

化学制剂

报告原因：中报业绩点评

2013年7月30日

市场数据：2013年7月29日

收盘价(元)	8.57
一年内最高/最低(元)	10.85/5.74
市净率	2.82
市盈率	36.4
流通A股市值(百万元)	1489.29

基础数据：2012年6月30日

每股净资产(元)	3.06
资产负债率%	28.71
总股本/流通A股(百万)	436.63/199.31
流通B股/H股(百万)	

相关研究

1. 《山西证券--医药生物行业 2013 年中期投资策略：避开政策扰动，配置确定性品种》，2013 年 7 月 5 日

分析师：裴云鹏

执业证书编号：S0760511010009  
Email: peiyunpeng@sxzq.com

研究助理：林小伟

021-38529769  
linxiaowei@sxzq.com

销售联系人：张小玲

0351-8686990  
zhangxiaoling@sxzq.com

地址：上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 7 层  
<http://www.i618.com.cn>

请务必阅读正文之后的特别声明部分

华仁药业 (300110)

维持

收入继续高增长，腹透将开始进入放量阶段

买入

公司研究/点评报告

盈利预测：	单位：百万元、元、倍				
	营业收入	营业成本	净利润	每股收益	市盈率
2012A	562.03	246.41	96.59	0.44	19.4
2013E	892.92	419.37	132.85	0.30	28.2
2014E	1352.43	643.36	166.70	0.38	22.4
2015E	1721.04	819.91	238.94	0.55	15.7

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

**事件：**2013 年 7 月 28 日晚，公司公布 2013 年半年报，上半年公司实现营业总收入 3.64 亿元，同比增长 57.62%，营业利润 5889.56 万元，同比增长 13.20%，归属于母公司股东净利润 4903.77 万元，同比增长 10.65%，扣非后净利润 4944.34 万元，同比增长 12.11%，EPS 0.11 元。

● **收购结晶剩余 30% 股权，并表及自身销量增加致收入继续高增长。**上半年公司实现收入 3.64 亿元，同比增长 57.62%，延续了高增长，公司综合毛利率 54.36%，同比下滑 2.28 个百分点（主要是结晶药业低毛利品种拉低）。收入高增长主要有两个原因，一是公司募投项目新产能释放销售规模扩大，销量增加；二是上半年完成了对结晶药业剩余 30% 股权的收购，使其变为公司全资子公司，全部并表营业收入增加所致。分产品看，上半年普通输液收入 3.08 亿元，同比增长 52.00%，毛利率 53.82%，下滑 3.74 个百分点，结晶药业的玻瓶、塑瓶低毛利品种拉低所致；治疗性输液收入 4344.60 万元，同比增长 91.58%，毛利率基本稳定；其他产品收入 1208.89 万元，同比增长 129.15%。

● **三费全面上升致利润增速大幅低于收入增速。**目前公司正处于整合结晶药业、大力推广腹膜透析液以及加大新产品研发的阶段，因此公司三项费用均有所上升。上半年，公司销售费用 7437.94 万元，同比增长 38.16%，主要由大输液推广力度加大、结晶药业销售并表、继续加强腹膜透析液的推广力度以及招投标准备工作等推动；管理费用 4838.24 万元，同比大幅增长 118.33%，其中研发投入金额 2236.62 万元，主要来自结晶药业并表和研发费用增加；财务费用 1059.72 万元，同比大幅增长 1042.49%，主要是由于公司募集资金余额减少存款利息减少以及公司加大银行贷款贷款利息增加所致。

● **募投项目、技改项目建成投产，规模效益将逐步体现。**公司募投项目非 PVC 软包大输液三期项目(5500 万袋)、非 PVC 软包装腹膜透析液项目(3000 万袋)、SPC 组合盖项目、非 PVC 输液包装膜材项目等均已建成投产，同时上半年完成了一车间(2000 万袋)、二车间(3000 万袋)及日

照公司（即洁晶药业，玻瓶产能 1 亿瓶、塑瓶产能 1 亿瓶、软袋产能 4000 万袋）生产车间的 GMP 改造，下半年通过新版 GMP 认证。同时公司于 3 月底开始对日照公司其中一条玻瓶生产线（5000 万瓶产能）改造成产能 1 亿袋的非 PVC 软袋生产线，预计投资 1.4 亿元，明年上半年建成投产。随着这些新产能投产，产能逐步释放，公司规模效益将逐步体现，包装膜材、组合盖完善产业链，公司竞争力进一步加强。

