液滤过置换液为自费项目，一定程度上限制了血滤的使用。因此，从整体上看，该品种的目标患者群人数庞大，但临床使用比例远低于血液透析。大病医保的实施一定程度上有助于血液透析滤过需求的释放。

以血液透析滤过为例，按照治疗的基本要求，每位患者每次最低用量为 20 升，全年用量超过 1 亿升，以大容量血液滤过置换液每袋 2 升计，市场需求超过 5,000 万袋。目前医院使用的置换液主要靠自配，使用风险较大。根据 SFDA 网站的查询结果，血液滤过置换液目前仅华润双鹤旗下上海长征富民金山和公司生产，规格均为 1000ml 和 2000ml。公司品种具备了非 PVC 软袋包装大规格的优势，2000ml 规格中标价在 80 元左右，目前山东、东北地区的销量较大，但总体销售规模较小。

公司设立了血液净化工程技术中心，在公司腹膜透析液上市后，两者将构成公司血液净化产品组合，进行整体推广，一方面有望享受新增病人带来的市场增量，另一方面有望随着销售面的扩大，替代医院自配产品。预计短期内暂难为企业贡献较大业绩，长期来看有可能成为亮点。

2.4 并购充实品种储备

公司通过并购洁晶药业获得 90 个品规及 2.5 亿瓶的产能。洁晶药业与公司的主营业务相一致，在产品、渠道等方面具有互补性。洁晶药业目前可生产抗菌消炎类、心脑血管类、抗病毒类、消化系统类、肿瘤止吐类、止血类、营养类、造影剂、血容量扩充剂、麻醉剂等十大类 50 余个品种近 100 个规格的大输液，其中氟罗沙星葡萄糖注射液、盐酸雷尼替丁氯化钠注射液被列为国家级新产品，同时还有近 20 个在注册品种。“泽沐”羟乙基淀粉 130 和玻瓶治疗型品种市场反应良好，具备很高的毛利率。

羟乙基淀粉 130/0.4 主要为血浆代用品，SFDA 网站显示羟乙基淀粉 130/0.4 有 36 个批文，羟乙基淀粉共有 140 个批文，主要竞争对手包括科伦、威高、双鹤、正大天晴等。根据 PDB 数据库样本医院的统计，2012 年一季度该品种销售额同比增加 9.72%，销量同比增加 11.03%。2011 年，羟乙基淀粉输液销售额占比为 8.63%。此外，长春西丁、帕珠沙星等治疗性品种销售占比分别为 7.95%、11.57%，普通输液中氯化钠及甘油果糖注射液销售占比分别为 14.35%、11.42%。2012 年上半年，洁晶药业净利润 103.61 万元，管理费用与营业费用同比出现较大增长，去年全年净利润为 593.95 万元。

通过收购洁晶药业，公司在提升软袋产品在山东及省外市场的市场占有率基础上，还将自身的市场延伸向玻瓶及塑瓶领域，丰富了自身的产品线。洁晶药业有 7 条生产线，分别是 2 条玻瓶（产能 1 亿瓶）、2 条塑瓶（产能 1 亿瓶）、2 条软袋（产能 0.4 亿袋）生产线、1 条原料药生产线（羟乙基淀粉，产能 200 吨）。洁晶药业的现有销售区域有助于丰满公司现有战略布局。就山东省而言，洁晶药业拥有日照和临沂两个重点市场，可弥补公司在山东的缺口；就省外而言，洁晶药业在江苏、浙江、河北、江西、陕西和兰州、成都和济南军区等地销售情况较好，公司可利用丰富的品种和不同包装形式的产品增强在上述地区的市场竞争力。

洁晶药业虽然现有产能利用率不足，整体营业规模将近 2 亿，小幅盈利。收购完成后，通过公司的集约化管理和双方资源平台的共享，洁晶药业的整体销售规模和盈利水平有望得到有效提升。未来，公司不排除还有其他并购的可能。

三、腹膜透析快速导入

3.1 政策推动，市场有望快速增长

随着人口老龄化，高血压、糖尿病患者人数逐年增加，导致终末期肾病（end stage renal disease, ESRD）的发病率不断增加。根据卫生部卫生发展研究中心的文章，国内目前有超过150万尿毒症患者，每年新增10万~15万患者，这意味着我国ESRD患者的基数很大，且正飞速增长。另据统计，住院患者中急性肾衰竭比例从2000年的2.1%增加到2005年的3.2%，增幅超过50%。而急性肾衰竭患者中老年人比例从20世纪80年代的18%增加至2009年的30%以上。上述数据说明我国ESRD的治疗需求正在加速释放。

