国联荐股

透析布局，佳绩可期

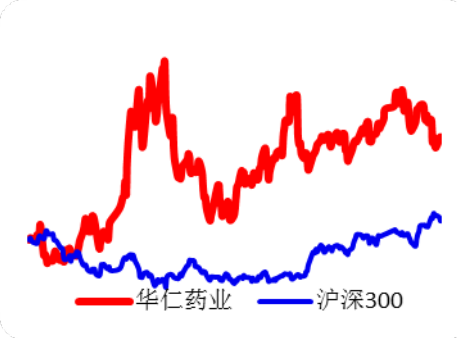
医药生物

2014 年 11 月 24 日

华仁药业（300110.SZ）

评级：推荐

52 周走势



主要数据

当前股价/元	7.74
总股本/百万股	673
流通股/百万股	645
PE/倍	43

报告作者

分析师：刘生平
执业证书编号：S0590513090002

联系人

刘生平
电话： 021-38991500 转 833
Email: liusp@glsc.com.cn

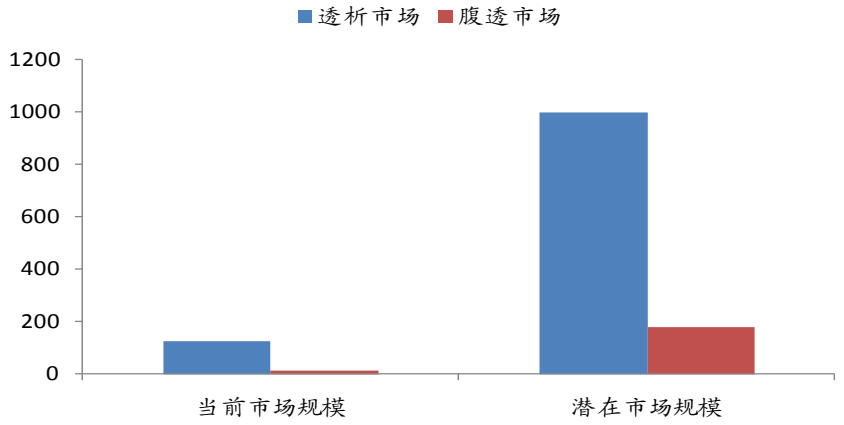
独立性申明

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

- **潜力巨大的血液净化领域龙头企业**。从现有主营业务来看，公司是一家专业生产非 PVC 软袋的高新技术企业。但是经过多年转型发展，公司已经成为国内血液净化领域的龙头企业（公司血液净化腹膜透析业务收入归结为治疗性输液范围），并且在血液净化领域的相关产业链如医疗器械和肠外营养等方面做拓展。随着血液净化行业景气度提升，作为龙头企业的华仁药业增长潜力巨大。
- **公司以腹膜透析为主的血液净化业务迎来爆发式增长机会**。我国是慢性肾病（CDK）的发病大国，CDK 患者预计接近 1.2 亿。其中，我国终末期肾病（ESRD）患者约 200 万左右，而且每年有 20 万例左右新增终末期肾病病例。我国是 ESRD 治疗率非常低的国家。按照点患病率除以年新发病率计算，我国 ESRD 患者的平均生存期只有 2.5 年，大大低于规范治疗的 7 年生存期。保守估计全国仅有 20%的 ESRD 患者接受了腹透或血透的规范治疗，如果考虑被低估的全国患病率，治疗率可能更低。在不考虑 ESRD 患者数量增长的情况下，如果按照 5 万/年的基础治疗费用（不含辅助用药）推算，我国透析市场现有规模为 125 亿元，潜在规模为 1000 亿元。目前，腹膜透析市场约为 13 亿元，占比只有区区 10%。按照 20%患者优先适用腹透治疗方式，平均 4.5 万/年的治疗费用，国内腹透潜在的最低市场规模为 180 亿。因此，从患者的需求来看，血液净化领域潜在空间巨大。另外，从行业政策来看，国家也逐步开始重视 ESRD 患者的治疗情况。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》，要求已经试点大病医保的省份扩大试点范畴，未试点大病医保的省份必须在 6 月底前完成试点。从病种来看，尿毒症这类终末期肾病将是以前医保未有广泛覆盖且国内治疗方案亟待提高的细分领域。因此，作为治疗终末期肾病的透析行业（分血透和腹膜透析两种治疗手段）迎来了爆发式增长的机会。因此，无论从终端患者的需求还是从行业政策情况来看，作为国内腹膜透析龙头企业的华仁药业均将迎来了相关业务高速增长期。

