

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**制药与生物**
**华仁药业 (300110)**

研究报告

**推荐**

(首次评级)

2014年02月11日

# 看好腹透业务，未来3年提速发展

**证券分析师：杜佐远**

0755-82130473

duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980512070001

**证券分析师：贺平鸽**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

**联系人：林小伟**

0755-22940022

linxw@guosen.com.cn

## 国信医药观点：

我国慢性肾脏病患者众多，而终末期肾衰竭患者治疗率低，随着我国大病医保政策逐步落实提高报销比例，血液透析行业市场需求将得到极大释放，其中腹膜透析凭借性价比优势，符合国家医保政策方向，市场前景广阔至少存10倍以上增长空间。华仁药业作为国内仅有的2家非PVC软袋腹膜透析液生产商，加上与卫生部合作推广优势，与竞争对手相比拥有独特包材优势在药品招标中优势逐步显现，有望迎来招标放量机遇。公司有实力也有动力实现未来3年提速发展。

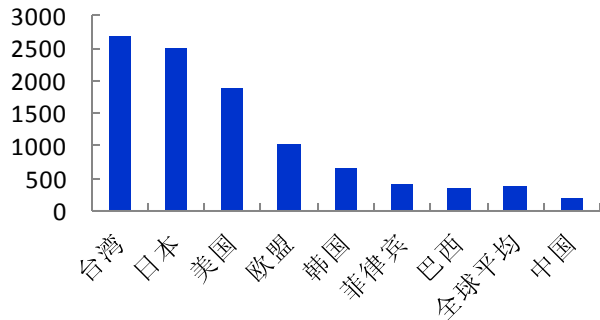
**首次给予公司“推荐”评级**，理由在于：自2010年上市以来的三年中，公司通过产能扩张、收购兼并、与国外先进技术合作、内部股权激励等一系列动作，夯实了软硬件实力，并专注于治疗性输液、肠内肠外营养产品、血液净化产品及相关配套医疗器械的研发，为未来3年业绩趋势明确向上及更长期的发展奠定了坚实基础。腹透业务虽然前期推进速度略低于市场预期，但市场需求明确，未来增长空间大，凭借非PVC包材优势在2014招标大年有望迎来逐步放量机遇；而普通输液定位高端，符合行业发展趋势，募投项目及子公司产能均已建成或改造投产。公司未来1-2年业绩在大输液新产能释放的背景下足以保持较高增速，届时腹透业务逐步成熟，将打开更长远发展空间，业绩极具弹性，市值小具想象空间。国信预计2013-2015年EPS为0.27/0.34/0.61元，同比增27%/26%/79%（14年股权激励费用高达近4000万影响表观业绩增速），若不考虑股权激励费用，预计13-15年EPS为0.29/0.43/0.64元，同比增32%/51%/50%，首次覆盖给予“推荐”评级，未来一年期合理估值14.03-15.25元（对应15PE23-25x）。

## 评论：

### ■ 腹透市场空间巨大，存十倍以上增长潜力

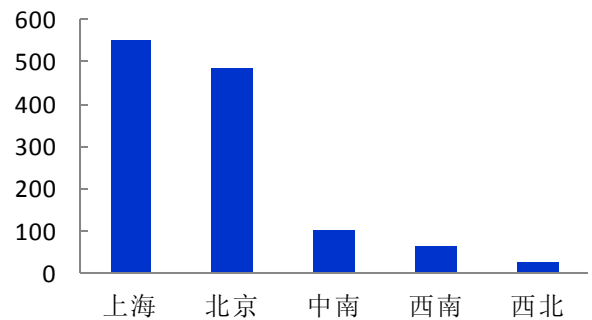
- **中国慢性肾脏病患者已达1.2亿。**2012年，“中国慢性肾脏病流行病学调查”结果显示，我国成年人中慢性肾脏病（CKD）患病率为10.8%，据此估计我国现有成年慢性肾脏病患者达1.2亿，而知晓率仅为12.5%。参照国外和台湾地区终末期肾脏疾病（ESRD）的发病率（美国2016/pmp、日本1892/pmp、台湾1920/pmp, per million people, 每百万人），可估计我国终末期肾脏病（ESRD）患者近200万人，每年新增进入ESRD的患者约26万人，这些患者必须进行肾脏替代疗法。肾衰竭治疗手段包括血液透析、腹膜透析和肾脏移植，肾脏移植受限于供体数量的限制以及高昂的治疗费用，每年仅有6000多例，因此透析治疗是肾衰竭的主要治疗手段。
- **中国ESRD治疗率低下，远低于发达国家，但正快速上升。**目前我国终末期肾病平均治疗率仅约为190 pmp，其中上海最高，约为552 pmp，而西北偏远地区由于硬件投入不足，仅为27 pmp，远低于台湾、美国、日本的水平，也低于全球平均水平的380pmp。但我国透析率正在快速上升，2004年接受透析治疗的患者只有48000人，晚期肾衰病人接受透析治疗比例只有5%，按照目前我国透析人数30万左右估计，透析治疗率为15%左右，1999年至2011年我国ESRD救治率年复合增长率为14.4%，但仍远低于发达国家90%的治疗率。