从2005-2011年，我国的医保体系建设以低水平广覆盖为主要特点，力求实现全民医保。从今年开始，医保体系建设开始转向提高保障水平。十八大报告强调“要健全全民医保体系，建立重特大疾病保障和救助机制，完善突发公共卫生事件应急和重大疾病防控机制”。近期有关政策包括：

1、六部委联合下发的《关于开展城乡居民大病保险工作的指导意见》，提出了通过医保节余基金向商业保险公司购买大病保险服务，对大病患者发生的高额医疗费用给予进一步保障，对参保人群个人负担的医疗费用超过“家庭灾难性医疗支出”后，在基本医保已经报销的基础上再次给予报销，要求实际报销比例不低于50%。

2、在《医改十二五规划》、2012卫生工作要点以及去年卫生部在推进农村居民重大疾病医疗保障试点工作会议中，均提及要提高包括终末期肾病在内的重大疾病的保障水平。

3、卫生部2011年12月13日召开腹膜透析试点工作会议。卫生部医政司司长王羽指出，血液透析和腹膜透析是治疗终末期肾病的有效措施，腹膜透析相对于血液透析更具有卫生经济学意义。卫生部确定了31家腹膜透析培训示范中心、28家腹膜透析培训示范中心培育单位，开展腹膜透析规范化培训工作，并下发了《关于开展县医院和基层医疗机构腹膜透析试点工作的通知》，启动了腹膜透析试点工作。在卫生部腹膜透析培训示范中心工作会议上，陈竺部长出席会议并就开展腹膜透析进行了工作部署。

4、2011年6月，卫生部在《关于做好腹膜透析有关工作的通知》中明确将其纳入医用耗材收入进行统计，未来还将推动其进入新版医疗机构基本药物目录。

相对于血液透析，腹透患者占比少，其原因是：1、开展腹膜透

析的中心较少。目前全国共有 347 个腹膜透析治疗单位，但患者数超过 100 例的大型腹透中心不到十个，绝大多数是患者少于 25 例的小型腹透单位；2、传统观念认为在医院治疗更加放心，腹透在很长时间被认为是二流医院的选择；3、之前腹膜透析液算为药费，提升了医院及科室的药占比。

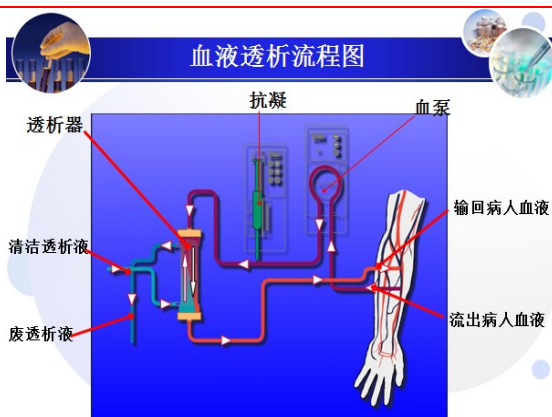
我们认为，不管是哪种透析方式，庞大的治疗需求均会带来市场的迅速发展，加上近两年医保政策的推动以及对腹膜透析的推广力度的加强，可以预计，能够进入透析以及充分透析的患者比例会越来越高，选择腹膜透析的患者比例也会越来越高，将直接推动市场的扩容。

3.2 腹透与血透各有优势

ESRD的治疗手段主要是血液透析、腹膜透析以及移植，由于肾源稀缺，患者主要依靠透析来维持。目前，血液透析仍然占据主导地位，但新增患者中，腹膜透析的使用比例上升较快。上海市血液透析质量控制中心通过上海市“透析登记网络”系统，将2010年1月1日到2010年12月31日接受到的全市60家医院登记资料（其中开展血液透析共60所医院63家血液透析室，开展腹膜透析共38家医院），对所登记的资料进行统计分析。结果，2010年全年新增透析患者1621例（每百万人口发病率114.8pmp），较上一年度增加9.2%；其中血液透析占75.8%，腹膜透析占24.2%。2010年12月31日年末透析患者10508例（每百万人口点治疗率744.0pmp），较上一年度增加14.6%；其中血液透析占80.6%，腹膜透析占19.4%。