● **腹透将受益新基药效应及大病医保试点铺开，逐步进入放量阶段。**受益新进基药、国家大病医保试点铺开及提升报销比例的政策支持，腹膜透析液已具备放量的市场基础。公司血液净化事业部不断加强销售渠道建设，目前该团队已扩充至 80 多人，积极推进与卫生部、中华医学会肾脏病学分会的合作项目，并积极准备、开展招投标工作，目前公司腹透已中标 9 个区域，上半年新增加了重庆、云南、湖北，下半年各省份将陆续展开新基药的招标，预计公司将有更多的中标，新基药效应将开始显现，腹透将进入放量阶段，预计今年能销售 200 多万袋。目前国内每年腹透液销量在 4000 万袋左右，市场规模 10 亿元左右。据临床统计，目前我国终末期肾脏病（ESRD）患者近 200 万人，每年新增患者约 26 万人，而接受透析治疗的患者比例仅有 10%，选择腹透治疗的患者更是仅占透析治疗总人数的 10%，未来随着透析率的不断提升以及国家政策鼓励优先选择腹透治疗，预计未来腹透市场规模仍有十倍的增长空间。

● **公司推出股权激励计划（草案），收入要求较高，利润要求偏保守。**（1）**基本情况：**本次拟授予的股票数量累计不超过 1695.9 万股，占公司已发行股本总额的 3.91%，授予价格为 4.30 元/股，有效期为 48 个月，激励对象为公司及全资子公司高、中层管理人员及核心技术（业务）人员等；（2）**解锁条件：**以 2012 年扣除非经常性损益后的合并报表净利润为固定基数，2013-2015 年净利润增长率分别不低于 30%、43%、58%，即 2013-2015 年扣非后净利润分别不低于 1.20 亿元、1.32 亿元、1.50 亿元，公司对净利润要求偏保守主要是为了能确保行权；但公司对收入要求较高，2013-2015 年合并报表营收分别不低于 8.6 亿元、11 亿元、15 亿元，未来不排除进行收购来达到要求的可能。

● **业绩与评级。**我们认为公司随着新项目投产，产能逐步释放，规模效益会逐步显现，以及受益国家大病医保铺开和新基药效应腹透将开始进入放量阶段，公司未来几年业绩确定性较高。预计公司 13-15 年实现净利润 1.33 亿元、1.67 亿元、2.39 亿元，分别同比增长 37.5%、25.5%、43.3%，EPS 分别为 0.30 元、0.38 元、0.55 元/股，对应 PE 为 29 倍、23 倍、16 倍，我们维持“买入”评级。

