

## 国内高端输液市场的先行者

### 华仁药业 ( 300110 )

建议询价区间：10.8 元-12.6 元

新股定价报告

2010 年 8 月 6 日 星期五

东海证券医药研究小组

袁舰波

执业证书编号：S0630208010052

医药生物行业 高级分析师

021-50586660-8628

联系人：屈昶

021-50586660-8643

#### 发行数据

发行前总股本(万股)	16000
本次发行股数(万股)	5,360
发行后总股本(万股)	21360

#### 发行后股权结构

华仁世纪集团	53.03%
红塔创新	10.42%
社会公众股	25.09%
其他股东	11.46%

#### 投资要点

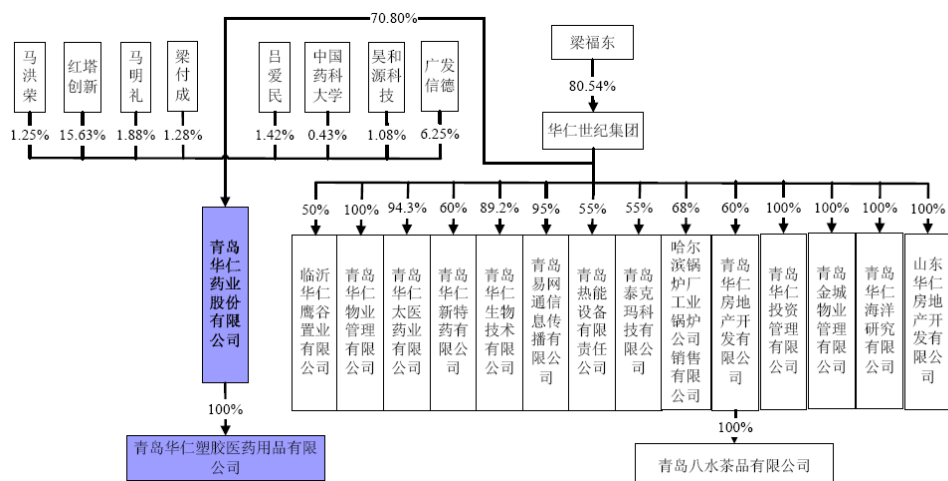
- 公司本次 IPO 计划公开发行人民币普通股 ( A 股 ) 5,360 万股，募集资金主要用于投资于以下项目：非 PVC 软包装大输液三期项目、SPC 组合盖项目和非 PVC 输液包装膜材项目。
- 公司自设立以来，即定位于国内高端输液市场，具有较高的毛利水平。公司主要从事非 PVC 软袋大输液及其相关配套产品的研发、生产和销售，目前公司拥有国内最大的非 PVC 软袋大输液单体工厂。主要产品为非 PVC 软袋大输液产品，包括 25 个品种、57 个规格的非 PVC 软袋输液产品。
- 以满足最广大人群的基本医疗保障为特点的新医改，正推动我国基层医疗机构蓬勃发展，这将有力的促进大输液产业升级，公司的主营业务作为大输液产业升级的方向，将面临更多的机遇。
- 我们预测公司 2010-2011 年 EPS ( 摊薄 ) 分别为 0.36 元和 0.49 元。由于公司定位于高端市场，是未来大输液产业升级的方向，可看到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 10.8 元-12.6 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 30-35 倍。

## 1、公司基本情况

### 1.1 公司股权结构

2001 年公司变更为青岛华仁药业股份有限公司，本次发行前，梁福东先生持有华仁世纪集团 80.54% 的股权，华仁世纪集团目前持有本公司 70.80% 的股份，梁福东先生为公司的实际控制人。本次发行不超过 5,360 万股股票，占发行后公司总股本的 25.09%，华仁世纪集团仍持有本公司不低于 53.03% 的股份，梁福东先生仍为公司的实际控制人。

图 1：IPO 前华仁药业股权结构图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 1.2 公司主营业务

