

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华仁药业 (300110)

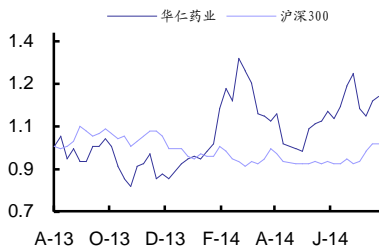
推荐

2014 年半年报点评

(维持评级)

2014 年 08 月 12 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	673/645
总市值/流通 (百万元)	5,232/5,017
上证综指/深圳成指	2,225/8,010
12 个月最高/最低元)	9.11/5.36

相关研究报告:

《华仁药业-300110-2013 年年报点评: 业绩符合预期, 看好腹透放量机遇》——2014-03-13

《华仁药业-300110-研究报告: 看好腹透业务, 未来 3 年提速发展》——2014-02-11

证券分析师: 林小伟

电话: 0755-22940022

E-MAIL: linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070002

证券分析师: 张其立

电话: 0755-82139908

E-MAIL: zhangqil@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514070004

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-MAIL: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

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。

财报点评

费用和输液下滑拖累业绩, 腹透进展顺利

●费用影响表现业绩, 低于预期, Q2 增速放缓明显

2014 年上半年实现收入 4.08 亿元 (+12.2%), 归母净利润 3222 万元 (-34.3%), 扣非净利润 3381 万元 (-31.6%), EPS0.05 元, 低于预期。利润出现下滑的主要原因是管理费用 7221 万元 (+49%) 和财务费用 1539 万元 (+45%) 大幅上升, 其中股权激励费 2168 万元, 对业绩拖累很大。若不考虑股权激励费用和财务费用大幅增长影响, 预计扣非净利润增长约 20%。分单季度看, Q2 收入同比略增 3.3%, 环比增 5.6%, 但相比于 Q1 同比 23.5% 的增速放缓明显。

●普通输液略有下滑, 预计下半年将有明显好转

普通输液收入 3.05 亿元 (-1.2%), 略有下滑, Q2 下滑明显, 主要是行业整体受限抗和招标进展缓慢影响销量, 同时竞争加剧产品价格有所下降导致毛利率下滑至 48.79%, 同比下降 5.03pp。但日照子公司 1 亿袋双软 6 月份已投入生产, 同时 6 月份收购会通医药拓展了营销渠道资源, 该公司掌握 200 多家优质医院渠道, 加上下半年是输液旺季, 我们预计公司下半年将有明显好转。

●腹透推进顺利, 快速增长, 静待招标放量

治疗性输液收入 5864 万元 (+35%), 增长良好, 毛利率达 62.51%, 同比提升 1.32pp, 其中腹透液快速增长占比不断提升贡献较大。公司腹透推广顺利, 上半年每月新增腹透患者环比增 10% 以上, 在山东、广东、安徽、东北市场保持良好增长。目前在山东占有率达到 20%, 该市场的营销模式逐步成熟, 预计下半年占有率有望提升至 40%-50%, 该成功营销模式将向全国推广。与卫生部合作的多中心临床对比实验病人已入组完成, 同时公司逐步试点与医院共建腹透中心, 形成区域技术服务中心, 对市县级医疗机构进行腹透治疗的培训和指导。公司腹透产品已中标 11 个区域, 其中北京、山东、湖北等 5 个地区是分组竞标, 预计后面省份形势也较好。同时, 公司在研腹透液新产品储备丰富, 如 4.25%G 乳酸盐、低钙乳酸盐、碳酸盐腹膜透析液均处注册申报阶段, 中性、新型渗透剂和艾考糊精腹膜透析液等已立项研究, 未来将成腹透产品系列化发展。

●风险提示。 招标进展缓慢, 腹透推广低于预期; 药品降价。

●短期业绩波动不改长期趋势, 看好腹透放量, 维持“推荐”

我们认为, 公司短期业绩虽有波动, 但预计下半年输液将有明显回升, 腹透推进顺利有望迎来招标放量机遇, 未来几年业绩较具弹性。更重要的是, 公司布局的腹透业务甚至未来的血液净化领域长期前景极其广阔, 将打开更长远发展空间, 市值小具想象空间。维持预测 14-16 年 EPS 为 0.22/0.39/0.56 元, 一年期合理估值 8.97-9.75 元 (15 年 PE23-25X), 维持“推荐”。