图 1: 2011 年部分国家 ESRD 治疗率 (PMP) 情况



资料来源: Fresenius Medical Care, 中华医学会 国信证券经济研究所整理

图 2: 2011 年我国部分地区 ESRD 救治率 (PMP) 情况



资料来源: 中华医学会 国信证券经济研究所整理

- 国家大病保障水平提高, 将极大释放透析行业市场需求。** 由于透析费用较高, 各国家和地区的透析病人增长情况与医保覆盖具有非常显著的相关性。例如, 美国于 1972 年开始将医保覆盖面提升到 90%, 十年时间 ESRD 救治率增长了 400%; 台湾 1995 年开始对透析治疗医保全面覆盖, 目前已成为世界上 ESRD 救治率最高的地区。2011 年 3 月开始国家逐步将儿童白血病、终末期肾病 (即尿毒症)、乳腺癌、宫颈癌、艾滋病机会性感染等 20 种重大疾病纳入大病保险范围, 不断提高报销比例, 同时各地方也在逐步开展试点, 提高报销比例。过去我国 80% 的肾衰竭患者由于经济原因得不到治疗, 未来医保政策的倾斜和不断提高的报销比例将极大释放透析行业的市场需求。

表 1: 我国及部分地方提高肾衰竭治疗医保报销比例政策一览

时间	事件
2011 年 3 月	卫生部部长陈竺: 重点考虑将尿毒症、乳腺癌、宫颈癌等 5 种疾病纳入重大疾病救治试点工程, 将逐步提高新农合报销比例
2011 年 5 月	湖南湘潭市将尿毒症患者报销比例从原来的 65% 提高至 80%
2011 年 9 月	在全省新农合统筹县 (市、区) 开展提高宫颈癌、乳腺癌、重性精神病、终末期肾病医疗保障水平试点工作, 住院医疗费用没有超过最高限额的, 新农合按实际发生医疗费用的 70% 补偿, 超过最高限额的医疗费用由救治定点医疗机构承担。
2011 年 12 月	天津市将尿毒症患者的报销比例从原来的 60% 提高到不低于 70%
2012 年 1 月	卫生部 2012 年卫生工作要点: 提高新农合基金统筹层次, 探索建立省级统筹的重特大疾病保障基金。以省 (区、市) 为单位全面推开儿童白血病、终末期肾病、乳腺癌、宫颈癌、艾滋病机会性感染等 8 类重大疾病保障工作, 不断提高保障水平。
2012 年 3 月	山东省重大疾病的实际住院报销比例将达到 70%
2012 年 3 月	温家宝在 2012 年政府工作报告中指出, 2012 年城镇居民医保和新农合补助标准提高到每人每年 240 元, 尿毒症等 8 类大病保障将全面推开。
2012 年 3 月	医改十二五规划: 探索建立重特大疾病保障机制。充分发挥基本医保、医疗救助、商业健康保险、多种形式补充医疗保险和公益慈善的协同互补作用, 切实解决重特大疾病患者的因病致贫问题。
2012 年 3 月	山东青岛市将重大肾病的报销比例从 55% 提高至 75%
2012 年 5 月	辽宁省重大疾病补偿比例提高到 70%
2012 年 6 月	北京市将终末期肾病住院费用报销比例由 70% 提高至 75%
2012 年 7 月	人社部新闻发言人尹成基表示, 将逐步提高重大疾病最高支限额, 同时对于重特大疾病患者及时实施医疗救助, 建立医疗救助基金。
2013 年 1 月	新农合 20 种重大疾病 (包括肾衰竭) 最高报销比例从过去的 70%-8% 提高至 90%。