图表 1：国内血液净化市场测算（亿元）



资料来源：国联证券研究所

➢ **以腹膜透析为主的血液净化业务加速推进。**公司是国内第一个生产销售非 PVC 软袋腹膜透析液的企业。借助公司自身在膜材料技术的优势以及与卫生部的合作，积极开创腹膜透析业务大市场；“香港腹透优先”与“北京招标”模式的学习与推广，未来 3-5 年内公司在腹膜透析市场大有可为，腹透业务将成为公司增长新亮点。从今年前三季度财务数据来看，公司腹膜透析业务在保持快速增长，患者人数每月环比增幅达到 10%。9 月末顺利完成 750 例患者入组做临床对比实验。另外，三季度新增了海南省中标区域。公司前三季度腹透业务推进进度超出我们的预期。随着公司腹透业务销售网络建设和中标省份增加，我们预计：腹透业务 2014 年有望实现 300 万袋销量，并将实现盈亏平衡，2015 年将持续快速增长并将贡献较多利润。

➢ **非 PVC 软袋装输液产能释放将带来业绩恢复性增长。**公司大输液产品定位中高端，产能充足，现阶段非 PVC 产能达到 3 亿袋。公司前三季度传统业务低于预期的原因是由于其子公司华仁日照技改项目上半年未达产所致。随着子公司华仁日照 1 亿袋非 PVC 软袋逐步投放市场，公司非 PVC 软袋输液等传统业务有望出现恢复性增长。我们预计在四季度将逐步好转。

➢ **多个医疗器械新品获批，加速公司在医疗器械业务的布局。**公司三季度相继获批了一次性套管穿刺器、一次性使用标本取物器和一次性腔镜用切口牵开保护器等医疗器械新品。公司也在手术通路和输注技术领域相关领域进行器械新品研发。随着公司在医疗器械领域的新品不断上市和销售队伍的完善，我们预计公司医疗器械业务将大幅提振公司业绩。

➢ **公司新品储备丰富，多集中在肠外营养和腹透领域。**公司上半年持续加大研发投入，研发重点在肠外营养和腹透领域。根据目前新品研发进度，公司有 16 个在研新品在生产批件申报阶段。其中，3 类新药腹膜透析液

（碳酸盐）、6 类新药复方电解质注射液和 6 类新药醋酸钠林格注射液等已经完成现场核查，我们预计 2014 年获批上市概率大。公司众多在研新品的接踵上市，不仅丰富了公司现有产品线，而且将大大提振公司未来业绩。

➢ **维持“推荐”评级。**预计公司 2014 年-2016 年 EPS 为 0.75、1.03、1.41 元。以公司 2014 年 6 月 17 日收盘价 28.11 元来计算，其 2014-2016 年市盈率分别为 37 倍，27 倍和 20 倍。由于公司血必净和配方颗粒业绩仍保持快速增长是大概率事件，给予“推荐”评级。

➢ **风险提示：**1、血液净化推广不达预期；2、新建产能释放不达预期。

单位：百万元	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	867	1,124	1,502	1,987
YOY	*54.3%*	*29.6%*	*33.7%*	*32.%*
营业利润	143	142	212	318
归属母公司净利润	122	120	179	269
EPS(元）	0.18	0.18	0.27	0.40
ROE(%)	8.3%	7.7%	10.4%	13.%
ROA(%)	5.1%	4.8%	6.2%	8.0%
P/E	44.3	43.4	29.1	19.3
P/B	3.6	3.3	3.0	2.6

数据来源：国联证券研究所