盈利预测和财务指标

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	562	867	1,268	1,716	2,245
(+/-%)	38.7%	54.3%	46.2%	35.3%	30.8%
净利润(百万元)	97	122	151	260	375
(+/-%)	10.3%	25.8%	24.0%	72.4%	44.2%
摊薄每股收益 (元)	0.14	0.18	0.22	0.39	0.56
EBIT Margin	21.6%	19.0%	17.6%	21.0%	22.3%
净资产收益率 (ROE)	7.5%	8.3%	9.5%	14.5%	17.9%
市盈率 (PE)	54.2	43.1	34.7	20.1	14.0
EV/EBITDA	34.2	24.1	21.3	14.9	11.6
市净率 (PB)	4.1	3.6	3.3	2.9	2.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

**表 1: 华仁药业细分产品盈利预测**

单位: 百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
<b>一、普通大输液</b>						
收入	361.17	470.88	672.51	941.51	1223.97	1468.76
增速	19.09%	30.38%	42.82%	40.00%	30.00%	20.00%
毛利率	57.01%	57.45%	52.46%	53.00%	53.00%	53.00%
<b>二、治疗性输液</b>						
收入	34.98	78.25	125.41	236.53	375.04	623.80
增速	15.67%	123.70%	60.26%	88.61%	58.56%	66.33%
毛利率	60.08%	61.63%	61.87%	61.05%	63.76%	64.07%
<b>三、其他</b>						
收入	8.49	12.62	68.97	89.66	116.56	151.53
增速	77.24%	48.65%	446.51%	30.00%	30.00%	30.00%
毛利率	12.49%	23.08%	43.82%	44.00%	44.00%	44.00%
<b>合计</b>						
收入	405	562	867	1268	1716	2244
增速	19.61%	38.83%	54.32%	46.24%	35.33%	30.81%
毛利率	56.73%	56.14%	52.74%	53.87%	54.74%	55.47%

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)	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	363	435	523	627
应收款项	488	713	965	1263
存货净额	118	183	249	328
其他流动资产	87	128	173	226
<b>流动资产合计</b>	<b>1056</b>	<b>1459</b>	<b>1910</b>	<b>2443</b>
固定资产	1130	1162	1124	1081
无形资产及其他	100	97	94	90
投资性房地产	50	50	50	50
长期股权投资	30	30	30	30
<b>资产总计</b>	<b>2367</b>	<b>2798</b>	<b>3208</b>	<b>3695</b>
短期借款及交易性金融负债	650	819	885	909
应付款项	138	213	290	382
其他流动负债	90	143	188	245
<b>流动负债合计</b>	<b>877</b>	<b>1174</b>	<b>1363</b>	<b>1535</b>
长期借款及应付债券	15	30	45	60
其他长期负债	15	13	11	8
<b>长期负债合计</b>	<b>30</b>	<b>43</b>	<b>56</b>	<b>68</b>
<b>负债合计</b>	<b>908</b>	<b>1217</b>	<b>1418</b>	<b>1604</b>
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1459	1581	1790	2091
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>2367</b>	<b>2798</b>	<b>3208</b>	<b>3695</b>

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.18	0.22	0.39	0.56
每股红利	0.10	0.04	0.08	0.11
每股净资产	2.17	2.35	2.66	3.11
ROIC	8%	8%	12%	15%
ROE	8%	10%	15%	18%
毛利率	53%	54%	55%	55%
EBIT Margin	20%	18%	21%	22%
EBITDA Margin	30%	24%	26%	26%
收入增长	54%	46%	35%	31%
净利润增长率	26%	24%	72%	44%
资产负债率	38%	44%	44%	43%
息率	0%	1%	1%	1%
P/E	43.1	34.7	20.1	14.0
P/B	3.6	3.3	2.9	2.5
EV/EBITDA	23.6	21.3	14.9	11.6

