

## 华仁药业(300110.SZ)

### 看好公司产能释放带来的业绩快速增长

 评级: **买入**      前次: **买入**

 目标价(元): **21.1-23.4**

分析师

分析师

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315083

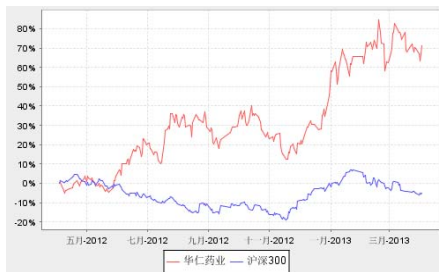
hudj@r.qlzq.com.cn

2013年4月19日

#### 基本状况

总股本(百万股)	218.31
流通股本(百万股)	99.84
市价(元)	17.60
市值(百万元)	3842.32
流通市值(百万元)	1757.12

#### 股价与行业-市场走势对比



#### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	405.31	562.03	992.91	1,246.6	1,316.7
营业收入增速	19.81%	38.67%	76.66%	25.56%	5.62%
净利润增长率	14.73%	10.31%	58.35%	32.07%	14.40%
摊薄每股收益(元)	0.41	0.44	0.70	0.93	1.06
前次预测每股收益(元)	0.41	0.44	0.70	0.93	1.06
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	25.64	31.12	26.66	19.34	16.91
PEG	1.74	3.02	0.46	0.60	1.17
每股净资产(元)	5.58	5.89	6.60	7.52	8.58
每股现金流量	0.28	0.46	-0.40	0.91	1.72
净资产收益率	7.35%	7.51%	10.62%	12.30%	12.34%
市净率	1.88	2.34	2.83	2.38	2.09
总股本(百万股)	213.60	218.31	218.31	218.31	218.31

备注: 市场预测取 聚源一致预期

#### 投资要点

- 2013年一季度公司实现营业收入和归属母公司净利润 1.61 亿元和 0.26 亿元, 同比分别增长 59.8% 和 31.5%; 实现 EPS 为 0.12 元, 符合我们之前预期, 预计随着产能释放下半年整体增长有望加速; 公司同时公告 2013 年 4 月 15 日公司血液净化制品工程技术研究中心暨解放军总医院—华仁药业血液净化产品研发中心已经揭牌, 标志着公司全面进入腹透市场;
- 其中我们预计公司一季度非 PVC 输液产品销售同比增长 25%, 受新厂房投入使用带来的折旧摊销以及推广腹膜透析产品带来的费用增加, 公司毛利率环比下滑 2%, 三项费用率同比上升 3 个百分点, 导致母公司净利润同比增长 9.8%, 实现 EPS 为 0.09 元; 预计随着二季度产能释放, 毛利率有望得到恢复;
- 公司子公司洁晶制药一季度实现收入 0.39 亿元, 实现 EPS 0.03 元, 略超我们预期; 表明洁晶在华仁的管理团队进入后, 生产效率和营销能力均有大幅改善, 特别是原有管理导致的生产效率低下和营销方面得到的极大改善, 我们预计 2013 年洁晶有望贡献超过 2 亿元销售收入, 贡献 EPS 超过 0.08 元;
- 我们一直关注的 GMP 认证目前进展顺利, 我们预计母公司有望在 5 月底完成全部非 PVC 输液产品的 GMP 认证工作, 届时 2 亿袋产能有望得到充分释放, 全年贡献 EPS 超过 0.6 元;
- 同时随着腹膜透析液进入新版基药目录, 未来对腹透的营销将产生重大影响: 1、基药目前趋势是不区分合资企业, 未来大家可能会趋同, 因此本土企业可以利用成本和渠道优势更多的占领低端市场, 迅速扩大产业规模; 2、从趋势上看, 血液透析产业未来不是产品的竞争, 而是服务的竞争; 只有更加专业的企业才能得到更好的发展空间; 3、国内企业的优势在于基层市场; 4、医生也可能更多的从专业上来考虑, 从而共同推动腹膜透析产业快速、健康的发展;