2014年2月

国务院医改办发布《关于加快推进城乡居民大病保险工作的通知》，强调尚未开展试点的省份，要在2014年6月底前启动试点工作。

数据来源：人社部网站、各地卫生局 国信证券经济研究所整理

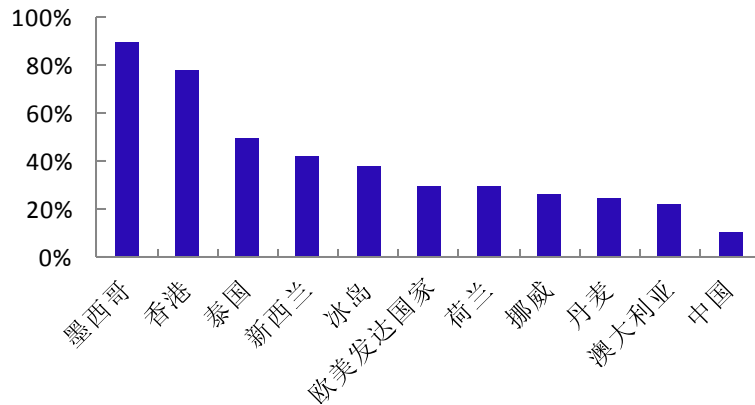
- **腹透具性价比优势，更符合国家医保政策方向，存10倍以上增长空间。**目前国内腹透市场规模不足15亿，自然增速在30%以上。相比于血液透析，腹膜透析费用更低、使用方便、医疗资源占用少、对肾功能保护更有利等优势，更符合国家医改的政策方向。卫生部在2011年6月启动全国终末期肾病腹膜透析工作，组织开展腹膜透析规范化培训工作，在全国范围内认定了31家腹膜透析培训示范中心、28家腹膜透析培训示范中心培育单位，通过辐射和带动作用推广腹膜透析。此外，在卫生部的推动下，腹透液在管理政策上由药品变为耗材，腹透将不受药占比的限制，医院动力有望改善。目前我国肾衰竭患者接受透析治疗的30万人中，90%选择血透治疗，只有10%选择腹透，这与早年国家医保政策、医院科室利益、及患者教育等有关。目前欧美发达国家腹透治疗比率普遍在30%-40%左右，像有国家医保政策支持的国家或地区如墨西哥、香港等更是在80%以上。简单假设我国肾衰竭患者透析治疗率提升至50%、其中接受腹透的患者比重从10%提升至30%，按腹透治疗平均费用5万元计算，则腹透市场的保守容量约200万\*50%\*30%\*5万元=150亿元，较现有市场规模的不足15亿仍有10倍以上增长空间。此外，腹膜透析液在2013年新进入国家基本药物目录，将进一步刺激市场需求。

表2：血液透析和腹膜透析比较

	血液透析	腹膜透析
机理	将病人的血液通过管道引到透析器即“人工肾”内进行清洗，把血液内的毒素和多余水分清除掉，然后再把血液回输到病人体内	以腹膜作为半透膜，通过腹膜腔内透析液和毛细血管内血浆弥散和渗透原理，清楚代谢废物
透析地点	医院或社区透析中心	家里、工作地点、旅途等
透析频率及时间	每周3次，每次4小时	每天3、4次，每次40分钟
费用	6-8万/年	4-6万/年
疗效特点	技术成熟、见效快、小分子清除效果好	可减缓残余肾功能的衰竭速度，对人体心脏、血液及循环动力影响较小，中大分子清除效果好
缺点	耗用时间长，存在交叉感染几率，需要透析机，肾功能下降速率快	疗效见效相对缓慢，而且有赖于患者自身的腹膜健康状况
饮食	蛋白、钠、钾等有限制	限制较少
医疗资源占用	少	较多

数据来源：国信证券经济研究所整理

图 3: 部分国家和地区腹透治疗比例情况



资料来源: 国信证券经济研究所整理

■ 公司腹透业务: 拥有独特优势, 2014 年招标大年迎来放量机遇

国内仅有的 2 家非 PVC 腹透液供应商之一, 具备竞争优势。公司是目前国内仅有的 2 家可生产非 PVC 腹膜透析液的企业之一, 另一家青岛首和金海制药规模较小基本未形成销售, 其他较具规模的 4 家腹膜透析液厂家如百特、长征富民、青山利康、天津天安均为 PVC 包材。而非 PVC 包材更安全环保, 符合国家产业技术升级的方向, 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, 因此公司可谓是国内非 PVC 腹透液龙头企业, 竞争优势明显。

表 3: 公司腹膜透析液产品发展历程

日期	事项
2011 年 2 月	获得 10 个规格非 PVC 腹膜透析产品生产批文
2011 年 3 月	建设年产 3000 万袋非 PVC 腹膜透析液生产线
2011 年 4 月	血液净化工程中心项目拿到建筑工程许可证
2011 年 6 月	与卫生部签订合作协议, 共同开展“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”, 期限为 5 年, 通过建立全国腹膜透析培训示范基地, 开展《腹膜透析操作标准规程 (SOP)》培训, 规范腹膜透析治疗。
2011 年 7 月	首批腹膜透析液产品发货
2011 年 12 月	初步完成腹膜透析市场布局
2012 年 3 月	公司攻克了困扰销售的产品质量提升问题
2012 年 8 月	启动产品质量再评价工作
2012 年 9 月	3000 万袋非 PVC 腹膜透析液生产线建成
2012 年 12 月	血液净化工程技术中心投入使用
2012 年底	公司腹透产品在 3 个省份、2 个军区的中标及山东省的备案采购, 与销售区域的省、市级配送商签订了合作协议, 在部分地区实现了送货上门服务
2013 年 1 月	公司非 PVC 软包装腹膜透析液项目通过新版 GMP 认证并顺利投产, 产能得以逐步释放
2013 年 3 月	腹膜透析产品进入新的《国家基本药物目录》(2012 年版)