现在我国有血液透析中心3048家，约有血液透析机34410台，可覆盖约20万患者充分治疗（充分治疗指每个患者每周治疗3次，每次治疗4个小时，如此计算每台机器每天最多治疗3~4个患者，但是有的患者并不保持充分的治疗频率）。据统计，截止2011年5月，登记在册的血液透析患者26万人。腹膜透析的人数约2.3万人。血液透析需要每周2~3次到医院治疗，治疗半径较小。血液透析比较占用医疗资源，很多血透中心患者已经饱和。我国农村人口占比较高，很大部分患者是农村居民，新农合报销比例低及基层医疗资源少很大程度上不利于患者接受血液透析治疗。这样的情况下，腹膜透析因其费用相对低廉、治疗半径较大等优势更适宜推广。

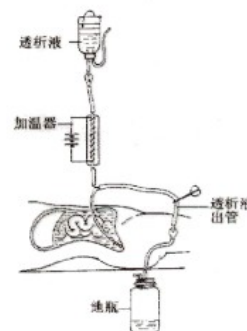
图 11 血液透析流程图



数据来源：上海证券研究所

图 12 腹膜透析流程图

腹膜透析疗法示意图



数据来源：上海证券研究所

表 2 血液透析、腹膜透析对比

血透		腹透	
优势	小分子物质清除好、透析充分、快捷	操作简单；患者饮食不必像接受血液透析病人那样苛刻；价格优势；残余肾保护好、贫血改善、高血压易于控制、心血管稳定、生活方式自由	
劣势	心血管不稳定(低、高血压)、残余肾保护差、失衡综合征	每天透析，无休息日；腹膜透析导管需长期携带；有发生隧道口感染和腹膜炎的风险；经透析液丢失蛋白、氨基酸、维生素；有高血糖、高血脂等并发症的可能性	
适合人群	体表面积过大，不适合腹透的人群（腹壁有感染、腹腔、盆腔感染或肠造瘘术后有腹部引流；慢性梗阻性肺病、呼吸功能不全；中、晚期妊娠或腹腔内巨大肿瘤；肠梗阻、肠粘连、肠麻痹等；腹腔手术后 3 天内；各种腹部疝未经修补者；严重营养不良，不能补充足量蛋白与热量者；晚期恶性肿瘤；精神病患者；肝硬化腹水、多囊肾患者）	① 高龄、儿童、心脑血管系统功能差者；② 建立血液透析血管通路困难者；③ 出血倾向严重不能行血液透析全身肝素化者；④ 尿量较多者，腹膜透析更有助于维持尿量、保护残余肾功能	
操作	根据肌酐和尿量多少，每周必须前往医院治疗 2~5 次不等，医生建议每周 3 次，每次 4~5 个小时，必须到医院，必须有血液透析机	每天更换四次透析液	
费用	血透国际标准透析量 145 次/年。国内患者每年的费用在 6~10 万之间浮动，不包括额外用药	腹透的国际标准透析量 1378 袋/年（2752 升/年），国内家庭装全自动腹膜透析机大约在 8 万左右，但可长期使用，透析液每袋 30 元左右，每天 4 次左右。不包括耗材如透析管等	
推广	应用较广，费用较贵	推广较慢，渗透液质量有待提高。个人掌握操作还是有一定难度。	
优势	小分子物质清除好、透析充分、快捷	操作简单；患者饮食不必像接受血液透析病	

势

人那样苛刻；价格优势；有利于残余肾功能保护、贫血改善、高血压易于控制、心血管稳定、生活方式自由

数据来源：上海证券研究所

相对而言，腹膜透析最大的优势在于费用较血透低，能够保护残余肾功能。残余肾功能对于终末期肾衰患者透析充分性与营养等具有重要意义。较好的残余肾功能有利于控制体液，改善营养状态，提高生活质量和降低死亡率。CANUSA研究证实，残余肾功能下降是导致总Kt/V改变的最重要原因，5L/周的残余肾功能可使死亡危险降低5%。正是由于这项优势，腹透的死亡率较血透低，以透析前两年尤为明显。