公司自设立以来，一直主要从事非 PVC 软袋大输液及其相关配套产品的研发、生产和销售，目前公司拥有国内最大的非 PVC 软袋大输液单体工厂，年产能 10,000 万袋非 PVC 软袋输液；全资子公司华仁塑胶具备年产 8,000 万套新型连接口管盖（SPC）的生产能力，可配套 4,000 万袋非 PVC 软袋

大输液。公司主要产品为非 PVC 软袋大输液产品，包括 25 个品种、57 个规格的非 PVC 软袋输液产品，其中基础性输液共 8 个品种 33 个规格、治疗性输液共 15 个品种 22 个规格、营养性输液 2 个品种 2 个规格。

## 2、大输液市场行业背景

大输液是区别于小针剂的输液产品，通过静脉注射给药，临床上主要用于营养、治疗、体液平衡以及血容量扩张等方面，作为临床基本治疗手段使用广泛、用量巨大。大输液的包装技术经历了几次重大的改革，主要有玻璃瓶包装（玻璃瓶输液），PE、PP 塑料瓶包装（塑瓶输液），PVC 单层塑料袋（PVC 软袋输液）和 PE、PP 等非 PVC 多层复合共挤膜包装（非 PVC 软袋输液）四种类型。由于人们生活水平的提高和科技的进步，人们逐渐开始重视用药的安全性和品质，非 PVC 共挤膜自身具备材质稳定、无需空气回路、具有自身平衡压力、无交叉污染、且可回收无环保风险等诸多优点使其在 20 世纪末开始逐渐成为大输液包装用料的发展趋势。

### 2.1 大输液市场规模

随着我国医疗卫生行业持续、快速的发展，大输液产品的总产量逐年递增。据中国数字医药网统计，2006 年全国市场上大输液制剂的总销量为 61 亿瓶(袋)，2007 年的销量为 64 亿瓶(袋)，2008 年的销量约为 69 亿瓶(袋)，近三年年均复合增长率为 6.36%；从销售额方面，2006 年全国市场上大输液制剂的总销售金额 129.74 亿元，2007 年的销售额为 136.94 亿元，2008 年的销售额为 176.65 亿元，近三年年均复合增长率则为 16.69%。

图 2：大输液历年销量统计图

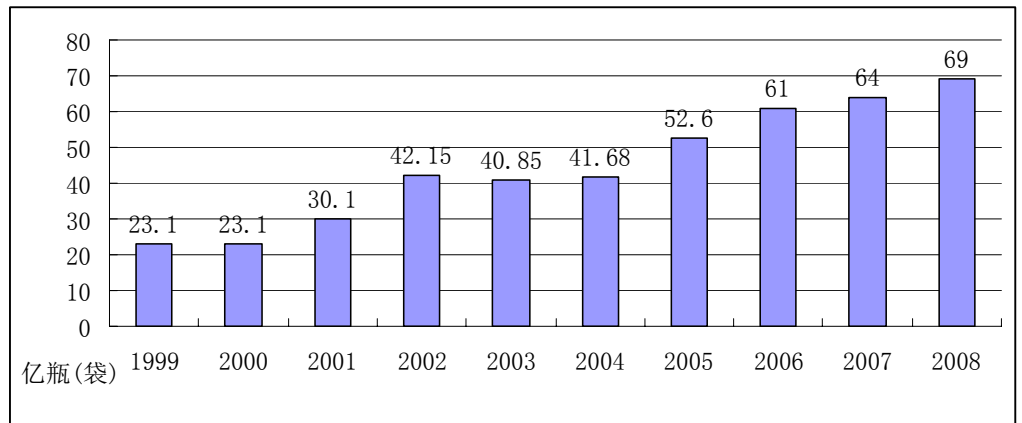
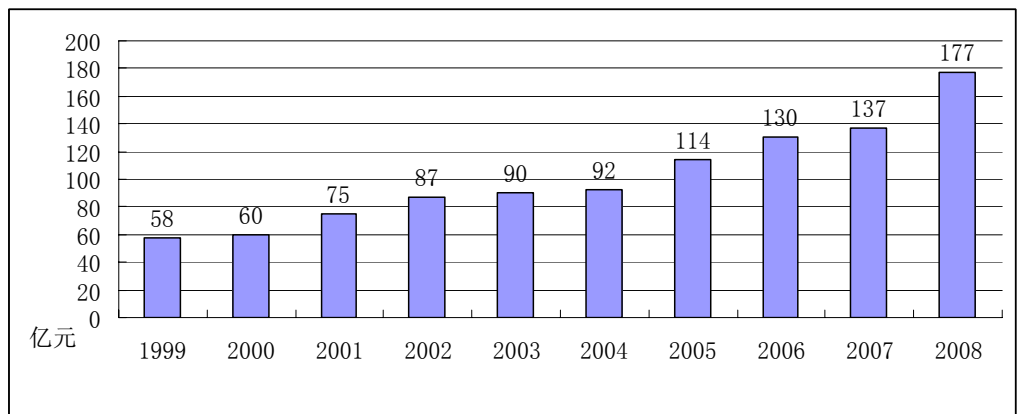


