

华仁药业（300110）调研报告

近期我们前往华仁药业，与公司管理层就大输液发展方向，公司腹膜透析液市场开拓、中标结果和竞争环境，以及股权激励和收购等问题进行深入的沟通，现整理如下：

2013 年 11 月 08 日

分析师—许希晨
S0600512080001
021-63123162
jenny1727@gmail.com

联系人—韩文静
18600581960
hanwj@mail.dwstock.net

1.公司在包材开发领域暂时没有新的产品方向，这两年内仍然将以大输液为主，大力发展血液净化产品、腹膜透析液及配套产品和肠内肠外营养液等产品。

2.公司目前与卫生部的合作，主要集中在两方面：“比对试验”和“培训示范中心”。比对试验公司从过去的 600 例增加至 720 例，（公司与竞争产品各占一半）。现在卫生部指定的全国各省 68 家三甲医院实验中心进行对比试验。目前已经过完伦理评定，已有 100 多病人入组，争取年底招募所有试验患者入组，会有阶段性成果公布，有利于公司销售宣传，同时在试验过程中也对目标医院的培训和市场培育。

3.公司目前做腹膜透析液的销售人员有 80 多人，主要是公司现在中标的区域还比较少，未来随着中标区域的不断扩大还会增加。公司目前中标 11 个省市、区，9 月份中标甘肃省、10 月份中标北京市。公司重点区域放在东北（主要是沈阳）、山西（未中标）、广东、浙江、江苏、北京和山东。目前主要科室还是在肾内科，但是会有部分向 ICU 开拓。未来还将向糖尿病与高血压并发症领域方向发展。

4.前三季度营收 5.74 亿元，净利润（扣非）8586.16 万元，意味着四季度要实现收入 2.86 亿元，同比增长+52.07%；净利润 3420 万元，同比大幅增长+79.62%，具有极强的业绩弹性！并且从调研现场看，员工认购激励股权非常积极。

5.我们预计公司 2013 年分别实现营业收入为 8.69 亿元，同比增长 54.79%。归属于母公司净利润 1.25 亿元、同比增长 30.12%，折合每股收益 0.29 元，较前次上调 0.01 元，主要是根据调研情况，调整管理费率所致。上调至“推荐”评级。

1、研发领域

公司在包材开发领域并没有新的研发产品,这两年内仍然将以大输液为主,大力发展血液净化产品、腹膜透析液及配套产品和肠内肠外营养液等产品。

(1)、做完临床的血液滤过置换液基础液、氧氟沙星氯化钠注射液和盐酸托烷司琼氯化钠注射液都还在等审批,预计等待时间较长。

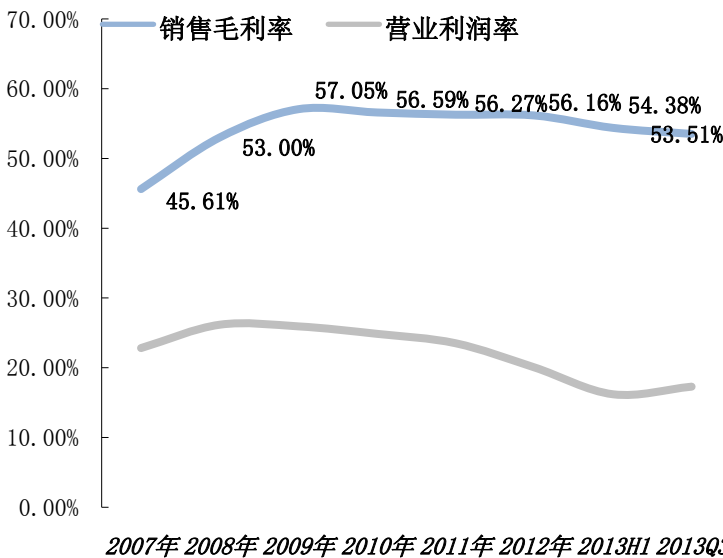
(2)、器官保存液还处于临床阶段,结果还没有出来。

(3)、子公司的膜材批件已经拿到,但是母公司的产品要更换使用新的膜材供应商必须要通过膜袋注册申请,预计完成全部程序需要6个月时间,公司争取明年年初可以完全用上子公司的膜材。