- 我们依然维持公司 2013 年业绩弹性较大的判断，主要来源三个方面的改善：
  - 1、随着公司新的募投项目投产，公司 2013 年非 PVC 软袋产能有望达到 2 亿袋，全年销量有望超过 1.5 亿袋，同比 2012 年有望超过 40%。
  - 2、2012 年完成洁晶制药的全部股权收购之后，整体输液产能增加 2.5 亿袋，考虑到洁晶制药众多的治疗性产品以及生产线改造带来的产能释放，我们预计 2013 年洁晶制药销售规模有望达到 2 亿元，净利率比 2012 年提升至少 2 个百分点；
  - 3、我们预计公司在管理费用上依然有进一步改善的空间，根据公司股权激励方案，公司 2012 年四季度管理费用达到 0.33 亿元，全年管理费用同比增长 12.4%，我们预计公司 2013 年行权费用相比 2012 年将有所下降，届时将有利于公司整体费用率的下降；
- 我们维持前期盈利预测，预计公司 2013-15 年净利润分别为 1.5 亿元、2.0 亿元和 2.3 亿元，同比分别增长 58.4%、32.1%和 14.4%，对应 EPS 分别为 0.70 元、0.93 元和 1.06 元，维持“买入”评级。

**图表 1: 单季度利润表分析**

项目	2011单季度数据				2012单季度数据				2013单季度数据
	11-Q1	11-Q2	11-Q3	11-Q4	12-Q1	12-Q2	12-Q3	12-Q4	13-Q1
(百万元)									
<b>主营业务收入</b>	<b>85.8</b>	<b>94.3</b>	<b>105.8</b>	<b>119.4</b>	<b>100.6</b>	<b>130.2</b>	<b>143.1</b>	<b>188.1</b>	<b>160.81</b>
增长率(同比)	10.6%	0.5%	32.4%	37.3%	17.3%	38.1%	35.2%	57.5%	59.80%
增长率(环比)	-1.4%	10.0%	12.2%	12.8%	-15.7%	29.4%	9.9%	31.4%	-14.50%
累计主营业务收入	85.8	180.1	285.9	405.3	100.6	230.9	374.0	562.0	160.8
增长率(同比)	10.6%	5.1%	13.8%	19.8%	17.3%	28.2%	30.8%	38.7%	59.80%
<b>营业成本</b>	<b>36.4</b>	<b>40.4</b>	<b>48.6</b>	<b>51.8</b>	<b>45.4</b>	<b>54.65</b>	<b>61.84</b>	<b>84.5</b>	<b>70.97</b>
<b>主营毛利</b>	<b>49.3</b>	<b>53.9</b>	<b>57.2</b>	<b>67.6</b>	<b>55.2</b>	<b>75.6</b>	<b>81.2</b>	<b>103.6</b>	<b>89.83</b>
增长率(同比)	<b>15.4%</b>	<b>-1.4%</b>	<b>28.1%</b>	<b>36.9%</b>	<b>12.0%</b>	<b>40.2%</b>	<b>42.0%</b>	<b>53.1%</b>	<b>62.60%</b>
增长率(环比)	-0.1%	9.2%	6.1%	18.2%	-18.3%	36.8%	7.5%	27.5%	-13.25%
<b>毛利率</b>	<b>57.5%</b>	<b>57.1%</b>	<b>54.1%</b>	<b>56.6%</b>	<b>54.9%</b>	<b>58.0%</b>	<b>56.8%</b>	<b>55.1%</b>	<b>55.86%</b>
累计毛利	49.3	103.2	160.4	228.1	55.2	130.8	212.1	315.6	89.8
增长率(同比)	15.4%	6.0%	12.9%	19.1%	12.0%	26.7%	32.2%	38.4%	62.60%
<b>累计毛利率</b>	<b>57.52%</b>	<b>57.32%</b>	<b>56.11%</b>	<b>56.27%</b>	<b>54.90%</b>	<b>56.67%</b>	<b>56.71%</b>	<b>56.16%</b>	<b>55.86%</b>
<b>主营业务税金及附加</b>	<b>0.9</b>	<b>1.3</b>	<b>1.3</b>	<b>0.6</b>	<b>0.7</b>	<b>1.66</b>	<b>0.62</b>	<b>1.58</b>	<b>1.691</b>
增长率(同比)	<b>11.4%</b>	<b>22.2%</b>	<b>37.9%</b>	<b>-43.8%</b>	<b>-27.0%</b>	<b>23.2%</b>	<b>-51.7%</b>	<b>158.98%</b>	<b>154.88%</b>
占销售收入百分比	1.1%	1.4%	1.2%	0.5%	0.7%	1.27%	0.44%	0.84%	1.05%
<b>主营业务利润</b>	<b>48.4</b>	<b>52.6</b>	<b>55.9</b>	<b>67.0</b>	<b>54.6</b>	<b>73.9</b>	<b>80.6</b>	<b>101.97</b>	<b>88.14</b>
增长率(同比)	<b>15.5%</b>	<b>-1.9%</b>	<b>27.9%</b>	<b>38.7%</b>	<b>12.7%</b>	<b>40.7%</b>	<b>44.2%</b>	<b>52.19%</b>	<b>61.47%</b>