图 3：大输液历年销售金额统计图



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 2.2 不同包装技术大输液市场构成情况

目前我国市场上大输液制剂中玻瓶和塑瓶仍占据销量前列，但由于玻瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液均存在着难以克服的缺点，非 PVC 软袋输液具备自压缩特性、减少输液过程中污染机会、自身毒性低等优点。因此随着人们生活水平的不断提高、用药安全意识的不断增强、和医院给药技术的不断进步，非 PVC 软袋输液必将逐渐替代玻瓶、塑瓶和 PVC 软袋输液，其销售量、销售额将进一步增大，具备良好的市场前景。

**表 1：不同包装输液产品历年销售数量及预测单位：亿瓶（袋）**

种类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2007 年以来的年均复合增长率
玻璃瓶输液	39.8	45.78	41.45	36	30	25	-14.04%
塑瓶输液	8.5	10	14.85	23.3	26	30	31.65%
非 PVC 软袋输液	3	4.2	6.5	8.5	12	15	37.48%
PVC 软袋输液	1.3	0.9	1.2	1.2	0.8	0.5	-13.67%

**表 2：不同包装输液产品历年销售金额及预测单位：亿元**

种类	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2007 年以来的年均复合增长率
玻璃瓶输液	59.7	64.92	53.885	54	45	35	-14.31%
塑瓶输液	29.75	35	44.55	69.9	75.4	87	25.57%
非 PVC 软袋输液	18	25.32	32.5	46.75	60	75	31.19%
PVC 软袋输液	6.5	4.5	6	6	4	2.5	-13.67%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 2.3、非 PVC 软袋输液市场容量

目前国内市场上的软袋输液主要包括 PVC 软袋和非 PVC 软袋两种,其中非 PVC 软袋输液占比较大、增长速度也较快;而 PVC 软袋输液存在材质的缺陷,作为过渡期的产品,其销量逐年减少。统计数据显示,2006 年全国市场上软袋输液(PVC 软袋输液和非 PVC 软袋输液)的销量约为 5 亿袋,2007 年的销量是 7.7 亿袋,2008 年的销量达到 9.7 亿袋,预计到 2012 年全国市场上软袋输液的销量将超过 21 亿袋。中国数字医药网预计,到 2010 年,国内非 PVC 软袋输液销量将达到 15 亿袋,到 2012 年将超过 21 亿袋。