(4)、腹膜透析液(乳酸钙)是基础型,低Ca型主要用于糖尿病患者使用,公司的碳酸钙型腹膜透析液正在申请免临床,但是出来时间还久,而且竞争对手都已经有了该产品。

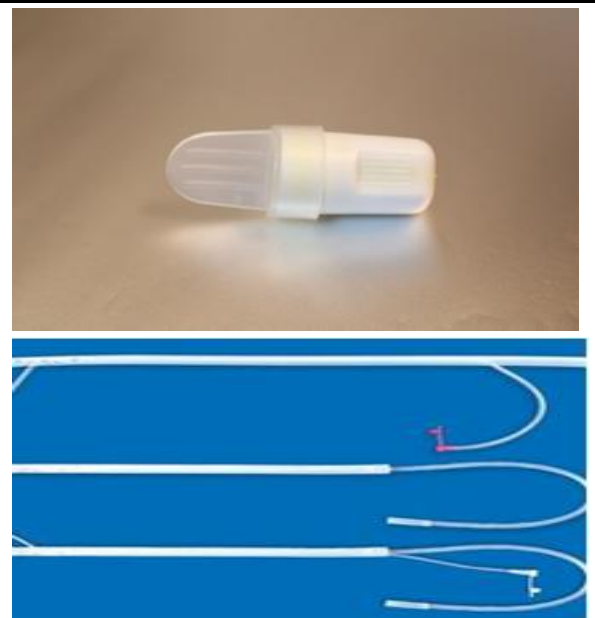
(5)、公司目前的腹膜透析液有2000ml、2500ml和3000ml三个规格,正在申请4000ml,但是实际上2000ml注射液占据近98%的市场,所以为标准型。

图表 1: 2008-2013 年 Q3 华仁药业盈利能力分析图



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

图表 2: 碘伏帽和腹腔引流管示意图



资料来源: Wind 资讯, 东吴证券研究所

(6)、公司正在研发腹膜透析的配套产品,包括“碘伏帽”、“易折塞”、外接软管和腹内管(该产品过去国内只有百特一家能做,材料全世界

只有 2 家可以生产,百特寻找其中一家作为供应商,公司选择另一家。
产品技术是自己公司研发的。)

2、盈利能力:公司前三季度毛利率下降 0.87 个百分点,主要是由于收购的日照华仁公司的产品线中玻瓶和塑瓶占比较高。公司正在大力发展治疗性输液产品和产品技改升级,尤其是日照公司的羟乙基淀粉在做重点推广,销售效果不错。血液滤过置换液也在加大推广力度,未来将成为重要增长点。

3、腹膜透析液

(1)、腹膜透析液在 2011 年刚开始上市推广时,公司的目标是 5 年做到 8 亿元销售额,但是在实际过程中,发现非常困难。在最初的销售过程中,由于经验不足和产品细节问题,为了保证产品质量(如果一袋感染,将影响一箱都需要销毁),公司停滞一段时间销售,集中研发力量解决“漏液率”问题!经过大半年的技术改造,终于对公司的非 PVC 腹膜透析软袋漏液率问题实现突破,解决了非 PVC 焊接过程中的泄漏问题(由于非 PVC 较 PVC 材质更硬,所以在焊接上技术要求更高)。目前公司的漏液率为万分之一,已经非常接近龙头企业百特的万分之 0.7,远远领先于国内其他企业。公司改进后的腹膜透析液软袋于 2012 年 8 月全面上市。

(2)、公司认为过去腹膜透析没有推广开,一方面是由于漏液率和反复感染等技术问题国内企业没有解决,另一方面也在于腹膜透析作为一个完整的销售体系,而不仅仅是一个产品来推广。其包含全面的营销解决方案:包括人员(多层次的医护人员、病患)培训;患者信息的收集、跟踪和回访;产品的配方(包括最后一公里等)。因此这是一个非常系统化的市场教育过程。公司从 2010 年年开始外聘“百特中国”江苏大区经理“何亿”,按照百特的整体营销法,逐步建立起公司在各地的营销推广体系和网络。

(3)、与卫生部的合作

公司目前与卫生部的合作,主要集中在两方面:“比对试验”和“培训示范中心”。

➤ 比对试验

公司从过去的 600 例增加至 720 例,(公司与竞争产品各占一半)。主要比对公司产品的安全性和有效性; 同时还要检测中国患者合适的产品剂型, 2000ml 是百特引入中国市场时提出的西方常规剂型, 但未必一定适合中国病患。现在在国家卫生部指定的全国各省 68 家三甲医院实验中心进行对比试验。目前已经过完伦理评定, 已有 100 多病人入组, 争取年底招募到所有试验患者入组, 全部试验过程大概需要 5 年, 但是在中间会有阶段性成果公布, 有利于公司的销售宣传, 同时在试验过程中也是对目标医院的培训和市场培育。

