

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)

跟踪报告

买入

(维持评级)

2015年02月10日

大股东坚定看好公司前景，腹透蓄力待发

证券分析师：林小伟

0755-22940022

linxw@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514070002

证券分析师：邓周宇

0755-82133263

dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001

事项：

近期，公司公告了大股东减持计划实施完毕，并发布了2014年业绩预告。

国信医药观点：腹透业务长期市场前景广阔，虽然目前公司腹透业务规模较小但亮点颇多，正蓄力待发，大股东长期坚定看好公司前景。我们认为，从15年起受益于费用大幅下降和普通输液恢复良好增长，公司业绩有望显著回升。公司的腹透业务身处肾透析治疗广阔领域，受益招标加快放量将更加显著，提供业绩弹性。同时，根据公司血液净化事业部设置的规划，我们预计公司会在腹膜透液产品开拓的基础上逐步扩展至整个血液净化领域（包括腹透、血透、透析服务、血液净化等），未来有望形成“产品+服务”的创新模式。由于14年输液竞争加剧导致主业有所下滑及费用大幅增长吞噬了利润，我们下调14-16年EPS至0.12/0.22/0.30元（原为0.22/0.39/0.56元）。我们认为，目前股价已较充分反应公司经营的低谷，后面随着腹透放量和大输液恢复良好增长，业绩弹性较大，且公司可能会切入透析服务领域前景广阔，我们长期看好公司前景，维持“买入”评级。

评论：

■ 费用大增导致14年利润下滑，15年业绩有望显著回升

公司发布2014年业绩预告：预计2014年营收8.67-11.27亿元，同比增0-30%，净利润6076-9722万元，同比下降50%-20%。收入增加主要是因为7月起沈阳汇通医药并表所致，净利润下降较多主要原因：1) 预计2014年股权激励费用4000万元左右，致管理费用大幅上升；截止2014年9月底公司有高达7.3亿元短期借款，预计全年财务费用近3000万元，股权激励费用和财务费用成为吞噬利润主要原因。2) 因竞争加剧，普通输液销量及价格略有下降，导致整体毛利率有所下降。3) 市场投入加大销售费用增加较快。

我们认为，2015年公司有望从费用困境中解脱出来，首先15年股权激励费不到2000万，相比于14年已有大幅下降；其次创业板再融资放开后公司有可能启动再融资解决资金需求，改善财务结构，将大幅降低财务费用。此外公司也在积极调整营销策略，加大考核力度，并不断整合拓展沈阳会通医药渠道资源，15年起普通输液有望恢复良好增长，同时腹透业务受益招标加快继续显著放量。因此我们认为公司15年业绩在费用大幅下降和输液恢复良好增长下有望显著回升。

■ 14年腹透业务亮点颇多，正蓄力待发

公司腹透产品是国内仅有的两家非PVC包材产品，2011年获批上市，经过1年多的生产工艺调试，于2012年下半年才真正投入销售。腹透业务在2014年迎来了突破，有了显著放量，其中Q3单季度发货量较Q2环比增长117%，14年以来每月新增腹透患者环比增长10%，预计开发的腹透病人接近3000人，预计销量接近300万袋，基本完成年初目标。