<b>营业利润率</b>	<b>56.5%</b>	<b>55.7%</b>	<b>52.8%</b>	<b>56.1%</b>	<b>54.2%</b>	<b>56.8%</b>	<b>56.3%</b>	<b>54.22%</b>	<b>54.81%</b>
<b>销售费用</b>	<b>19.5</b>	<b>21.1</b>	<b>24.9</b>	<b>28.1</b>	<b>21.3</b>	<b>32.5</b>	<b>31.4</b>	<b>36.0</b>	<b>30.26</b>
<b>销售费用同比增长</b>	<b>29.2%</b>	<b>39.5%</b>	<b>71.1%</b>	<b>73.4%</b>	<b>9.0%</b>	<b>54.1%</b>	<b>25.9%</b>	<b>27.8%</b>	<b>42.0%</b>
销售费用/收入	22.8%	22.4%	23.5%	23.6%	21.2%	25.0%	21.9%	19.1%	18.82%
累计销售费用	19.5	40.7	65.6	93.7	21.3	53.8	85.2	121.2	30.3
增长率(同比)	29.2%	34.4%	46.3%	53.5%	9.0%	32.4%	29.9%	29.28%	41.99%
<b>管理费用</b>	<b>8.0</b>	<b>9.0</b>	<b>9.3</b>	<b>11.1</b>	<b>10.9</b>	<b>11.30</b>	<b>14.70</b>	<b>32.86</b>	<b>21.07</b>
管理费用/收入	9.3%	9.6%	8.8%	9.3%	10.8%	8.7%	10.3%	17.47%	13.10%
<b>财务费用</b>	<b>-2.2</b>	<b>-1.0</b>	<b>-1.1</b>	<b>-1.4</b>	<b>-0.6</b>	<b>-0.5</b>	<b>1.1</b>	<b>3.7</b>	<b>4.94</b>
财务费用/收入	-2.6%	-1.1%	-1.0%	-1.2%	-0.6%	-0.4%	0.8%	1.96%	3.07%
<b>三项费用/收入</b>	<b>29.5%</b>	<b>30.9%</b>	<b>31.3%</b>	<b>31.7%</b>	<b>31.3%</b>	<b>33.3%</b>	<b>33.0%</b>	<b>38.5%</b>	<b>34.99%</b>
<b>营业利润</b>	<b>22.8</b>	<b>22.9</b>	<b>22.1</b>	<b>27.4</b>	<b>22.5</b>	<b>29.5</b>	<b>33.42</b>	<b>27.19</b>	<b>31.15</b>
增长率(同比)	32.9%	-8.6%	15.1%	21.2%	-1.0%	28.6%	51.0%	-0.9%	38.24%
增长率(环比)	0.5%	0.8%	-3.5%	23.9%	-17.8%	30.9%	13.3%	-18.65%	14.57%
加: 营业外收入	0.0	0.0	2.7	6.1	0.3	0.0	0.2	5.1	0.1
减: 营业外支出	0.5	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0	0.5	0.3
<b>利润总额</b>	<b>22.2</b>	<b>22.9</b>	<b>24.8</b>	<b>33.5</b>	<b>22.8</b>	<b>29.4</b>	<b>33.64</b>	<b>31.72</b>	<b>31.0</b>
增长率(同比)	29.2%	-8.2%	29.2%	9.3%	2.7%	28.4%	35.4%	-5.4%	35.72%
增长率(环比)	-27.5%	3.1%	8.3%	35.0%	-31.9%	29.0%	14.2%	-5.7%	-2.30%
<b>净利润</b>	<b>18.9</b>	<b>19.5</b>	<b>21.1</b>	<b>28.1</b>	<b>19.4</b>	<b>24.9</b>	<b>28.7</b>	<b>25.0</b>	<b>26.2</b>
净利润率(%)	22.0%	20.6%	20.0%	23.5%	19.3%	19.1%	20.0%	13.3%	16.30%
<b>少数股东损益</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.00</b>	<b>0.65</b>	<b>0.73</b>	<b>0.68</b>
<b>归属母公司所有者的净利润</b>	<b>18.9</b>	<b>19.5</b>	<b>21.1</b>	<b>28.1</b>	<b>19.4</b>	<b>24.9</b>	<b>28.0</b>	<b>24.3</b>	<b>25.53</b>
增长率(同比)	33.6%	-5.3%	27.5%	12.1%	2.7%	28.0%	32.5%	-13.6%	31.54%
增长率(环比)	-24.6%	3.0%	8.6%	32.9%	-30.9%	28.3%	12.4%	-13.3%	5.21%
<b>摊薄每股收益(元)</b>	<b>0.09</b>	<b>0.09</b>	<b>0.10</b>	<b>0.13</b>	<b>0.09</b>	<b>0.11</b>	<b>0.13</b>	<b>0.11</b>	<b>0.12</b>

