

化学制剂

华仁药业 (300110)

维持

报告原因：三季报公布

业绩基本符合预期，长远看腹透放量

买入

2013年10月24日

公司研究/点评报告

市场数据：2013年10月23日

盈利预测：

单位：百万元、元、倍

收盘价(元)	9.20
一年内最高/最低(元)	10.85/5.74
市净率	2.94
市盈率	37.3
流通A股市值(百万元)	3956

	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	20.8
2013E	892.92	419.37	132.85	0.31	30.0
2014E	1352.43	643.36	166.70	0.38	23.9
2015E	1721.04	819.91	238.94	0.55	16.7

注：市盈率是指目前股价除以各年业绩

基础数据：2013年9月30日

每股净资产(元)	3.13
资产负债率%	29.39
总股本/流通A股(百万)	433.50/429.95
流通B股/H股(百万)	

相关研究

1. 《华仁药业(300110)三季报预告点评：新产能逐步释放，第三季度表现优异》，20131015
2. 《华仁药业(300110)中报点评：收入继续高增长，腹透将开始进入放量阶段》，20130730
3. 《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》，20130705

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>

**事件：**公司公布2013年三季度报告，前三季度公司实现营业总收入5.74亿元，同比增长53.37%，归属于母公司所有者的净利润8278.34万元，同比增长14.47%，EPS 0.19元，经营性现金流量净额7477.30万元。

●**季度改善明显，业绩基本符合预期。**前三季度公司收入、净利润分别同比增长53.37%、14.47%，第三季度公司收入、净利润分别同比增长46.52%、20.51%，第三季度环比分别增长3.23%、43.55%，利润增速同比、环比均显著提升，改善明显，基本符合预期。公司收入增速高于利润增速主要原因是“新产能释放+日照公司并表”、低毛利品种收入占比提升（日照公司的玻璃瓶、塑瓶合并收入增加）致综合毛利率下降（同比下降3.2个pp）、以及期间费用率上升（同比提升2.31个pp）所致。

●**整合期+新产品推广+新产品研发。**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，公司三项费用均有所上升。由于日照公司和医药公司合并范围增加、及研发投入加大致管理费用大幅增长107%，其中研发投入4403万元，占营业收入的7.68%。目前公司各项研发项目顺利推进，其中盐酸托烷司琼氯化钠注射液、血液滤过置换基础液、氧氟沙星氯化钠注射液已通过省药监局的现场核查，缙沙坦片剂正处于FDA审评阶段。同时，报告期内公司银行贷款增加及募集资金余额减少致财务费用大幅上升，较上年同期增加1479万元。

●**短期看大输液，长远看腹透。**我们认为短期1-2年内大输液新产能及日照公司合并产能的逐步释放能延续公司高增长，长远发展则看腹透放量。目前公司腹透业务推广略低于预期，市场需要逐步培育，随着公司的腹膜透析液在更多区域的中标（第三季度增加2个中标区域，目前共中标11个区域）以及后续与卫生部在示范医院合作的持续推广，腹透将逐步被市场接受。我们认为腹透受国家政策支持未来替代血透是大势所趋，存10倍增长空间，未来腹透的放量将打开公司的长远发展空间，提供业绩弹性，值得期待。

- **维持“买入”评级。**我们认为在新产能逐步释放的背景下，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 年实现净利润分别同比增长 37.5%、25.5%、43.3%，EPS 分别为 0.31 元、0.38 元、0.55 元/股，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: 13/10/23					
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	0.31	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	0.31	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	3.24	3.59	4.09	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	22.4	20.8	30.0	23.9	16.7	融资活动现金流	-6.77	212.65	116.16	5.33	-110.55
P/B	1.6	1.6	2.8	2.6	2.3	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。