

2014年3月12日

研究员：吴琳  
 执业证书编号：S0910112120004  
 电话：021-62442039  
 Email: wulin@casstock.com

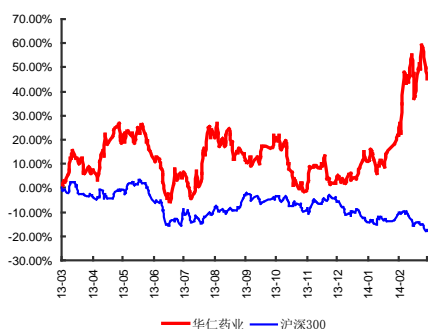
## 华仁药业（300110）：腹透业务 2014 年将进入快速增长期

评级：增持

当前价格：12.12元  
 目标价格：12.21-14.06元  
 目标期限：6个月

总股本：44835.15万  
 总市值：55.01亿  
 流通比例：100%

### 华仁药业（300110）股价表现



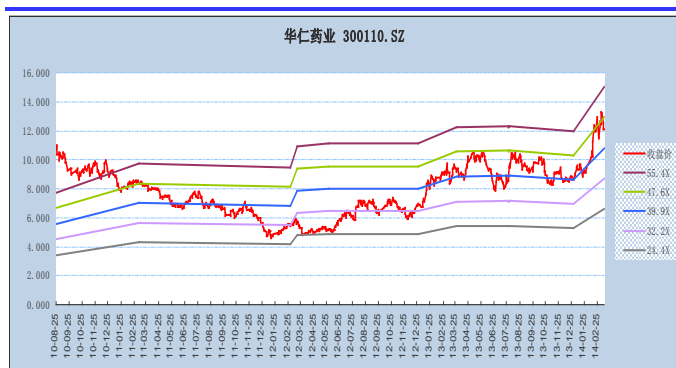
### 相关报告：

《华仁药业（300110）：腹透及大输液双向驱动，2014 年或将迎来业绩高增》  
 2012/11/6

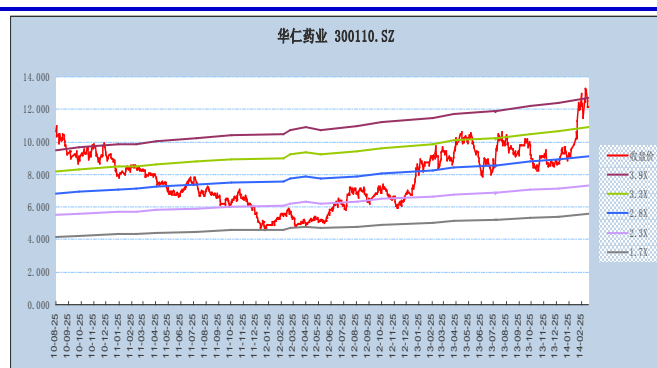
### 主要观点：

- **13年业绩增长基本保持稳定。**2013年实现营业收入8.67亿元，利润总额1.43亿元，归属公司股东的净利润1.22亿元，与去年同期相比分别提升了54.3%、21.85%、25.81%。营业收入增速较高，主要原因之一是合并范围扩大所致，2012年9月并表洁晶，13年也按3个月并表，调整同口径数据后，营业收入同比增加27.57%。
- **14年软袋有望提速。**2013年公司输液产品实现销售2.57亿 袋，同比增长64.49%，调整同口径数据后，销售量同比增加30.39%。实现输液收入7.89亿元，同比增长45.31%，其中，基础性输液收入增长42.82%，治疗性输液收入增长60.26%。基础性输液的毛利率较上年下降了3.65%至52.46%，主要原因是洁晶以基础性输液为主，成本略高，拉低了整体毛利率。公司现有非PVC产能达2亿袋，洁晶技改完成80%，预计14年上半年完成，届时两条双管双阀软袋生产线将通过GMP认证并投入生产。玻瓶产能缩减至1000-2000万瓶，复合输液产品结构发展，预计未来洁晶有望通过软袋生产销售减少其拉低整体毛利率的不利影响。
- **腹透业务有望在2014年发力。**2013年全国腹透招标工作比预计延后，8-12月的销量显著上升，在山东、广东、沈阳地区获得了较突出的销售成绩。截至2013年底，公司的腹透产品实现了11个区域中标，平均价格28.38元/袋。同时公司加强了与卫生部的比对试验合作项目管理，已在44个腹透中心实现了255例患者入组。2014年上半年计划完成720例病人的入组，全面开展比对试验工作。腹透产品为2013年新版基药目录新增，2014年随着招标开展，公司有望受益，目前北京、山东、陕西腹透招标区分PVC与非PVC包材，而公司是唯一一家上市销售的非PVC产品，相当于是非PVC腹透招标无竞争对手，形成独家优势，对公司而言无疑是绝对利好。
- **投资建议。**维持对公司14年将迎来业绩高增的观点，预计2014年-2016年EPS分别为0.37元、0.51元和0.68元，给予2014年33-38倍PE，目标价格为12.21-14.06元，看好腹透业务招标，维持增持评级。