2013年6月底	腹膜透析液产品在9个区域中标
2013年9月底	公司腹透产品新增2个省份中标，共11个省份和区域中标

数据来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

- **与卫生部合作，拥有政策扶植优势。**2011年6月开始公司与卫生部医院管理研究所共同开展为期5年的“国家卫生部腹膜透析培训、示范及推广项目”，同时与卫生部合作建立的59家示范中心已挂牌，承担着临床研究、学术推广及医护人员培训的职能，通过合作能够加快销售推广。现正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13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，但在试验期间会有阶段性成果公布，有利于公司的销售宣传，在试验过程中也能对目标医院进行培训和市场培育。
- **血液净化产品团队蓄力待发。**公司专门组建了血液净化团队，并在股权激励中给予了该团队一定倾斜，目前团队成员80多人，已形成一套完整的运营体系包括产品、人员、服务、配送、信息五个系统。公司从2010年开始聘请百特中国原江苏大区经理何亿担任血液净化事业部总经理负责腹透推广工作，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，在病人服务方面也学习了百特的先进经验，服务内容涵盖了从送货上门至病人随访的全过程。何先生虽在2013年7月辞职但仍担任公司技术中心专家，继续共同推进公司的血液净化事业。
- **拥有包材独特优势，腹透业务即将迎来真正放量机遇。**由于公司腹透液包材采用的是非PVC，而其他厂家均是PVC包材，公司一直希望在招标的过程中能与其他厂家分开来招标，经过公司的积极努力，目前已获得积极进展。在去年10月份北京的招标以及最新的山东省基本药物招标中公司均获得了非PVC包材独立成组投标的权利，这样公司的腹透液基本相当于类独家产品，避开了与百特及国内其他厂家分在一组正面惨烈竞争的状况，基本能中标。我们认为在2014年这样的招标大年，公司的腹透在已有的市场基础上，凭借独特包材优势有望迎来真正放量的历史机遇，值得期待。

表4：山东省2013年国家基本药物集中采购中标结果（第一批）

通用名	规格	包装材质	生产企业	中标价 (元/袋)
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (1.5%)	PVC软袋	广州百特	30.08
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (2.5%)	PVC软袋	广州百特	30.08
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (4.25%)	PVC软袋	广州百特	30.08
低钙腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (1.5%)	PVC软袋	广州百特	30.08
低钙腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (2.5%)	PVC软袋	广州百特	30.08
低钙腹膜透析液(乳酸盐)	2L: 8.5g(葡萄糖) (4.25%)	PVC软袋	广州百特	30.08
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (1.5%)	PVC软袋	长征富民	27
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (2.5%)	PVC软袋	长征富民	27
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (4.25%)	PVC软袋	长征富民	27
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (4.25%)	非PVC软袋	青岛首和金海	30.05
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (2.5%)	非PVC软袋	华仁药业	27.34
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml (1.5%)	非PVC软袋	华仁药业	27.14

数据来源：山东省药品集中采购网 国信证券经济研究所整理

表5：北京2013年医疗机构采购中标结果



通用名	规格	包装材质	生产企业	中标价 (元/袋)
低钙腹膜透析液(乳酸盐-G1.5%)	2000ml(葡萄糖 1.5%)(氯化钙 0.0183%)	PVC 软袋	广州百特	30.08
低钙腹膜透析液(乳酸盐-G2.5%)	2000ml(葡萄糖 2.5%)(氯化钙 0.0183%)	PVC 软袋	广州百特	30.09
低钙腹膜透析液(乳酸盐-G4.25%)	2000ml(葡萄糖 4.25%)(氯化钙 0.0183%)	PVC 软袋	广州百特	30.08
腹膜透析液(乳酸盐-G1.5%)	2000ml(1.5%)	PVC 软袋	广州百特	30.09
腹膜透析液(乳酸盐-G4.25%)	2000ml(4.25%)	PVC 软袋	广州百特	30.09
腹膜透析液(乳酸盐-G2.5%)	2000ml(2.5%)	PVC 软袋	广州百特	30.08
腹膜透析液(乳酸盐-G1.5%)	2000ml(1.5%)	PVC 软袋	长征富民	26.64
腹膜透析液(乳酸盐-G2.5%)	2000ml(2.5%)	PVC 软袋	长征富民	26.64
腹膜透析液(乳酸盐-G4.25%)	2000ml(4.25%)	PVC 软袋	长征富民	26.97
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml(1.5%)	非 PVC 软袋	华仁药业	27.26
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml(2.5%)	非 PVC 软袋	华仁药业	27.5
腹膜透析液(乳酸盐)	3000ml(1.5%)	非 PVC 软袋	华仁药业	34.45
腹膜透析液(乳酸盐)	3000ml(2.5%)	非 PVC 软袋	华仁药业	34.45
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml(1.5%)	非 PVC 软袋	青岛首和金海	28.8
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml(2.5%)	非 PVC 软袋	青岛首和金海	28.8
腹膜透析液(乳酸盐)	2000ml(4.25%)	非 PVC 软袋	青岛首和金海	29.3