● **风险提示。**新产能消化风险；腹透推广低于预期。

财务报表预测与财务指标						更新日期: 13/07/29					
单位: 百万											
利润表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	资产负债表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	405.31	562.03	892.92	1,352.43	1,721.04	现金	305.80	120.65	144.78	173.74	208.48
YOY(%)	19.8%	38.7%	58.9%	51.5%	27.3%	交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业成本	177.25	246.41	419.37	643.36	819.91	应收款项净额	248.79	347.89	552.70	837.14	1,065.30
营业税金及附加	4.15	4.52	8.93	13.52	17.21	存货	47.78	87.87	132.23	222.31	294.52
销售费用	93.71	121.16	183.05	297.54	361.42	其他流动资产	43.70	27.59	43.83	66.39	84.49
占营业收入比(%)	23.1%	21.6%	20.5%	22.0%	21.0%	流动资产总额	646.07	584.00	873.55	1,299.58	1,652.80
管理费用	35.78	66.73	107.15	182.58	223.74	固定资产净值	353.48	1,018.29	1,067.04	1,016.17	942.88
占营业收入比(%)	8.8%	11.9%	12.0%	13.5%	13.0%	减:资产减值准备	(3.32)	(3.93)	(4.12)	(3.92)	(3.64)
EBIT	92.86	120.22	170.55	211.57	294.91	固定资产净额	350.16	1,014.36	1,062.93	1,012.25	939.24
财务费用	(5.70)	3.65	13.05	16.68	13.84	工程物资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
占营业收入比(%)	-1.4%	0.6%	1.5%	1.2%	0.8%	在建工程	195.00	22.45	19.73	7.91	2.13
资产减值损失	(3.32)	(3.93)	(4.00)	(1.00)	(1.00)	固定资产清理	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	固定资产总额	545.16	1,036.81	1,082.66	1,020.16	941.37
营业利润	95.24	112.64	153.50	193.88	280.07	无形资产	45.48	96.64	92.77	88.91	85.04
营业外净收入	8.28	5.00	5.00	5.00	5.00	长期股权投资	0.00	30.00	60.00	90.00	120.00
利润总额	103.52	117.64	158.50	198.88	285.07	其他长期资产	10.77	37.49	37.49	37.49	37.49
所得税	15.96	19.67	23.78	29.83	42.76	资产总额	1,247.48	1,784.94	2,146.47	2,536.14	2,836.70
所得税率(%)	15.4%	16.7%	15.0%	15.0%	15.0%	循环贷款	0.00	210.00	339.44	361.44	274.78
净利润	87.56	97.97	134.73	169.05	242.31	应付款项	22.17	160.21	241.09	405.33	536.99
占营业收入比(%)	21.6%	17.4%	15.1%	12.5%	14.1%	预提费用	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
少数股东损益	0.00	(1.39)	(1.87)	(2.35)	(3.37)	其他流动负债	23.60	43.10	65.66	109.56	139.65
归属母公司净利润	87.56	96.59	132.85	166.70	238.94	流动负债	45.77	413.31	646.20	876.33	951.43
YOY(%)	14.7%	10.3%	37.5%	25.5%	43.3%	长期借款	0.00	15.00	15.00	15.00	15.00
EPS (元)	0.41	0.44	0.30	0.38	0.55	应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
						其他长期负债	10.00	17.39	24.78	32.17	39.56
主要财务比率	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E	负债总额	55.77	445.70	685.98	923.50	1,005.99
成长能力						少数股东权益	0.00	52.32	54.01	56.12	59.15
营业收入	19.8%	38.7%	58.9%	51.5%	27.3%	股东权益	1,191.71	1,286.93	1,406.50	1,556.53	1,771.57
营业利润	13.3%	18.3%	36.3%	26.3%	44.5%	负债和股东权益	1,247.48	1,784.95	2,146.48	2,536.15	2,836.71
净利润	14.7%	10.3%	37.5%	25.5%	43.3%						
获利能力						现金流量表	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
毛利率(%)	56.3%	56.2%	53.0%	52.4%	52.4%	税后利润	87.56	96.59	132.85	166.70	238.94
净利率(%)	21.6%	17.4%	15.1%	12.5%	14.1%	加:少数股东损益	0.00	1.28	1.69	2.11	3.03
ROE(%)	7.3%	7.5%	9.4%	10.7%	13.5%	公允价值变动	3.32	3.93	4.00	1.00	1.00
ROA(%)	7.0%	5.4%	6.2%	6.6%	8.4%	折旧和摊销	32.52	42.38	113.83	125.56	131.94
偿债能力						营运资金的变动	-74.61	15.74	-154.39	-181.75	-149.61
流动比率	14.12	1.41	1.35	1.48	1.74	经营活动现金流	48.79	159.92	97.97	113.63	225.30
速动比率	13.07	1.20	1.15	1.23	1.43	短期投资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资产负债率%	4.5%	25.0%	32.0%	36.4%	35.5%	长期股权投资	0.00	-30.00	-30.00	-30.00	-30.00
营运能力						固定资产投资	-207.48	-527.72	-160.00	-60.00	-50.00
总资产周转率	32.5%	31.5%	41.6%	53.3%	60.7%	投资活动现金流	-207.48	-557.72	-190.00	-90.00	-80.00
应收账款周转天数	224.05	225.93	225.93	225.93	225.93	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
存货周转天数	115.92	151.61	151.61	151.61	151.61	长期贷款的增加/(减少)	0.00	15.00	0.00	0.00	0.00
每股指标 (元)						公司债券发行/(偿还)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股收益	0.41	0.44	0.30	0.38	0.55	股利分配	-2.09	-7.52	-13.29	-16.67	-23.89
每股净资产	5.58	5.89	3.22	3.56	4.06	计入循环贷款前融资活动产	-2.09	7.48	-13.29	-16.67	-23.89
估值比率						循环贷款的增加(减少)	-2.59	197.69	129.44	22.00	-86.66
P/E	20.9	19.4	28.2	22.4	15.7	融资活动现金流	-6.77	212.65	116.16	5.33	-110.55
P/B	1.5	1.5	2.7	2.4	2.1	现金净变动额	-165.46	-185.15	24.13	28.96	34.75

数据来源: 山西证券研究所

## 投资评级的说明：

——报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期上证指数/深证成指的涨跌幅为基准

——股票投资评级标准：

买入： 相对强于市场表现 20% 以上  
增持： 相对强于市场表现 5~20%  
中性： 相对市场表现在-5%~+5%之间波动  
减持： 相对弱于市场表现 5% 以下

——行业投资评级标准：

看好： 行业超越市场整体表现  
中性： 行业与整体市场表现基本持平  
看淡： 行业弱于整体市场表现

## 免责声明：

山西证券股份有限公司(以下简称“本公司”)具备证券投资咨询业务资格。本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。入市有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本所于发布本报告当日的判断。在不同时期，本所可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司或其关联机构在法律许可的情况下可能持有或交易本报告中提到的上市公司所发行的证券或投资标的，还可能为或争取为这些公司提供投资银行或财务顾问服务。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。本公司在知晓范围内履行披露义务。本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。