图 4：国内软袋输液销量（亿袋）

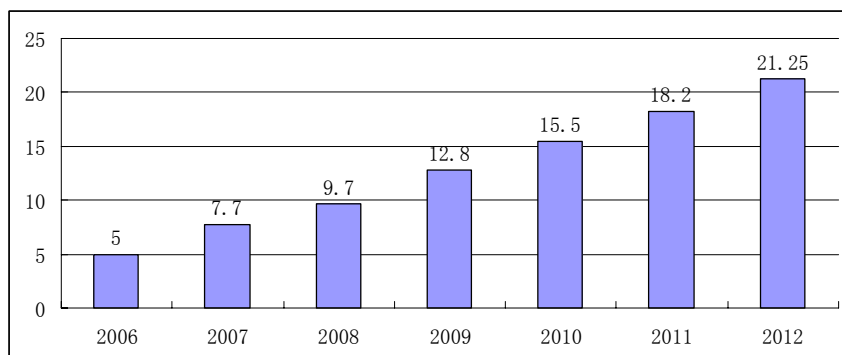
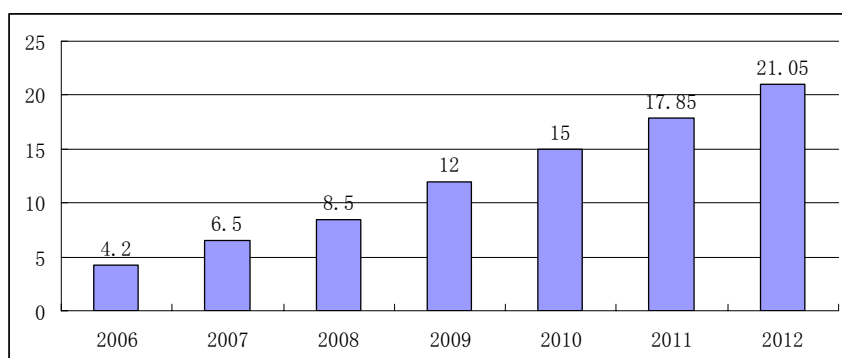


图 5：国内非 PVC 软袋输液销量（亿袋）



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

### 3、公司核心竞争能力分析

#### 3.1 定位高端输液市场，具有先发优势

公司自设立初始，即定位于国内高端输液市场，具有较高的毛利水平。2007 年、2008 年、2009 年公司综合毛利率分别为 45.61%、53.01%、57.05%，综合毛利率保持在较高的水平上且逐年上升。目前我国的医药行业和医药市场保持持续快速发展，受居民生活水平的提高、人口老龄化加剧、新农合、新医改医疗政策的实施将推动全民医保等多方面因素影响下，医药市场需求将持续扩张，作为最基本药品的大输液行业将会受益于整体医药市场容量的扩大，而公司目前主要产品非 PVC 软袋包装输液产品是目前质量

稳定、技术领先的一种输液包装形式，将逐步替代玻璃瓶、塑料瓶包装已成为主流趋势。

### 3.2 非 PVC 双管双阀软袋，大容量制剂制造专业化

公司非 PVC 软袋输液产品均为双管双阀型，国家在行业标准、市场定价等方面对软袋双阀输液产品提供了较大幅度的政策性支持，根据《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》（发改价格[2009]2498号）文件中规定，软袋双阀输液产品（公司产品均为此类）暂按原定价格执行，未降低售价，因此具有明显价格优势。