数据来源：北京医药集中采购信息网 国信证券经济研究所整理

■ 大输液：新产能逐步释放可确保未来 1-2 年内较高增长

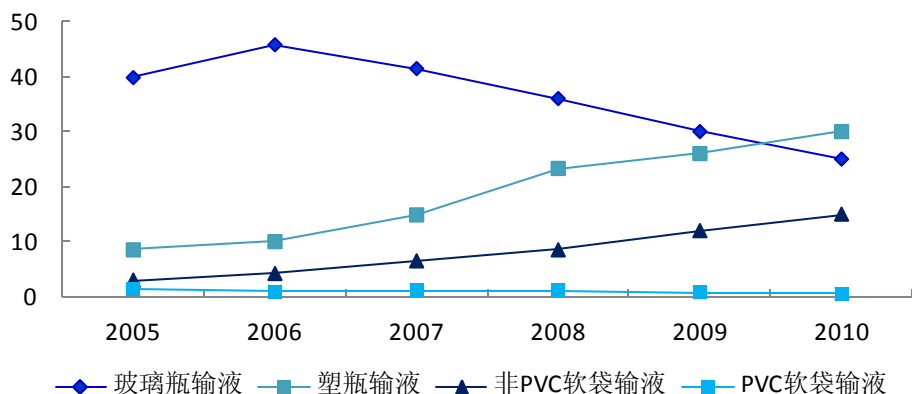
- 大输液行业已饱和，机会在于产品升级替代。目前大输液行业市场容量已经趋向饱和，每年使用量约 100 亿瓶/袋左右。未来行业发展主要来自产品升级（高端替代低端）以及行业集中度的提升。具体表现为塑瓶输液和非 PVC 输液对于玻瓶输液和 PVC 输液的替代趋势。随着国家食品药品监督管理局对于玻璃瓶包装予以控制并于 2000 年起停止 PVC 输液袋的注册，玻瓶输液和 PVC 输液已成逐年减少趋势。据中国数字医药网预测，到 2012 年非 PVC 软袋销量将达到 21 亿袋，CAGR(09-2012)为 20.6%，非 PVC 软袋代表着大输液产业升级发展的方向。

图 4：大输液包装发展史



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

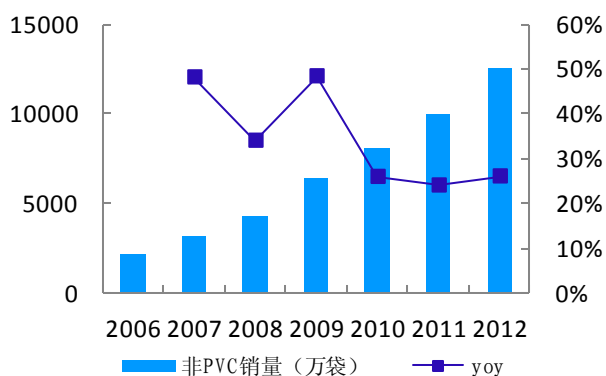
图 5：不同包装输液产品历年销售数量及预测（单位：亿瓶/袋）



资料来源：公司招股说明书、国信证券经济研究所整理

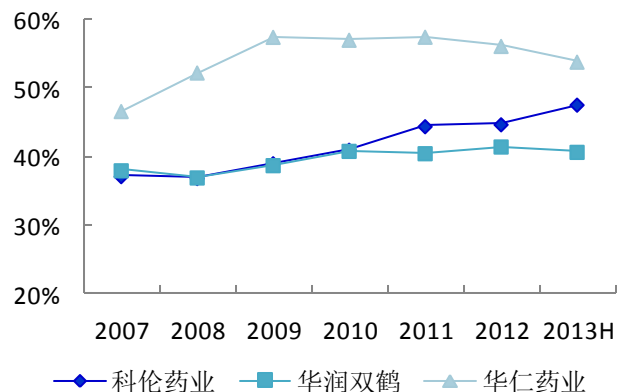
- 公司是国内非 PVC 软袋输液领导者。公司专注于双管双阀非 PVC 软袋的生产，是国内高端大输液代表企业。公司拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，市场占有率居国内非 PVC 软袋输液行业前列。相对于玻瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液，非 PVC 软袋输液具备门槛高、附加值高、市场容量增长速度快等特点。受益于非 PVC 软袋输液行业替代趋势，公司过去几年销量维持较高增速。公司在产品和营销上具有一定的优势，以自主营销为主的销售模式，毛利率较高，对终端的掌控能力更强。