➤ 培训示范中心

公司与国家卫生部合作建立 58 家腹膜透析液示培训示范中心, 但是直到目前也仅在浙江省一家医院做试点。进展非常缓慢。主要是过去腹膜透析在医院医生接受度不足, 同时还面临血透的竞争。

公司现在试图打造三级营销网络, 从培训层面自上而下的省级—地市级—县级; 从患者的层面, 则是公司通过对病患的信息跟踪和回访, 引导向上层医院的诊疗。公司认为由于腹膜透析的前期手术较为简单, 在县级医院就可以实施, 因此从技术层面是可以扩展到县级, 但是需要自上而下宣传和引导, 才可能推广开。

从这两项合作来看, 对比试验可能在短期对于公司的销售带来的推动价值更大, 而后者则是一个长期培育的过程, 但是又是非常重要的系统工作, 是公司抢占终端渠道资源必不可少的。但是从公司目前的进展和销售体系来看, 并不是太理想。

(4)、销售体系

➤ 招标进展

公司目前做腹膜透析液的销售人员有 80 多人, 主要是公司现在中标的区域还比较少, 未来随着中标区域的不断扩大还会增加。公司目前中标 11 个省市、区, 9 月份中标甘肃省、10 月份中标北京市, 但是错失青海省。公司认为有些区域虽然中标, 但是目前还不适合重点推广, 基本放缓市场进入。公司重点区域放在东北(主要是沈阳)、山西(未中标)、广东、浙江、江苏、北京和山东。目前主要科室还是在肾内科, 但是会有部分向 ICU 开拓。未来还将向糖尿病与高血压并发症领域方向发展。

➤ 招标环境

公司一直希望通过在招投标过程区分包材标的方式来实现竞争差异优势，北京市场就是通过实现沟通与申请工作，实现 PVC 和非 PVC 包材的区分，但是很多省份公司还没有来得及申请工作就已经开始招标，同时从结果来看，各地也没有特别的倾向在招标过程中做包材区分，这对公司在招标过程压力非常巨大。

市场竞争厂家较少，大家并不愿意以过低的价格恶意竞争抢标，价差一般在 1 元以内，但是如果公司丧失膜材优势，在招标中就不得不面临长征金山富民、青山利康等 PVC 厂家的低价竞争环境。

公司认为从 PVC 向非 PVC 转变，至少需要 2 年的时间，这还不包括解决漏液率问题。主要过程主要解决非 PVC 包材较好的漏液率控制、批件的申报审批和生产设备更新调试等。因此公司在此过程中应该抓紧时间做好各区域的销售网络布局与市场覆盖。

4、血透的对比

血液透析和腹膜透析各有近 20% 的病患只能使用相关产品（例如三高病人就不能做血透，而大手术后的患者也不能做腹透），此外其它的病人之间相互转化没有太大的问题。

过去血透使用率要远高于腹膜透析，主要原因一方面是病人的心理接受度较低，对于肾脏病末期患者，多数认为疾病严重，应该在医院接受专业持续治疗；另一方面各地的医护人员接受度也不足，利益驱动力也不够，主血透年治疗费用需要 6-8 万元，并且都以医疗服务和器械名义，可能贡献部分收入。而腹膜透析由于都是患者自行购买产品治疗，因此利益驱动力较差。但从 2011 年开始腹膜透析液转为耗材，从药占比中剔除，这点大大地缓解医护人员的使用顾虑。

从未来来看，一方面国家医保控费，各地医院将有可能加大推广治疗费用更低的腹膜透析来代替血透；同时另一方面血透受医院空间限制，治疗床位难以大规模扩张。最后腹膜透析液进入新版基药目录，而血透产品没有。所以从短期来看，由于双方都进入医保目录，并且血透产品的市场接受度高，所以该类产品在短期内将会体现出高速增长趋势；而经过 2-3 年的市场培育，腹膜透析将逐步替代部分血透市场。

但是进入基药后，公司的腹膜透析液产品势必将面临降价的问题，公司将通过自给配件产品和膜材，降低产品成本。同时通过积极做申

请工作，争取在招标过程中区分包材标的，来稳定价格体系。

目前各地的腹膜透析液报销比例基本在 70%-90%，发达地区如北京、上海等地可以高达 90%以上，大幅减轻患者的负担，有助于快速释放市场需求，但是前提在于公司的销售网络能够快速覆盖市场和营销教育工作。外接管三个月需要换一次，碘伏帽则每次使用都需要更新，因此都将成为耗材销售点。