2014 年公司全方位推进腹透业务，亮点颇多：

- ✓ **腹透中标区域达 12 个，分组竞标形势较好，15 年招标大年继续利好：**目前公司腹透已在 12 个区域中标，有 6 个是按非 PVC 和 PVC 包材分组中标的（这样公司产品类似独家产品，即能确保中标，又无降价压力），如北京、甘肃、湖北、山东等；15 年是招标大年，随着各省基药招标不断的推进，腹透放量趋势将更加明显。销售方面公司也积极调整，加强了绩效考核，在山东、广东、沈阳地区表现出色销售上量较快，目前在山东市场占有率已达到 40%，公司将把山东省的成功经验和模式向全国推广。
- ✓ **多中心临床对比试验顺利推进，与医院合作更加密切：**截止 2014 年 9 月底公司与卫生部合作的 57 家多中心临床对比试验（与百特产品对比）已完成全部 750 例病人入组，该项目的推进对公司腹透产品的学术推广至关重要，能极大提升公司在透析领域的品牌形象和学术地位，同时也增强了医院、医生的品牌认可度。
- ✓ **逐步与医院开展合作腹透中心：**目前公司腹透产品已开拓 300 多家医院，其中已与 20 来家医院开展“萌芽计划”共建腹透中心推广腹透技术，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，形成“中心医院→基层医院→患者”三级网络，预计后续将进一步扩大合作医院数量。同时公司也通过医师培训项目及肾友会等各种活动推广腹透治疗方式，加强患者随访和市场产品质量信息的反馈，加强对腹透病人的管理和积累病人数据，提升公司服务和产品的认知度，不断提升华仁腹透产品的患者认知度和黏度。
- ✓ **引进国内肾病领域最权威专家入驻院士工作站：**2014 年 2 月 25 日山东省首个血液净化产品的院士专家工作站在公司挂牌，以中国工程院院士、解放军肾脏病研究所所长、解放军总医院肾病专科医院院长陈香美为首席科学家的 10 人专家团队将定期在工作站指导公司血液净化产品的研发工作，该工作站将发挥院士专家技术引领的作用，积聚创新资源，突破关键技术制约，推动产学研紧密合作。

15 年在招标加快和服务体系建设不断完善下，腹透蓄势待发：14 年下半年各省基药招标已明显加速，预计大多在 15 年上半年完成，公司腹透产品将在更多省份中标，放量趋势将更加明显；15 年公司将进一步加大腹透的服务网络建设，计划用 2 年时间构建好“技术指导-患者教育-产品配送-售后服务等”体系，提升医生和患者对腹透的认知度和满意度。同时我们预计未来公司可能会建设自己的透析管理中心来增强对患者的管理和服务。

公司腹透新产品储备极其丰富，已是国内腹透产品规格最齐全的企业：公司于 2015 年 1 月 14 日取得腹膜透析液（乳酸盐-G4.25%）5 个规格（1L、1.5L、2L、2.5L、3L）药品注册批件，公司目前在售的是乳酸盐-G1.5%和乳酸盐-G2.5%的腹透液，乳酸盐-G4.25%的上市将丰富产品品类，优化产品结构。同时公司在研腹透液新产品储备丰富，低钙乳酸盐、碳酸盐腹膜透析液均处注册申报阶段，中性、新型渗透剂和盐酸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。此外公司也在积极研发腹膜透析耗材，正在审批的有腹膜透析体内导管、体外导管、碘伏管等。

■ 产能释放+渠道整合，15 年大输液业务有望回升

公司专注于双管双阀非 PVC 软袋输液生产，是国内高端大输液代表企业，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。相对于玻璃瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液，非 PVC 软袋输液具备门槛高、附加值高，具有部分替代玻璃瓶、塑瓶、PVC 软袋的趋势，是输液包材升级方向。

目前公司输液总产能约 5 亿袋，而产量仅 2.5 亿袋左右，产能利用率仅 50%。未来几年公司不会再扩增普通输液产能，将会注重产出，努力开拓市场对接产能释放，目标是在 1-2 年内产能利用率能达到 80%-90%。

表 1: 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 双管双阀软袋输液
一期扩建工程(即二车间)	2007		3000	非 PVC 双管双阀软袋输液
二期工程 (即三车间)	2009		5000	非 PVC 双管双阀软袋输液
三期工程 (即五车间)	2013	2.22	5500	非 PVC 双管双阀软袋输液
日照子公司	2013		5000	玻瓶输液
	2013		10000	塑料瓶输液
	2013		5000	非 PVC 单管软袋输液
	2014 年 6 月	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 双管双阀软袋输液
非 PVC 软包装腹膜透析液 (即四车间)	2012	1.8	3000	非 PVC 软袋腹膜透析液
湖北华仁同济药业公司 (持股 60.3%)	2015		3000	非 PVC 双管双阀软袋输液