来源: 齐鲁证券研究所

附表 1: 财务预测简表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业总收入</b>	<b>338</b>	<b>405</b>	<b>562</b>	<b>993</b>	<b>1,247</b>	<b>1,317</b>	货币资金	471	306	121	-191	-366	-459
增长率	17.24%	19.8%	38.7%	76.7%	25.6%	5.6%	应收账款	194	249	348	552	694	733
营业成本	-147	-177	-246	-484	-598	-611	存货	50	48	88	138	172	177
% 销售收入	43.4%	43.7%	43.8%	48.7%	48.0%	46.4%	其他流动资产	21	44	28	75	84	89
毛利	191	228	316	509	648	706	流动资产	736	646	584	575	585	540
% 销售收入	56.6%	56.3%	56.2%	51.3%	52.0%	53.6%	% 总资产	63.9%	51.8%	32.7%	27.4%	23.8%	19.9%
营业税金及附加	-4	-4	-5	-8	-10	-11	长期投资	0	0	30	30	30	30
% 销售收入	1.2%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	368	545	1,037	1,341	1,653	1,919
营业费用	-61	-94	-121	-220	-277	-292	% 总资产	31.9%	43.7%	58.1%	63.8%	67.2%	70.8%
% 销售收入	18.0%	23.1%	21.6%	22.2%	22.2%	22.2%	无形资产	47	54	131	152	189	219
管理费用	-31	-37	-70	-87	-96	-98	非流动资产	416	601	1,201	1,526	1,875	2,171
% 销售收入	9.3%	9.2%	12.4%	8.7%	7.7%	7.5%	% 总资产	36.1%	48.2%	67.3%	72.6%	76.2%	80.1%
息税前利润 (EBIT)	95	93	120	194	265	305	<b>资产总计</b>	<b>1,152</b>	<b>1,247</b>	<b>1,785</b>	<b>2,100</b>	<b>2,460</b>	<b>2,711</b>
% 销售收入	28.1%	22.9%	21.4%	19.5%	21.3%	23.2%	短期借款	0	0	210	410	460	460
财务费用	-10	6	-4	-13	-24	-29	应付账款	35	33	183	130	166	181
% 销售收入	3.0%	-1.4%	0.7%	1.3%	1.9%	2.2%	其他流动负债	13	12	20	35	44	46
资产减值损失	-1	-3	-4	-3	-3	-3	流动负债	48	46	413	574	670	687
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期资产	0	0	15	15	75	75
投资收益	0	0	0	0	0	0	其他长期负债	0	10	17	17	17	17
% 税前利润	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	<b>负债</b>	<b>48</b>	<b>56</b>	<b>446</b>	<b>607</b>	<b>762</b>	<b>780</b>
营业利润	84	95	113	178	238	273	<b>普通股股东权益</b>	<b>1,104</b>	<b>1,192</b>	<b>1,287</b>	<b>1,440</b>	<b>1,642</b>	<b>1,873</b>
营业利润率	24.9%	23.5%	20.0%	17.9%	19.1%	20.8%	少数股东权益	0	0	52	54	56	58
营业外收支	8	8	5	6	6	6	<b>负债股东权益合计</b>	<b>1,152</b>	<b>1,247</b>	<b>1,785</b>	<b>2,100</b>	<b>2,460</b>	<b>2,711</b>
税前利润	92	104	118	184	244	279	<b>比率分析</b>						
利润率	27.2%	25.5%	20.9%	18.6%	19.6%	21.2%	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	
所得税	-16	-16	-20	-30	-40	-46	<b>每股指标</b>						
所得税率	17.1%	15.4%	16.7%	16.3%	16.4%	16.4%	每股收益 (元)	0.357	0.410	0.442	0.701	0.925	1.059