3.3 唯一非 PVC 包装，没有塑化剂风险

我国腹膜透析液生产企业共有17家，其中，广州百特市场占有率最高，全年销售额约为10亿元，约有3000万袋的销售量。其余销售额较大的主要是长征富民（华润双鹤）、青山利康（科伦药业）与天津天安，占比不到10%。目前为止，公司是唯一采用非PVC软袋包装的腹膜透析液产品，包括百特在内均为PVC包装。非PVC软袋化学性质稳定，环保，没有塑化剂残留风险，是输液包装的发展趋势。2010年年底，工信部发布公告，要求淘汰PVC包装的他输液产品，目前国内已经不允许建立新的PVC生产线，由于当时国内没有非PVC包材的腹透液，因此暂缓了对腹透液包材的要求。包材的更改注册需要1~2年的时间，因此可以预计，公司非PVC腹透液将享受较长一段时间的市场空窗期。价格方面，公司产品平均中标价在28.5元，与国内其他企业产品价格相差不大，与百特相比要便宜18%左右。公司现有产能为100万袋，新的3000万袋的生产线即将投产，可支持约3万个病人使用。明年更多的省份将开始招标，预计中标区域会不断增加。公司希望明年能达到2000个病人以上。

表 3 腹膜透析液生产企业部分省份 2012 年中标价格（2000ml(1.5%)软袋×1 袋）

公司	广东	新疆	陕西
华仁药业	28.468	28.4	27.255
上海长征富民金山	26.4	28.4	26.3
青山利康	-	-	25.3
广州百特	-	33.99	33.73
天安药业	-	27.6	27.42

数据来源：中国医药经济信息网，上海证券研究所

注：“-”表示该规格没有中标或没有相应数据

由于公司是作为行业的新进入者，仅在增量市场上即能获得较快的发展。考虑到包材及价格因素，如果能够一定程度上实现进口替代，公司腹膜透析业务有望实现高速发展。公司与卫生部医院管理研究所共同开展为期5年的“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”。公司为已经建立的31家全国腹膜透析培训示范中心提供医护人员《腹膜透析操作标准规程（SOP）》培训、腹膜透析液产品，规范腹膜透析治疗。与卫生部的项目合作有利于快速占领终端、提高覆盖的病人数，同时公司还不断跟进患者情况，加强指导，在山东和广东试点将腹透液直接配送到病人家中，建立对患者的系统化服务体系。腹膜透析液多中心临床比对试验已经启动，目前处于伦理研究阶段，有望在明年2、3月份完成前期准备，明年上半年可正式开始比对试验。

2012年下半年腹透产品正式实现商业销售，公司组建血液净化事业部，目前有50多人，主要负责腹透液销售，目前在5个中标区域已经覆盖30多家医院，其中三级医院10余家。预计今年能有600个病人。由于公司腹透液是市场唯一非PVC包装产品，在招标中拥有优势，公司对招标比较期待。新一轮招标启动后，公司腹透产品有望覆盖更多区域。

3.4 围绕终末期疾病形成系列产品

公司在研产品中，还包括强化性营养支持疗法用脂肪乳剂、代血浆制剂产品、多器官移植用器官保存液、眼内冲洗灌注液、手术用冲洗液、透析冲洗用生理氯化钠溶液、转化糖注射液、第三代硝基咪唑类注射液、小儿电解质补给注射液等9个治疗性输液和营养性输液品种。截至去年年底，眼内冲洗灌注液研发项目投入171.51万元，WMO-II器官保存液开发支出130万元。除了腹膜透析液和血液滤过置换液，多器官移植用器官保存液、透析冲洗用生理氯化钠溶液等品种均可用于终末期肾病以及其他器官终末期疾病科室。这些品种有利于在科室内形成销售互补和协同效应，

四、费用率或将维持高位，进入上游有望降低成本

4.1 进入上游领域有望降低成本

2007年8月，全资子公司华仁塑胶的新型连接口管盖投产，配套公司非PVC软袋输液使用，与使用国外进口软管和外购塞子相比，可降低单袋生产成本26%左右，当年采用该连接口的产品销量占同期产

品总销量比重约为4%。2008~2009年，该比重上升至52%和65%，公司的综合毛利率出现明显提升。2011年公司非PVC软袋输液销量过亿，募投项目新增5500万袋非PVC软袋输液产能，因此新型连接接口管盖的需求也大为提升。