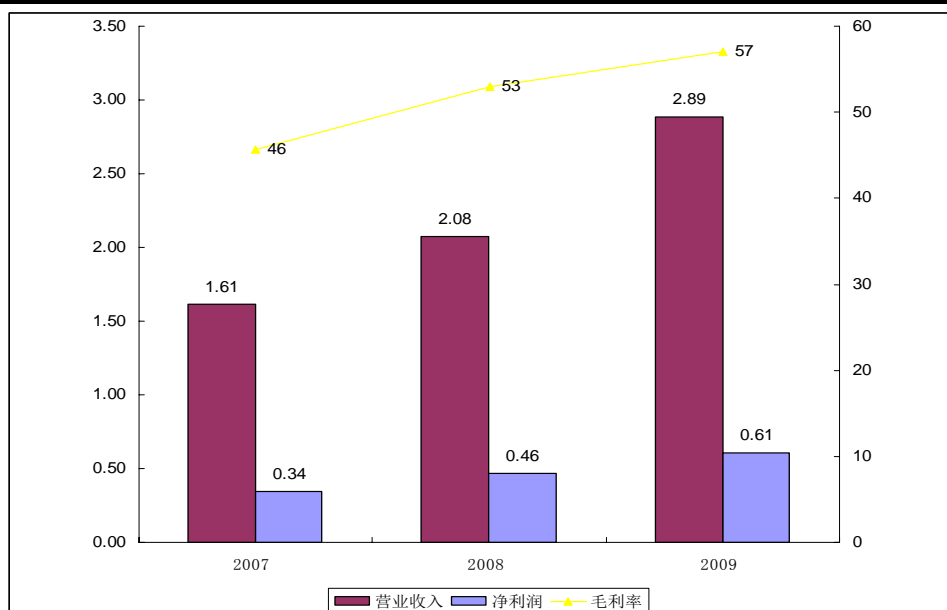
### 3.3 营销优势

公司坚持自主销售、商业代理等多种销售模式并行，并大力通过学术推广等手段为公司新品种上市营造良好的市场环境。公司市场开发工作从重点开发、渠道拓展、老客户挖潜三方面加大开发力度，目前已赢得了包括中国人民解放军总医院、北京大学附属第一、三医院、中国医科大学附属第一、二、四医院、武汉同济医院、武汉协和医院、齐鲁医院、毓璜顶医院、青岛大学医学院附属医院等 70 余家三级医院客户的认可。

## 4、公司财务分析

报告期内，在主导产品市场需求快速增长的情况下，公司主营业务突出，并保持持续稳定增长，具有较强的持续盈利能力，近三年营业收入复合增长率达到 33.82%、净利润复合增长率达到 33.41%。

图 6：公司近三年营业收入、净利润、毛利率情况



资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

报告期内,公司各期分别发生期间费用 3,166.68 万元、5,355.42 万元、8,468.57 万元,占同期营业收入的比例分别为 19.65%、25.80%、29.35%,期间费用随着营业收入的增长逐年上升,考虑到公司近年扩大营销队伍,我们认为费用的增速是合理的。

表 3：公司近三年期间费用情况

	2007		2008		2009	
	金额	占收入比例	金额	占收入比例	金额	占收入比例
销售费用	1,023.88	6.35%	2,857.93	13.77%	5,480.50	18.99%
管理费用	1,233.65	7.66%	1,618.25	7.80%	1,746.75	6.05%
财务费用	909.15	5.64%	879.24	4.24%	1,241.32	4.30%
费用合计	3,166.68	19.65%	5,355.42	25.80%	8,468.57	29.35%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所



表 4：公司其他财务指标

主要财务指标	2007	2008	2009
流动比率	0.92	0.97	1.04
速动比率	0.78	0.84	0.85
应收账款周转率	2.56	2.20	2.45
存货周转率	3.29	3.64	3.60
每股经营活动产生的现金流量(元)	0.05	0.38	0.24
资产负债率	48.13	56.31	50.84
每股净资产(元)	1.68	1.24	1.96

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所

## 5、公司主要风险

### 5.1 公司产品结构单一带来的风险

公司的主导产品主要集中在非 PVC 软袋普通输液产品，2007 年度、2008 年度、2009 年度该产品销售收入和毛利率占比都在 90%左右，如果非 PVC 普通输液产品由于政府强制性调价、出现新的替代产品等因素而出现市场波动，公司未来的经营业绩、盈利能力及成长性将受到较大影响。

### 5.2 产品降价的风险

1997 年到至今国家发改委已累计发布二十多次药品降价令，09 年 10 月又公布了国家基本药物的零售指导价格。。本公司所生产的基础性大输液产品列入了《医保目录》，虽然《国家发展改革委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》(发改价格[2009]2498 号)文件中规定，软袋双阀输液产品(本

公司产品均为此类) 暂按原定价格执行, 未降低售价。但随着国家推行药品降价措施的力度不断加大, 本公司生产的产品存在降价风险。

## 6、募集资金投向

公司本次 IPO 计划公开发行 6000 万股, 所募集资金的投资项目分为三类。

**表 5：募集资金投向及金额**

序号	项目名称	建设期	拟投资额	使用募集资金数	占比
1	非 PVC 软包装大输液三期项目	18 个月	22,153	22,153	65.91%
2	SPC 组合盖项目	12 个月	6,203	6,203	18.46%
3	非 PVC 输液包装膜材项目	18 个月	5,255	5,255	15.63%

资料来源：公司招股说明书、东海证券研究所，单位：万元

### 6.1 非 PVC 软包装大输液三期项目

本项目建成后, 将形成 5,500 万袋非 PVC 软袋输液产能, 其中普通输液 5,000 万袋、血液滤过置换液 500 万袋; 本项目达产后, 公司的总产能将达到 15,500 万袋。