净利润	76	88	98	154	204	234	每股净资产 (元)	5.169	5.579	5.895	6.595	7.521	8.579
少数股东损益	0	0	1	1	2	2	每股经营现金流 (元)	0.363	0.279	0.456	-0.404	0.912	1.719
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>76</b>	<b>88</b>	<b>97</b>	<b>153</b>	<b>202</b>	<b>231</b>	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000
净利率	22.6%	21.6%	17.2%	15.4%	16.2%	17.5%	<b>回报率</b>						
							净资产收益率	6.91%	7.35%	7.51%	10.62%	12.30%	12.34%
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							总资产收益率	6.63%	7.02%	5.41%	7.28%	8.21%	8.53%
2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		投入资本收益率	12.44%	8.87%	7.05%	7.78%	8.60%	8.79%
净利润	76	88	98	154	204	234	<b>增长率</b>						
少数股东损益	0	0	0	1	2	2	营业总收入增长率	17.24%	19.81%	38.67%	76.66%	25.56%	5.62%
非现金支出	32	36	49	90	118	154	EBIT 增长率	5.43%	-2.28%	29.48%	61.33%	36.70%	15.02%
非经营收益	9	-8	2	9	16	19	净利润增长率	25.59%	14.73%	10.31%	58.35%	32.07%	14.40%
营运资金变动	-40	-56	-49	-342	-139	-31	总资产增长率	81.15%	8.31%	43.08%	17.67%	17.12%	10.19%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>78</b>	<b>60</b>	<b>99</b>	<b>-87</b>	<b>201</b>	<b>378</b>	<b>资产管理能力</b>						
资本开支	67	233	270	409	461	444	应收账款周转天数	145.1	144.2	140.4	141.7	141.3	141.4
投资	0	0	-86	0	0	0	存货周转天数	122.5	100.9	100.5	100.6	100.6	100.6
其他	0	10	3	0	0	0	应付账款周转天数	44.5	39.9	135.1	69.9	72.4	79.3
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-67</b>	<b>-223</b>	<b>-353</b>	<b>-409</b>	<b>-461</b>	<b>-444</b>	固定资产周转天数	379.4	321.3	443.1	438.2	460.1	539.3
股权募资	714	0	0	0	0	0	<b>偿债能力</b>						
债权募资	-270	0	99	200	110	0	净负债/股东权益	-42.68%	-25.66%	7.79%	41.27%	53.06%	51.48%
其他	-12	-2	-30	-15	-22	-25	EBIT 利息保障倍数	9.5	-16.3	32.9	15.2	11.2	10.7
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>432</b>	<b>-2</b>	<b>69</b>	<b>185</b>	<b>88</b>	<b>-25</b>	资产负债率	4.13%	4.47%	24.97%	28.89%	31.00%	28.76%
<b>现金净流量</b>	<b>443</b>	<b>-165</b>	<b>-185</b>	<b>-311</b>	<b>-172</b>	<b>-91</b>							

来源: 齐鲁证券研究所

**投资评级说明**

**买入:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

**增持:** 预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

**持有:** 预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%~+5%

**减持:** 预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。