图 6：华仁药业非 PVC 软袋输液销量（万袋）



资料来源：公司年报 国信证券经济研究所整理 注：12 年末包括日照发货量

图 7：华仁药业普通大输液毛利率高于其他两家



资料来源：wind 国信证券经济研究所整理

- 募投项目均已建成投产，新产能释放背景下有望维持高增长。前几年公司受限于产能瓶颈，业绩平稳增长，自 2012 年开始随着公司并购结晶药业及公司募投项目的逐步投产，大大扩大了产能，业绩重新进入高增长阶段。目前公司募投项目非 PVC 软包装大输液三期、非 PVC 软包装腹膜透析液项目均已建成通过新版 GMP 认证投产，以及一车间、二车间、日照公司的生产车间 GMP 改造完成通过认证。目前公司仅剩日照公司其中一条玻瓶生产线改造成产能 1 亿袋的非 PVC 软袋生产线的技改项目未建成，预计 14 年上半年建成。这些项目全部达产后公司全部产能规模将达到 4.5 亿瓶/袋，公司未来几年业绩在大输液新产能逐步释放的情况下有望维持高增长。

表 6：公司输液产品产能情况

产能建设项目	投产时间	投资额(亿元)	设计产能(万袋/瓶)	生产产品
一期工程(即一车间)	2001		2000	非 PVC 软袋输液
一期扩建工程(即二车间)	2007		3000	非 PVC 软袋输液

二期工程（即三车间）	2009		5000	非 PVC 软袋输液
三期工程（即五车间）	2013	2.22	5500	非 PVC 软袋输液
日照子公司	2013		5000	玻瓶输液
	2013		10000	塑料瓶输液
	2013		5000	单管软袋输液
	2014 年上半年	1.4	改造原有的一条玻瓶生产线为 非 PVC 软袋生产线，产能 1 亿 袋	非 PVC 软袋输液
非 PVC 软包装膜透析液（即四车间）	2012	1.8	3000	非 PVC 软袋膜透析液

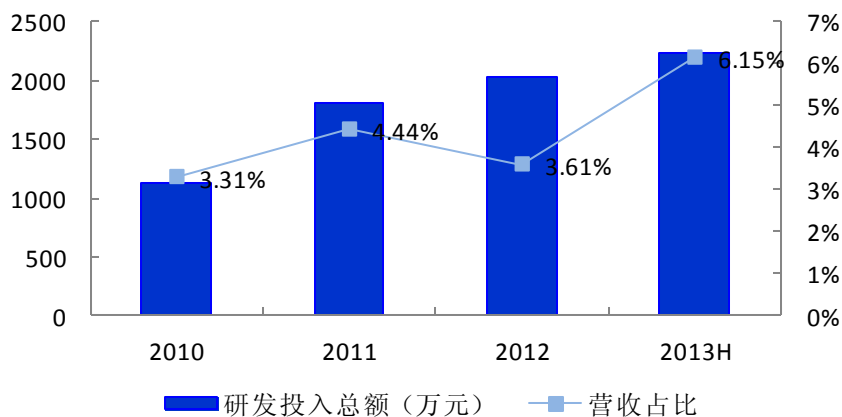
数据来源：公司公告 国信证券经济研究所整理

- **延伸产业链，进一步降低成本，竞争优势将凸显。**在公司非 PVC 软袋输液的生产成本中，膜材成本占比约为 20% 左右，接口管盖成本占比约为 30% 左右。为了确保产品毛利率的稳定，公司逐渐向产业链上游拓展。目前公司募投项目 SPC 组合盖项目及非 PVC 输液包装膜材项目已建成投产，其中输液软袋配套用接口管盖 2.2 亿套，可满足 1.1 亿袋非 PVC 软袋输液生产所需，非 PVC 输液软袋用膜材 1000 吨，可满足 1.55 亿袋非 PVC 软袋输液生产所需。目前子公司华仁医疗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，完成全部程序需要 6 个月左右时间，预计上半年可用上自产膜材。

#### ■ 新产品：产品储备丰富，新产品将陆续上市

公司专注于治疗性输液、肠内肠外营养产品、血液净化产品及相关配套医疗器械的研发。近年来，公司逐步加大研发投入，前三季度研发共投入 4403 万元，占营业收入的 7.68%，目前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。此外，公司的低钙腹膜透析液、4.25% 腹膜透析液等产品已申报生产，碳酸盐腹膜透析液已经申报临床，这些腹膜透析液新产品的上市进一步丰富了公司在这个领域的产品线，增强竞争实力。同时公司子公司华仁医疗正在进行包括碘伏帽、易折塞、外接软管、腹内管等腹膜透析配套耗材产品的开发，丰富产品组合，以期为患者提供腹膜透析全套解决方案，更好地服务患者也为公司创造更多的利润来源。