5、与百特的竞争

百特在大输液非 PVC 转换过程中丢失了大量市场。公司认为自己的优势主要体现在包材和价格方面，但是包材目前并未体现出来，而在此基础上公司的价格又面临国内企业的围剿，市场环境并不乐观。

目前百特有 4000 万袋，华仁有 3000 万袋的产能，我们预计市场空间将达到 56-75 亿元(约合 1.9-2.5 亿袋)。即使公司占到其中 30%，也有 5700-7500 万袋的需求。

公司年初计划全年完成 300 万袋的销售，完从目前进展来看有较大压力。明年的销售情况主要看重点区域北京、上海、河北、江苏和山东的中标情况。

图表 3: 腹膜透析市场容量测算

市场容量 (亿元)		腹膜透析比例				
		10%	20%	30%	40%	50%
治 疗 率	20%	12.55	25.09	37.64	50.18	62.73
	30%	18.82	37.64	56.45	75.27	94.09
	40%	25.09	50.18	75.27	100.36	125.45
	50%	31.36	62.73	94.09	125.45	156.82

数据来源：东吴证券研究所

公司在山西省没有中标，但是通过比对试验和备案采购等方式，进入部分医院使用。待公司中标后，将全面推广。腹膜透析液产品在运输半径仅仅受费用成本影响，在产品安全性和质量上并没有太大问题，公司现在的腹膜透析液产品甚至可以直接运往广东。

6、募投项目

公司目前的软袋产能高达 2 亿,公司原来老厂区的 1 亿袋+募投项目 1 亿袋(两班倒),因此在中短期内,公司的产能不是问题。预计明年的机器磨合率可以达到 90%,生产成本有望进一步下降。

膜材项目出来后,将会大幅降低原材料成本,预计在 20%以上,而且未来还将外销,形成新的利润贡献点。

7、其它事项

(1) 股权激励

公司 2013 年推出股权激励,在我们深度研究报告《华仁药业:不得不用“输液”》中有详细的分析,总结而言由于今年前三季度实现营业收入 5.74 亿元,净利润(扣非)8586.16 万元,意味着四季度华仁药业要实现收入 2.86 亿元,同比增长+52.07%;净利润 3420 万元,同比大幅增长+79.62%,具有极强的业绩弹性!并且从调研现场,员工认购激励股权非常积极。公司的利润主要被管理费用和财务费用吞噬。前三季度,管理费率为 13.31%,同比大幅增加 3.45 个百分点,与半年度基本持平。主要是公司在研发费用投入上大幅增长 123.90%,办公费大幅增长 231.69%,折旧费用也同比大幅增长+154.14%。另外在员工的工资、福利经费和教育培训上费用投入也大幅增长所致。

公司的折旧费每个季度都会有,但是研发费用预计四季度将会控制,如果公司的费用率将与往年持平,那么公司势必将在最后一个季度严控管理费用,这样才有可能实现利润增长达到行权指标。

(2) 资金需求

公司目前的财务压力较大,短债 2013 年增加较多。财务费用前三季度高达 1476 万元,而去年同期是-3 万元。从公司的负债情况,短期借款前三季度大幅增加 1.3 亿元,与此同时货币资金大幅减少 2455 万元,公司的财务费用压力开始急剧增加。目前短期借款已经高达 3.4 亿元,长期借款依然保持在 1500 万元。公司未来将会根据项目进度采取部分债务融资的方式进行,但是也会根据一些收购项目做股权类融资。

公司的一二车间 8 月份已经通过现场检查,10 月份公示,预计很快将拿到新版 GMP 证书,至此公司所有生产线全部通过新版认证。

公司对于产业链的收购一直在进行，主要方向集中在三个方面：区域性大输液企业，扩大公司的市占率，至少达到 10%左右的水平，才可能市场中具备竞争力。另外向医疗器械领域扩张，子公司器械公司目前也在进行器械代理销售，具有一定的渠道资源；最后公司还将在肾科领域重点挖掘，包括治疗性输液和肾科药品。但是从结果来看，公司的收购进展非常缓慢而且极其保守，这点需要极大改善。紧紧抓住 2-3 年的市场机遇期。

8、盈利预测及投资建议

我们预计公司 2013 年分别实现营业收入为 8.69 亿元，同比增长 54.79%。归属于母公司净利润 1.25 亿元、同比增长 30.12%，折合每股收益 0.29 元，较前次上调 0.01 元，主要是根据调研情况，调整管理费率所致。