图表 1: 华仁药业PE-bands



图表 2: 华仁药业PB-bands



资料来源: wind, 航天证券研发部

财务报表预测

利润表 (百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	867	1207	1630	2199
营业成本	406	569	769	1040
毛利	461	638	861	1159
% 营业收入	53.1%	52.8%	52.8%	52.7%
营业税金及附加	10	14	19	26
% 营业收入	1.2%	1.2%	1.2%	1.2%
销售费用	165	229	310	418
% 营业收入	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
管理费用	112	156	210	284
% 营业收入	12.9%	12.9%	12.9%	12.9%
财务费用	22	30	41	55
% 营业收入	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%
资产减值损失	10	11	14	19
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0
营业利润	143	197	267	358
% 营业收入	16.5%	16.3%	16.4%	16.3%
营业外收支	1	0	0	0
利润总额	143	197	267	358
% 营业收入	16.5%	16.3%	16.4%	16.3%
所得税费用	22	30	41	54
净利润	122	167	226	304
归属于母公司所有者的净利润	121.5	167.2	226.4	303.7
少数股东损益	0	0	0	0

资产负债表 (百万元)

	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	363	121	163	220
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	428	595	803	1084
存货	118	166	224	303
预付账款	87	122	165	223
其他流动资产	0	0	1	1
流动资产合计	1056	1087	1469	1983
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	30	30	30	30
投资性房地产	0	0	0	0
固定资产合计	1130	1331	1505	1664
无形资产	100	94	88	83
商誉	28	28	28	28
递延所得税资产	6	2	2	3
其他非流动资产	16	33	49	66
资产总计	2367	2605	3172	3856
短期贷款	650	680	969	1282
应付款项	138	193	261	352
预收账款	3	4	5	7
应付职工薪酬	1	2	2	3
应交税费	30	41	55	74
其他流动负债	56	79	107	144
流动负债合计	877	997	1398	1862
长期借款	15	15	15	15

EPS (元/股)	0.27	0.37	0.51	0.68					
<b>现金流量表 (百万元)</b>									
	<b>2013A</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	<b>2016E</b>					
<b>经营活动现金流净额</b>	<b>40</b>	<b>99</b>	<b>144</b>	<b>172</b>	应付债券	0	0	0	0
取得投资收益收回现金	0	0	0	0	递延所得税负债	7	0	0	0
长期股权投资	-61	0	0	0	其他非流动负债	8	16	24	32
无形资产投资	0	0	0	0	<b>负债合计</b>	<b>908</b>	<b>1028</b>	<b>1437</b>	<b>1909</b>
固定资产投资	-226	-290	-282	-282	归属于母公司所有者权益	1459	1576	1735	1948
其他	1	0	0	0	少数股东权益	0	0	0	0
<b>投资活动现金流净额</b>	<b>-286</b>	<b>-290</b>	<b>-282</b>	<b>-282</b>	<b>股东权益</b>	<b>1459</b>	<b>1576</b>	<b>1735</b>	<b>1948</b>
债券融资	0	0	0	0	<b>负债及股东权益</b>	<b>2367</b>	<b>2605</b>	<b>3172</b>	<b>3856</b>
股权融资	53	0	0	0	<b>基本指标</b>				
银行贷款增加(减少)	440	30	289	313	EPS	0.271	0.373	0.505	0.677
筹资成本	24	-80	-109	-146	BVPS	3.25	3.52	3.87	4.34
其他	-29	0	0	0	PE	74.49	54.13	39.98	29.80
<b>筹资活动现金流净额</b>	<b>488</b>	<b>-51</b>	<b>180</b>	<b>167</b>	PEG	2.09	1.52	1.12	0.83
<b>现金净流量</b>	<b>242</b>	<b>-242</b>	<b>42</b>	<b>57</b>	PB	6.20	5.74	5.22	4.65
					EV/EBITDA	37.37	29.76	23.43	18.67
					ROE	8.3%	10.6%	13.1%	15.6%

### 具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

### 投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10~20%

中性: 相对基准表现在-10%~+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

### 免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

### 风险提示:

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

航天证券有限责任公司

地址: 上海市曹杨路 430 号

电话: 021-62446688

网址: [www.casstock.com](http://www.casstock.com)