图 8：华仁药业近年来研发投入不断加大



资料来源：公司年报 国信证券经济研究所整理



**表 7: 公司部分在研项目进展情况**

药物名称	注册分类	申报状态	最新进展
复方乳酸钠山梨醇注射液	化药 6 类	报生产	在审评
眼内冲洗灌注液	化药 6 类	报生产	在审评
复方甘露醇注射液	化药 6 类	报生产	在审评
盐酸托烷司琼氯化钠注射液	化药 6 类	报生产	在审评
血液滤过置换基础液	化药 6 类	报生产	在审评
氧氟沙星氯化钠注射液	化药 6 类	报生产	在审评
4.25%腹膜透析液(乳酸盐)	化药 6 类	报生产	在审评
低钙腹膜透析液(乳酸盐)	化药 6 类	报生产	在审评
碳酸盐腹膜透析液	化药 3 类	报临床	等待研制现场核查
小儿电解质补给注射液	化药 6 类	报生产	在审评
奥硝唑氯化钠注射液	化药 6 类	报生产	在审评
转化糖电解质注射液	化药 6 类	报生产	在审评
转化糖注射液	化药 6 类	报生产	在审评
羟乙基淀粉 130/0.4 氯化钠注射液	化药 6 类	报生产	在审评
器官保存液		临床研究阶段	等待临床试验结果
缬沙坦片		报 FDA 临床	在 FDA 审评

数据来源: 公司公告、药智网 国信证券经济研究所整理

### ■ 腹透业务有望迎来放量机遇, 大输液产能释放保持较高增长, 首次覆盖, 给予“推荐”评级

预计公司 2013-2015 年 EPS0.27/0.34/0.61 元, 同比增 27%/26%/79%, 我们认为公司短期 1-2 年业绩足以在大输液新产能逐步释放的背景下保持较高增速, 而公司腹透业务空间广阔具十倍增长空间, 公司凭借包材独特优势及与卫生部合作的政策优势下在招标大年有望迎来放量机遇, 为公司长远发展打开空间, 当前较小的市值具备较大提升空间, 首次覆盖, 给予“推荐”评级, 目前 14PE29X, 未来一年期合理估值 14.03-15.25 元 (对应 15PE23-25x)。

**表 8: 华仁药业细分产品盈利预测**

单位: 百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
<b>一、普通大输液</b>						
收入	303.27	361.17	470.88	715.74	1002.03	1302.64
增速	14.78%	19.09%	30.38%	52.00%	40.00%	30.00%
毛利率	57.01%	57.45%	56.11%	53.50%	53.00%	53.00%
<b>二、治疗性输液</b>						
收入	30.24	34.98	78.25	109.55	142.42	178.02
增速	47.51%	15.67%	123.70%	40.00%	30.00%	25.00%
毛利率	59.87%	60.08%	61.63%	61.20%	61.00%	60.00%
<b>三、腹膜透析液</b>						
收入				41.40	112.50	220.00
增速					171.74%	95.56%
销量(万袋)				180	500	1000
单价(元/袋)				23.00	22.50	22.00

毛利率				45.00%	60.00%	65.00%
<b>四、其他</b>						
收入	4.79	8.49	12.62	18.93	24.61	31.99
增速	25.39%	77.24%	48.65%	50.00%	30.00%	30.00%
毛利率	8.97%	12.49%	23.08%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>合计</b>						
收入	338	405	562	886	1282	1733
增速	17.25%	19.61%	38.83%	57.65%	44.71%	35.20%
毛利率	82.75%	80.39%	61.17%	53.45%	53.97%	54.73%

数据来源: 公司资料 国信证券经济研究所预测

## 附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	121	125	162	211
应收款项	348	548	794	1073
存货净额	88	143	214	293
其他流动资产	28	44	63	85
<b>流动资产合计</b>	<b>584</b>	<b>860</b>	<b>1233</b>	<b>1663</b>
固定资产	1037	1263	1270	1218
无形资产及其他	97	93	90	87
投资性房地产	37	37	37	37
长期股权投资	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>1785</b>	<b>2284</b>	<b>2660</b>	<b>3035</b>
短期借款及交易性金融负债	210	444	490	410
应付款项	160	262	389	535
其他流动负债	43	69	105	138
<b>流动负债合计</b>	<b>413</b>	<b>775</b>	<b>985</b>	<b>1082</b>
长期借款及应付债券	15	30	45	60
其他长期负债	17	25	32	40
<b>长期负债合计</b>	<b>32</b>	<b>55</b>	<b>77</b>	<b>100</b>
<b>负债合计</b>	<b>446</b>	<b>830</b>	<b>1062</b>	<b>1182</b>
少数股东权益	52	54	56	59
股东权益	1287	1400	1543	1793
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>1785</b>	<b>2284</b>	<b>2660</b>	<b>3035</b>