数据来源: 公司公告 国信证券经济研究所整理

公司全资子公司青岛华仁医药包装材料有限公司于 2014 年 6 月收购沈阳会通医药, 该公司掌握有 200 多家优质医院渠道, 将其打造成为公司的药品销售、医疗服务等项目的商业平台, 同时加强公司产品在东北地区的市场占有率。随着对沈阳会通医药的渠道整合, 销售上采取的差异化闭环式营销, 我们预计 15 年起公司普通输液业务将恢复良好增长。

近年来公司治疗性输液保持良好增长趋势, 公司也在积极调整产品结构, 加大对高毛利率的治疗性及营养性输液的推广, 但产品线仍显单薄。目前公司治疗性和营养性输液新产品醋酸钠林格注射液、复方电解质注射液和丙氨酰谷氨酰胺注射液等已完成现场核查, 有望在 2015 年上半年上市, 丰富产品线。

■ 大股东坚定看好公司前景, 将与公司共成长

华仁世纪集团是公司控股股东, 成立于 1987 年, 是一家民营企业, 实际控制人为梁福东先生, 其持有集团 83.14% 股权。经过 27 年发展, 华仁世纪集团已形成了以健康产业、房地产、矿产资源业为主业, 以投资板块作为资本运作平台, 带动高新技术及信息、文化旅游产业良性发展的产业新格局。集团于 1996 年调整产业结构, 将发展重点转向健康产业领域。目前华仁药业已成为集团健康产业的支柱, 是集团旗下首个成功上市的公司。

华仁世纪集团曾在 2014 年 4 月底至 5 月份先后两次增持公司股票, 彰显了对公司长远发展的信心。集团此前持有上市公司 50.63% 股权, 持股比例非常高, 近期集团出于自身经营资金需要在 2014 年 12 月 1 日至 2015 年 1 月 30 日期间累计减持 6050 万股, 减持价仅略高于此前的增持价, 减持后仍持有 41.64% 股权, 仍是绝对控股股东。

表 2: 华仁世纪集团 2014 年以来增减持情况

股东名称	时间	方向	增减持数量	均价 (元/股)	持股比例变动	变动后占总股本比例
华仁世纪集团	2014-4-30	增持	275,919 股	6.40	0.0615%	50.59%
	2014-5-20	增持	292,602 股	6.39	0.0435%	50.63%
	2014-12-4	减持	1,100 万股	7.15	1.63%	49%
	2015-1-9	减持	1,100 万股	6.7	1.64%	47.36%
	2015-1-12	减持	500 万股	6.7	0.74%	46.62%
	2015-1-13	减持	600 万股	6.7	0.89%	45.73%
	2015-1-30	减持	2750 万股	6.7	4.095%	41.64%

数据来源: 公司公告, 国信证券经济研究所整理

上市公司层面，实际控制人梁福东间接持有 34.62%，董事长梁富友持有 0.43%股权，两者为兄弟关系。董事长梁富友军人出身，曾是公司技术中心主任，从 98 年创立公司至今一直带领公司成长为国内非 PVC 软袋输液细分市场前三甲，其个人不仅有强大的执行力也是输液行业专家。同时公司激励充分，上市后分别在 2011 年和 2013 年进行两次股权激励，高管通过股权激励均持有股数股份，利益与公司一致。