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>营业收入</b>	<b>867</b>	<b>1268</b>	<b>1716</b>	<b>2245</b>
营业成本	406	585	777	1000
营业税金及附加	10	13	17	22
销售费用	165	254	335	427
管理费用	112	194	226	295
财务费用	22	44	52	55
投资收益	0	0	0	0
资产减值及公允价值变动	(10)	(2)	(4)	(6)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	143	177	305	440
营业外净收支	1	1	1	1
<b>利润总额</b>	<b>143</b>	<b>177</b>	<b>306</b>	<b>441</b>
所得税费用	22	27	46	66
少数股东损益	0	0	0	0
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>122</b>	<b>151</b>	<b>260</b>	<b>375</b>

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
<b>净利润</b>	<b>122</b>	<b>151</b>	<b>260</b>	<b>375</b>
资产减值准备	6	(10)	0	0
折旧摊销	86	80	86	91
公允价值变动损失	10	2	4	6
财务费用	22	44	52	55
营运资本变动	(215)	(214)	(243)	(283)
其它	(6)	10	0	0
<b>经营活动现金流</b>	<b>2</b>	<b>18</b>	<b>107</b>	<b>188</b>
资本开支	(169)	(100)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>	<b>(169)</b>	<b>(100)</b>	<b>(50)</b>	<b>(50)</b>
权益性融资	53	0	0	0
负债净变化	0	15	15	15
支付股利、利息	(24)	(29)	(51)	(73)
其它融资现金流	404	169	66	24
<b>融资活动现金流</b>	<b>409</b>	<b>154</b>	<b>30</b>	<b>(34)</b>
<b>现金净变动</b>	<b>242</b>	<b>73</b>	<b>87</b>	<b>105</b>
货币资金的期初余额	121	363	435	523
货币资金的期末余额	363	435	523	627
企业自由现金流	(150)	(45)	100	184
权益自由现金流	253	101	137	176

## 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，并向客户发布的行为。

**国信证券经济研究所团队成员**

<b>宏观</b>		<b>策略</b>		<b>技术分析</b>	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
钟正生	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
<b>固定收益</b>		<b>大宗商品研究</b>		<b>互联网</b>	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	郑剑	010-88005307
刘鹏 <b>09587</b>	021-60875161	郑东	010-66025270	李树国	010-88005305
魏玉敏	021-60933161				
<b>医药生物</b>		<b>社会服务(酒店、餐饮和休闲)</b>		<b>家电</b>	
张其立	0755-82139908	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
贺平鸽	0755-82133396	钟潇	0755-82132098	曾婵	0755-82130646
杜佐远	0755-82130473				
林小伟	0755-22940022				
邓周宇	0755-82133263				
李少思	021-60933152				
<b>通信服务</b>		<b>电子</b>		<b>环保与公共事业</b>	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
李亚军	0755-22940077	卢文汉	021-60933164	徐强	010-88005329
<b>军工</b>		<b>机械</b>		<b>非金属及建材</b>	
朱海涛	0755-22940097	朱海涛	0755-22940097	黄道立	0755-82130685
		陈玲	021-60875162	刘宏	0755-22940109
		成尚汶	010-88005315		
<b>房地产</b>		<b>食品饮料</b>		<b>汽车及零配件</b>	
区瑞明	0755-82130678	刘鹏 <b>09660</b>	021-60933167	丁云波	0755-22940056
		龙飞	0755-82133920		
<b>传媒与文化</b>		<b>零售、纺织服装及快销品</b>		<b>基础化工</b>	
陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162	李云鑫	021-60933142
		郭陈杰	021-60875168		
<b>农林牧渔</b>		<b>轻工造纸</b>		<b>计算机</b>	
杨天明	021-60875165	邵达	0755-82130706	孙艺峻	010-88005323
赵钦	021-60933163				
<b>银行</b>		<b>金融工程</b>			
李关政	010-88005326	林晓明	021-60875168		
		吴子昱	0755-22940607		
		周琦	0755-82133568		
		钱晶	021-60875163		
		黄志文	0755-82133928		
<b>电力设备</b>				<b>建筑工程</b>	
杨敬梅	021-60933160			邱波	0755-82133390
				刘萍	0755-22940678

**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）	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	13818243512	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	吴国	15800476582	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	储贻波	18930809296	刘紫薇	13828854899
				许樱之	18688989863