

收入维持高增长，腹透项目仍在推进

华仁药业 (300110.SZ)

谨慎推荐 首次评级

核心观点:

一、事件

公司公布2013年三季报: 1-9月份, 公司实现收入5.7亿元, 同比增53.37%; 净利润8278万元, 同比增14.47%; EPS0.19元。符合预期。

二、我们的观点

(一) 收入维持高增长

1-9月份, 公司实现收入5.7亿元, 同比增53.37%, 其中上半年收入3.6亿元, 同比增57.62%, 三季度收入2.1亿元, 同比增46.52%, 收入维持高增长。1-9月份母公司收入4.3亿元, 同比增21.11%, 子公司日照100%纳入合并范围, 收入1.4亿元, 贡献增速约32个百分点, 是收入高增长的主要原因。

报告期内, 公司所有生产线已经陆续通过新版GMP认证检查, 预计四季度现有产能可以充分释放。此外, 公司及日照公司的技术改造项目正在积极推进, 以满足公司未来规模进一步扩张的需求。我们预计公司全年收入8.7亿元, 同比增55%。

(二) 管理费用、财务费用大幅上升, 净利润增速低于收入增速

报告期内, 公司管理费用7633万元, 管理费用率13.31%, 同比增107%, 主要原因是: 第一, 日照公司和医药公司纳入合并范围, 管理费用增加; 第二, 公司加大研发投入, 研发费用增加。

销售费用1.1亿元, 销售费用率19.06%, 同比增29.4%, 销售费用没有大幅增长主要是输液事业部整合了母公司和日照的营销资源, 合理的控制了费用。

财务费1476万元, 比去年同期增加了1479万元, 主要原因是公司取得银行贷款, 贷款利息增加。

报告期内, 公司净利润8278万元, 同比增14.47%, 大幅低于收入增速, 主要是由于(1)公司加大研发投入, 管理费用上升;(2)加大了投资力度, 贷款增加, 财务费用大幅上升。

(三) 腹透项目仍在推进

报告期内, 公司血液净化事业部继续在已搭建的腹透业务运营系统内深耕细作, 各项工作顺利开展, 三季度以来, 市场开拓及产品销售工作发展较快, 中标区域进一步扩大, 为后续的市场推广打下坚实的基础。四季度公司将加大营销力度, 积极关注并应对各省市招标工作, 为年度目标完成及明年的销售奠定基础。

公司今年腹透项目的工作主要集中在以下几方面:

分析师

黄国珍

☎: 021-20252609

✉: huanguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130513030001

特此鸣谢

郭思捷 010-83574110

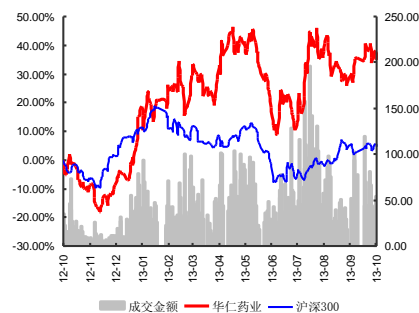
(guosijie@chinastock.com.cn)

对本报告的编制提供信息

市场数据 时间 2013.10.22

A 股收盘价(元)	9.77
A 股一年内最高价(元)	21.38
A 股一年内最低价(元)	7.33
上证指数	2445.89
市净率	3.29
总股本(万股)	43350.25
实际流通 A 股(万股)	43031.09
限售的流通 A 股(万股)	319.16
流通 A 股市值(亿元)	42.04

相对指数表现图



资料来源: 中国银河证券研究部

相关研究

1、腹膜透析医生的培训。任何医药产品的推广都离不开医生这个媒介，腹膜透析亦是如此。过去我国腹膜透析市场基础较差，全国熟悉此项目的医生只有 300 多人，对于需求释放远远不能满足。因此卫生部于 2011 年 6 月份开始和华仁药业合作进行医生培训，计划 5 年培训一万个医生。尽管该项目进度有些滞后，但仍然在向前推进中。

2、争取多中标。公司目前中标区域还相对较少，只有 11 个省市（山东、广东、新疆、广州军区、沈阳军区、重庆、云南、湖北等），其余很多地方要通过备案采购的方式才能进入医院，影响了整体业务推进速度，因此现阶段主要任务之一是争取多中标。

3、完善病人管理体系，解决医院及医生利益。我们认为，过去限制腹透发展的一个重要因素是病人的后续管理较为复杂，医院及医生的付出和收入不成正比。因此腹透企业建立完善的病人管理体系是很重要的。腹膜透析初始投资很低，扩张弹性极高，因此在企业解决了病人管理和一系列的售后服务等问题的前提下，会给医院和医生带来很高的边际收入。今年公司腹透团队人员预计将达到 80 人，初步建立好病人管理体系。

我们认为，大病医保覆盖释放肾衰竭治疗需求是大趋势，在目前治疗率仅有 20% 的情况下，未来市场提升空间非常大，而血液透析供应相对不足会倒逼腹透快速发展。预计今年公司腹膜透析液销售 200 万袋，单独核算略有亏损；14 年销售 600 万袋，贡献 EPS0.1 元。

三、投资建议

我们看好公司的腹膜透析业务，预计明年开始占比迅速提升，可贡献业绩 0.1 元。大输液业务稳定发展，提供安全边际。考虑股权激励费用的提取，预计 2013-2015 年 EPS0.30、0.40 和 0.55 元，同比增速分别为 35%、33% 和 37%，维持“谨慎推荐”评级。

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，医药行业证券分析师。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
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座
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
海外机构：高兴 83574017 gaoxing_jg@chinastock.com.cn
海外机构：李笑裕 83571359 lixiaoyu@chinastock.com.cn