图 1：华仁药业最新股权结构



资料来源：wind、国信证券经济研究所

此外公司第二大股东是红塔创新投资，持有 9.1%股权，其作为在公司上市前即进入的战略投资者一直坚定持有公司股票，显示了对华仁药业前景的看好。

■ 大股东坚定看好公司前景，腹透正蓄力待发，维持“买入”评级

我们认为，从 15 年起受益于费用大幅下降和普通输液恢复良好增长，公司业绩有望显著回升。公司的腹透业务身处肾透析治疗广阔领域空间巨大，正蓄力待发，受益招标加快放量将更加显著，提供业绩弹性，大股东长期坚定看好公司前景。同时，根据公司血液净化事业部设置的规划，我们预计公司会在腹膜透析业务开拓的基础上逐步扩展至整个血液净化领域（包括腹透、血透、透析服务、血液净化等），未来有望形成“产品+服务”的创新模式。由于 14 年输液竞争加剧导致主业略有下滑及费用大幅增长吞噬了利润，我们下调 14-16 年 EPS 至 0.12/0.22/0.30 元（原为 0.22/0.39/0.56 元）。我们认为，目前股价已较充分反应公司经营的低谷，后面随着腹透放量和大输液恢复良好增长，业绩弹性较大，且公司可能会切入透析服务领域前景广阔，我们长期看好公司前景，维持“买入”评级。

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	571	710	892
存货净额	118	155	192	242
其他流动资产	87	102	127	160
流动资产合计	1056	1263	1551	1921
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
资产总计	2367	2602	2850	3173
短期借款及交易性金融负债	650	736	785	834
应付款项	138	180	223	283
其他流动负债	90	118	141	178
流动负债合计	877	1034	1149	1294
长期借款及应付债券	15	30	45	60
其他长期负债	15	13	11	8
长期负债合计	30	43	56	68
负债合计	908	1077	1205	1363
少数股东权益	0	0	0	0
股东权益	1459	1525	1645	1810
负债和股东权益总计	2367	2602	2850	3173

关键财务与估值指标	2013	2014E	2015E	2016E
每股收益	0.18	0.12	0.22	0.30
每股红利	0.10	0.02	0.04	0.06
每股净资产	2.17	2.27	2.45	2.69
ROIC	8%	5%	8%	10%
ROE	8%	5%	9%	11%
毛利率	53%	50%	51%	52%
EBIT Margin	20%	14%	18%	19%
EBITDA Margin	30%	22%	25%	24%
收入增长	54%	17%	24%	26%
净利润增长率	26%	-33%	84%	37%
资产负债率	38%	41%	42%	43%
息率	0%	0%	1%	1%
P/E	40.6	60.8	33.0	24.1
P/B	3.4	3.2	3.0	2.7
EV/EBITDA	22.5	27.5	19.7	16.3

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
营业收入	867	1015	1263	1586
营业成本	406	507	617	763
营业税金及附加	10	10	13	16
销售费用	165	183	227	293
管理费用	112	176	180	217
财务费用	22	42	46	49
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	95	175	241
营业外净收支	1	1	1	1
利润总额	143	95	176	241
所得税费用	22	14	26	36
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	122	81	150	205

现金流量表 (百万元)	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	122	81	150	205
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	42	46	49
营运资本变动	(215)	(76)	(138)	(171)
其它	(6)	10	0	0
经营活动现金流	2	87	102	130
资本开支	(169)	(100)	(50)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(169)	(100)	(50)	(50)
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)	(16)	(29)	(40)
其它融资现金流	404	86	49	49
融资活动现金流	409	85	35	24
现金净变动	242	73	87	105
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)	22	91	121
权益自由现金流	253	88	115	143

相关研究报告:

- 《华仁药业-300110-2014年三季报点评: 费用大幅增长拖累业绩, 腹透放量趋势显著》 —— 2014-10-23
- 《华仁药业-300110-2014年半年报点评: 费用和输液下滑拖累业绩, 腹透进展顺利》 —— 2014-08-12
- 《华仁药业-300110-重大事件快评: 大股东再度增持, 长期坚定看好腹透业务》 —— 2014-05-21
- 《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

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计6个月内, 股价表现优于市场指数20%以上
	增持	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±10%之间
	卖出	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	超配	预计6个月内, 行业指数表现优于市场指数10%以上
	中性	预计6个月内, 行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计6个月内, 行业指数表现弱于市场指数10%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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。