### 6.2 SPC 组合盖项目

公司采用了华仁塑胶生产的 SPC 后, 主要原材料均可以在国内采购, 并且可以自产 SPC 用塞子, 使公司生产成本降低 26%左右。公司募集资金项目非 PVC 软袋大输液三期项目投产后, 公司生产能力将进一步增加到 15,500 万袋/年, 届时华仁塑胶的 SPC 生产能力将不足。本项目实施完成后

华仁塑胶的新型接口管盖生产能力将达到 3 亿套 ( 1.5 亿袋 )。

### 6.3 非 PVC 输液包装膜材项目

非 PVC 软袋输液包装膜材是非 PVC 软袋输液生产的主要原材料之一，约占公司生产成本的 20% 左右。通过本项目的实施，将明显降低公司的生产成本、避免膜材价格波动风险并更好的实现原材料质量控制。公司拟实施本项目，将逐步完善本公司产业链，提高经营效益。

## 7、估值与市场定价

### 7.1 公司估值

我们的估值主要基于以下假设：

- 1、普通输液中氯化钠注射液 10 年保持 41% 的增长，11-12 年增长 50%；葡萄糖注射液 10 年保持 30% 的增长，11-12 年增长 35%；
- 2、三项费用率中销售费用由于销售中心和办事处的增加略有上升，管理费用和财务费用保持平稳；
- 3、公司综合企业所得税率为 17%。

在上述假设下，我们预测公司 2010-2011 年 EPS ( 摊薄 ) 分别为 0.36 元和 0.49 元。

表 6：华仁药业盈利预测

利润表(万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	20,757	28,855	38,421	54,816	79,886
增长率	28.81%	39.01%	33.15%	42.67%	45.73%
营业成本	9,755	12,392	16,560	23,160	30,880

营业税金及附加	233	223	230	230	280
销售费用	2,858	5,481	7,684	12,060	19,173
管理费用	1,618	1,747	3,074	4,385	6,391
财务费用	879	1241	1729	2467	3595
<b>利润总额</b>	<b>5,578</b>	<b>7,643</b>	<b>9,144</b>	<b>12,515</b>	<b>19,567</b>
所得税费用	935	1567	1554	2127	3326
<b>归属于母公司净利润</b>	<b>4,643</b>	<b>6,077</b>	<b>7,590</b>	<b>10,387</b>	<b>16,241</b>
EPS	0.31	0.40	0.36	0.49	0.76

资料来源：招股说明书、东海证券研究所

## 7.2 上市定价

我们认为公司率先定位高端市场，在规模、技术、研发等方面竞争优势明显；大输液行业的产品结构升级和行业集中度的提升，为公司带来了前所未有的机遇。考虑到公司未来良好的成长性，再综合医药上市公司估值水平，我们认为公司的合理价位在 10.8 元-12.6 元，对应公司 2010 年的 EPS 市盈率分别为 30-35 倍。

## 附注：

### 分析师简介及跟踪范围：

**袁舰波**：东海证券医药行业高级分析师，南京大学理学学士，复旦大学 MBA，拥有十多年的医药及证券行业从业经历，具备丰富的营销、管理及证券分析经验，对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司：益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业等。

### 一、行业评级

推荐 – Attractive： 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数

中性 – In-Line： 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平

回避 – Cautious： 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

### 二、股票评级

买入 – Buy： 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$

增持 – Outperform： 预期未来 6 个月股价涨幅为 10% - 20%

中性 – Neutral： 预期未来 6 个月股价涨幅为 -10% - +10%

减持 – Sell： 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

### 三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料，但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司，或任何其附属或联营公司的立场，且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断，本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致，敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终

操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士，但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下，本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务，本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有，未经本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构，我们欢迎社会监督并提醒广大投资者，参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构，注意防范非法证券活动。

## 东海证券研究所

地址：上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址：<http://www.longone.com.cn>

电话：( 86-21 ) 50586660 转 8638

传真：( 86-21 ) 50819897

邮编：200122