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.22	0.27	0.34	0.61
每股红利	0.10	0.02	0.03	0.05
每股净资产	2.87	3.12	3.44	4.00
ROIC	8%	8%	9%	14%
ROE	8%	9%	10%	15%
毛利率	56%	53%	54%	55%
EBIT Margin	21%	19%	17%	21%
EBITDA Margin	29%	28%	24%	26%
收入增长	39%	58%	45%	35%
净利润增长率	10%	27%	26%	76%
资产负债率	28%	39%	42%	41%
息率	0%	0%	0%	0%
P/E	45.9	36.1	28.7	16.3
P/B	3.4	3.2	2.9	2.5
EV/EBITDA	30.0	21.6	17.9	12.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>562</b>	<b>886</b>	<b>1282</b>	<b>1734</b>
营业成本	246	412	590	785
营业税金及附加	5	9	13	17
销售费用	121	177	256	347
管理费用	70	123	208	229
财务费用	4	21	31	30
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(4)	(2)	(4)	(6)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	113	141	179	320
营业外净收支	5	5	5	5
<b>利润总额</b>	<b>118</b>	<b>146</b>	<b>184</b>	<b>325</b>
所得税费用	20	22	28	49
少数股东损益	1	2	2	4
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>97</b>	<b>123</b>	<b>154</b>	<b>272</b>

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
<b>净利润</b>	<b>97</b>	<b>123</b>	<b>154</b>	<b>272</b>
资产减值准备	1	(4)	0	0
折旧摊销	42	79	92	99
公允价值变动损失	4	2	4	6
财务费用	4	21	31	30
营运资本变动	16	(141)	(164)	(196)
其它	1	6	2	4
<b>经营活动现金流</b>	<b>160</b>	<b>64</b>	<b>89</b>	<b>185</b>
资本开支	(528)	(300)	(100)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(558)</b>	<b>(300)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	15	15	15	15
支付股利、利息	(8)	(10)	(12)	(21)
其它融资现金流	198	234	46	(80)
<b>融资活动现金流</b>	<b>213</b>	<b>240</b>	<b>49</b>	<b>(86)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>(185)</b>	<b>4</b>	<b>38</b>	<b>49</b>
货币资金的期初余额	306	121	125	162
货币资金的期末余额	121	125	162	211
企业自由现金流	(369)	(222)	11	156
权益自由现金流	(157)	9	45	65

## 相关研究报告:

## 国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

## 风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

## 证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行

### 国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郟彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生		马韬	021-60933157		
		孔令超	021-60933159		
固定收益		交通运输		机械	
董德志	021-60933158	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
赵婧	021-60875174	岳鑫	0755-82130432	朱海涛	0755-22940097
刘鹏		糜怀清	021-60933167	陈玲	021-60875162
魏玉敏				杨森	0755-82133343
钢铁及新材料		房地产		医药	
郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678	贺平鸽	0755-82133396

			丁丹	0755-82139908
			杜佐远	0755-82130473
			胡博新	0755-82133263
			林小伟	0755-22940022
电子		计算机	传媒	
刘翔	021-60875160	高耀华	010-88005321	陈财茂
陈平	021-60933151			刘明
卢文汉	021-60933164			010-88005319
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业	银行	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	王婧
		徐强		
轻工		建筑工程	家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春
		刘萍	0755-82130678	曾婵
通信		电力设备	新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢
食品饮料		旅游	农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明
		钟潇	0755-82132098	赵钦
汽车及零部件		金融工程	基金评价与研究	
黄冲	010-88005315	林晓明	021-60875168	钱晶
		陈志岗	0755-82136165	潘小果
		吴子昱	0755-22940607	
		周琦	0755-82133568	
军工		建材		
郑武	0755-82130422	黄道立	0755-82130685	
朱海涛	0755-22940097	刘宏	0755-22940109	

### 国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法	郑毅	魏宁
010-66026352	021-60875171	0755-82133492
13910524551	13795229060	13823515980
wanglf@guosen.com.cn	zhengyi@guosen.com.cn	weining@guosen.com.cn
王晓健	叶琳菲	邵燕芳
010-66026342	021-60875178	0755-82133148
13701099132	13817758288	13480668226
wangxj@guosen.com.cn	yelf@guosen.com.cn	shaoyf@guosen.com.cn
李文英	刘塑	段莉娟
010-88005334	021-60875177	0755-82130509
13910793700	13817906789	18675575010
liwying@guosen.com.cn	liusu@guosen.com.cn	duanlj@guosen.com.cn
赵海英	崔鸿杰	郑灿
010-66025249	021-60933166	0755-82133043
13810917275	13817738250	13421837630
zhaohy@guosen.com.cn	cuihj@guosen.com.cn	zhengcan@guosen.com.cn



---

原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	李 佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
甄 艺	010-66020272 18611847166	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
杨 柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617				
陈孜譞	18901140709				