公司目前动态市盈率为 28.58 倍，处于估值的上限区域。但是考虑到公司的募投项目陆续投产，且下半年为实现限制性股票激励，业绩弹性大。并且腹膜透析类产品进入基药目录后，市场从今年开始逐步释放，而且具有极高的市场准入壁垒，具备近似“胰岛素”的消费属性，是我们最看好的理由。因此上调至“推荐”的投资评级。

华仁药业主要财务数据

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011	2012	2013E		2010	2011	2012	2013E
流动资产	735.8	646.1	584.0	593.3	营业收入	338.3	405.3	562.0	868.5
现金	471.3	305.8	120.7	79.3	营业成本	146.9	177.3	246.4	407.1
应收款项	193.6	248.8	347.9	372.1	营业税金及附加	3.9	4.2	4.5	7.8
存货	50.2	47.8	87.9	98.3	营业费用	61.0	93.7	121.2	154.6
其他	20.7	43.7	27.6	43.6	管理费用	31.4	37.3	69.7	130.27
非流动资产	415.9	601.4	1200.9	1192.8	财务费用	10.0	-5.7	3.7	19.1
长期股权投资	0.0	0.0	30.0	30.0	投资净收益	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	367.7	545.2	1036.8	1014.6	其他	-1.0	-3.3	-3.9	-3.2
无形资产	46.9	45.5	96.6	103.3	营业利润	84.1	95.2	112.6	145.1
其他	1.3	10.8	37.5	44.9	营业外净收支	8.0	8.3	5.0	2.0
资产总计	1151.7	1247.5	1784.9	1786.1	利润总额	92.1	103.5	117.6	147.1
流动负债	47.6	45.8	413.3	545.2	所得税费用	15.8	16.0	19.7	22.4
短期借款	0.0	0.0	210.0	380.0	少数股东损益	0.0	0.0	1.4	0.1
应付账款	16.6	22.2	160.2	131.8	归属母公司净利润	76.3	87.6	96.6	124.8
其他	31.0	23.6	43.1	33.4	EBIT	95.0	92.9	120.2	138.6
非流动负债	0.0	10.0	32.4	37.8	EBITDA	126.1	125.4	162.6	178.3
长期借款	0.0	0.0	15.0	15.0					
其他	0.0	10.0	17.4	32.8					
负债总计	47.6	55.8	445.7	583.0	重要财务与估值指标	2010	2011	2012	2013E
少数股东权益	0.0	0.0	52.3	21.3	每股收益(元)	0.36	0.41	0.44	0.29
归属母公司股东权益	1104.1	1191.7	1286.9	1203.1	每股净资产(元)	5.17	5.58	5.89	2.77
负债和股东权益总计	1151.7	1247.5	1784.9	1786.1	发行在外股份(百万股)	213.6	213.6	218.3	434.0
					ROIC(%)	9.5%	7.0%	7.5%	10.03%
					ROE(%)	6.9%	7.3%	7.5%	10.14%
					毛利率(%)	56.6%	56.3%	56.2%	53.1%
					EBIT Margin(%)	28.1%	22.9%	21.4%	23.8%
					销售净利率(%)	22.6%	21.6%	17.2%	14.1%
					资产负债率(%)	4.1%	4.5%	25.0%	32.6%
					收入增长率(%)	17.2%	19.8%	38.7%	54.7%
					净利润增长率(%)	25.6%	14.7%	10.3%	30.1%
					P/E	42.40	25.20	45.77	30.67
					P/B	2.93	1.85	3.44	3.11
					EV/EBITDA	26.04	18.04	29.93	30.53

资料来源: 东吴证券研究所

免责声明

东吴证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准,已具备证券投资咨询业务资格。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息,本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更,在不同时期,本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。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,本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。本报告的版权归本公司所有,未经书面许可,任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发,需征得东吴证券研究所同意,且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

行业投资评级:

看好: 预期未来 6 个月内,行业指数相对强于大盘 5% 以上;

中性: 预期未来 6 个月内,行业指数相对大盘 -5%~5%;

看淡: 预期未来 6 个月内,行业指数相对弱于大盘 5% 以上。

公司投资评级:

强烈推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 20% 以上;

推 荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 10% 以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内强于大盘指数 5% 以上;

观 望: 预期未来 6 个月内相对大盘指数 -10%~10%;

卖 出: 预期未来 6 个月内弱于大盘指数 10% 以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码: 215021

传真: 0512-62938527

公司网址: <http://www.dwzq.com.cn>