膜材也是重要的生产原材料，约占生产成本的20%左右。国内非PVC软袋膜材市场主要被德国普尼希利公司和韩国E.SAENG公司等国际老牌膜材生产企业占据。2009年公司从加拿大引进相关技术，每吨膜材大约可生产15.5万袋输液，募投膜材项目达产后，将形成年产1000吨非PVC软袋输液包装膜材的生产能力，满足1.55亿袋非PVC软袋输液生产需求。

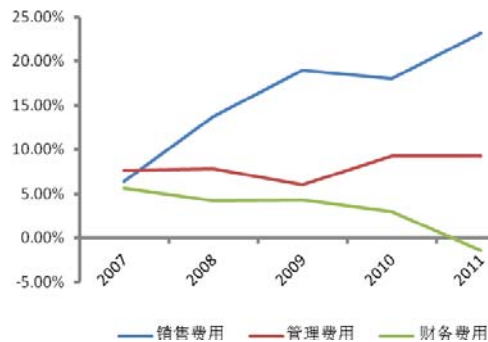
公司募投项目新增2.2亿套SPC组合盖项目、非PVC输液包装膜材项目即将投产，有望有效降低生产成本，提高公司整体毛利率水平。此外，公司还将通过提高附加值高的治疗性输液的占比来改善利润结构，通过并购等手段提高市场占有率，实现规模效应，降低成本。

不过，公司收购的洁晶药业已经在三季度并表，根据公司公告，洁晶药业去年毛利率为35.15%，今年1~6月毛利率为35.79%，对应净利润率分别为6.30%和1.10%。2009~2011年，公司综合毛利分别为61.02%、56.58%、56.21%，今年上半年，公司综合毛利率58.04%，洁晶药业的毛利水平与公司相差较大，有可能对公司综合毛利率产生一定程度的对冲，影响公司毛利水平。

4.2 销售费用短期维持较高水平

从销售费用来看，2011年公司销售费用率为23.12%，同比增长5个百分点。今年1~6月公司销售费用率为23.32%，同比增长32.42%。2011年，公司成立了血液净化事业部，主要为了开拓腹膜透析液市场，学术推广投入较大，因此出现销售费用同比大幅增长的情况。未来一段时期，公司仍将维持对腹膜透析液的学术投入力度，增加销售人员，尤其是新一轮招标中标后。我们认为，公司的销售费用率会在一段时期内维持在23%左右的高水平。

图 13 公司近年三费费率情况



数据来源: Wind, 公司公告, 上海证券研究所

五、盈利预测及主要假设

5.1 主要假设

- 1) 腹膜透析液销售顺利;
- 2) 公司产品不出现重大质量问题, 大输液不出现大幅降价。

5.2 盈利预测

我们预计 2012-2014 年归母公司的净利润将实现年递增 19.97%、36.52%和 32.54%，相应稀释后每股收益为 0.48 元、0.66 元和 0.87 元。

六、给予“未来六个月，跑赢大市”评级

公司11年实现每股收益为0.40元，预计12年、13年EPS为0.44元、0.62元，以3月18日收盘价17.65元计算，市盈率分别为39.71倍和28.68倍。化学制剂上市公司12年、13年市盈率中值分别为36.26倍和25.48倍，公司2012年的估值水平略高于行业平均水平。我们认为，公司大输液增长稳健，治疗性输液增长较快，腹膜透析液已经全面上市，并购使公司获得新的产能和渠道。我们看好公司未来的成长性，维持公司“未来六个月，跑赢大市”评级。

七、风险提示

7.1 腹膜透析液推广不及预期

腹膜透析液为公司新推出产品，公司去年已经成立了事业部专门负责其学术推广和销售。新产品存在一个逐步被医生和消费者接受的

过程，医生倾向于使用既往处方频率较高的产品，加上百特公司市场份额占据绝对优势，推广力度和销售能力较强，因此短期内公司产品的推广进度有可能不及预期。

7.2 大输液降价风险

近年来，药品价格一直处于降价通道，发改委去年又调低了四个系统药物的最高零售价。公司产品虽然是双管双阀非 PVC 包装，目前在招标中具有定价优势，但并不排除在未来有降价的可能。

7.3 收购整合不力

公司去年收购了洁晶药业，未来不排除有进一步的收购可能。洁晶药业去年上半年增长较慢，管理效率较低，如果不能实现有效整合，有可能影响到公司整体业绩。

八、附表

附表1 华仁药业损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	338.30	405.31	593.80	918.36	1,172.52
二、营业总成本	254.23	310.07	478.37	758.50	949.04
营业成本	146.87	177.25	269.94	441.65	551.90
营业税金及附加	3.94	4.15	6.53	9.18	11.73
销售费用	61.04	93.71	142.51	211.22	255.61
管理费用	31.44	37.34	59.38	87.26	112.22
财务费用	9.99	-5.70	0.00	9.18	17.59
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	84.07	95.24	115.44	159.86	223.48
加: 营业外收入	8.14	8.81	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.13	0.53	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	92.08	103.52	115.44	159.86	223.48
减: 所得税	15.76	15.96	17.89	24.78	34.64
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	76.32	87.56	97.54	135.08	188.84
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.49	0.68	0.94
归属于母公司所有者的净利润	76.32	87.56	97.06	134.40	187.89
七、摊薄每股收益 (元)	0.35	0.40	0.44	0.62	0.86

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司近几年分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
普通输液	36116.88	45146.10	53272.40	59665.09
治疗性输液	3498.43	5457.55	6658.21	8123.02
腹膜透析液	-	1000.00	6000.00	18000.00
洁晶药业	17628.87	6757.73	24733.30	30174.62
其他	849.10	1018.92	1171.76	1288.93
合计	40,464.41	59,380.30	91,835.67	117,251.66
分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
普通输液	15369.33	19187.09	22907.13	25655.99
治疗性输液	1396.58	2128.44	2663.28	3249.21
腹膜透析液	-	350.00	2100.00	6300.00
洁晶药业	-	4324.95	15334.65	18708.27
其他	955.46	1003.64	1160.04	1276.04

合计	17721.37	26994.12	44165.10	55189.51
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
普通输液	19.09%	25.00%	18.00%	12.00%
治疗性输液	15.69%	56.00%	22.00%	22.00%
腹膜透析液	-		500.00%	200.00%
洁晶药业	-	15.00%	22.00%	22.00%
其他	77.14%	20.00%	15.00%	10.00%
合计	19.61%	46.75%	54.66%	27.68%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
普通输液	57.45%	57.50%	57.00%	57.00%
治疗性输液	60.08%	61.00%	60.00%	60.00%
腹膜透析液	-	65.00%	65.00%	65.00%
洁晶药业	-	36.00%	38.00%	38.00%
其他	-12.53%	1.50%	1.00%	1.00%
合计	56.21%	54.54%	51.91%	52.93%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表 3 公司历年财务指标

指标名称	2009 年	2010 年	2011 年	2012Q3
销售毛利率(%)	57.05	56.59	56.27	56.71
销售净利率(%)	21.06	22.56	21.60	19.51
息税前利润/营业总收入(%)	30.47	30.04	24.07	22.97
净资产收益率(摊薄)(%)	-	6.91	7.35	5.76
流动比率	1.04	15.46	14.11	1.83
速动比率	0.85	14.40	13.07	1.56
资产负债率(%)	50.64	4.13	4.47	24.41
存货周转率(次)	3.29	2.98	3.62	2.13
应收账款周转率(次)	2.45	2.52	2.53	1.74
总资产周转率(次)	0.50	0.38	0.34	0.25
净利润同比增长率(%)	30.88	25.59	14.73	21.60
每股收益-稀释(元)	0.40	0.43	0.41	0.33
每股经营活动现金流量净额(元)	0.24	0.36	0.28	0.40
每股未分配利润(元)	0.75	0.88	1.25	1.36
每股资本公积(元)	0.14	3.19	3.19	3.26

数据来源: Wind, 上海证券研究所

附表 4 同行业上市公司估值比较

公司名称	股票代码	股价	EPS			PE		
			2010A	2011A	2012E	2010A	2011A	2012E
华润双鹤	600062	26.78	0.91	0.93	1.06	23.95	23.55	25.22
西南药业	600666	7.28	0.11	0.12	0.10	57.55	52.75	72.80
通化东宝	600867	13.42	0.31	0.47	0.15	29.84	19.68	91.23
丽珠集团	000513	43.50	1.41	1.22	1.49	24.04	27.79	29.19
科伦药业	002422	61.49	3.08	2.01	2.28	18.24	27.95	27.01

行业平均

37.95 36.88 49.09

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰、魏赟

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定 义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定 义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

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及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其关联机构可能会持有报告中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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。