N 华仁药（300110） 医药

专注高端输液的能手

投资评级	公司评级	收盘价	元

投资要点：

1、 公司定位于高端大输液，主要经营 PVC 软袋大输液与相关配套产品，是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3000 毫升的全部规格非 PVC 软袋输液，双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业，目前市场占有率超过 5%，在 300 多家非 PVC 软袋企业中名列前茅；

2、 大输液从品种可分为玻璃瓶输液、塑瓶输液、非 PVC 软袋输液和 PVC 输液，行业竞争非常激烈，自 2004-2008 年我国诊疗人次数复合增长率为 7%，住院人次数复合增长率为 10%，同期大输液销售量复合增长率为 11%，大输液产能过剩是不争的事实，从趋势上看非 PVC 软袋输液增长率近几年最高，无论从销量还是销售额方面看所占比重都逐渐上升。未来的行业趋势将表现为 1、包装材料方面，大输液非 PVC 软袋比重继续提高；2、产品结构方面，治疗型和营养型高端大输液增长更快，盈利能力更强；

3、 公司大输液产品均为双管双阀非 PVC 软袋，该技术为公司自主开发，国家发改委在文件规定对软袋双阀在重新调整价格前，暂按原定价格执行，目前，很多地市在药品招标中，将双管双阀单独列为一个标，减少了竞争对手，同时拥有双管双阀设计还有浙江济民、山东鲁抗辰欣、百特，双管双阀在非 PVC 市场占 30%左右；公司另一个竞争优势是成本优势，自主开发的新型连接管口盖改变了以往依靠进口材料，在输液罐组装的惯例，节省单位成本 26%，这是公司毛利率较同行高的原因之一；

4、 本次募资金投向 4 个项目，主要是围绕非 PVC 扩产和配套展开，项目完成后，将实现 1.5 亿年产非 PVC 产能，成为最大非 PVC 软袋企业；公司未来的看点包括：1、非 PVC 替代其他玻瓶、塑瓶赢得快速的发展机遇；2、介入血液透析领域，发展血液滤过换液市场，这个市场开发度比较低，市常容量 10 个亿，未来发展空间比较大；

5、 预计 10-12 年每股收益分别为 0.36、0.51、0.61 元，净利润分别增长 27%，41%%，20%，主要的投资风险是：1、非 PVC 近两年可能持续降价格，公司单独标的可能遭遇较大政策性降价；2、应收款余额过大，北方城市以外的市场开拓可能让应收居高不下，合理定价在 15.3-20.4 之间。

2010 年 8 月 6 日

主要数据

52 周最高/最低价(元)	37.15/37.15
上证指数/深圳成指	2620.76/10768.08
50 日均成交额(百万元)	0.00
市净率(倍)	
股息率	

基础数据

流通股(百万股)	53
总股本(百万股)	213.6
流通市值(百万元)	
总市值(百万元)	
每股净资产(元)	
净资产负债率	

股东信息

大股东名称	华仁世纪集团
持股比例	53.03%

52 周行情图

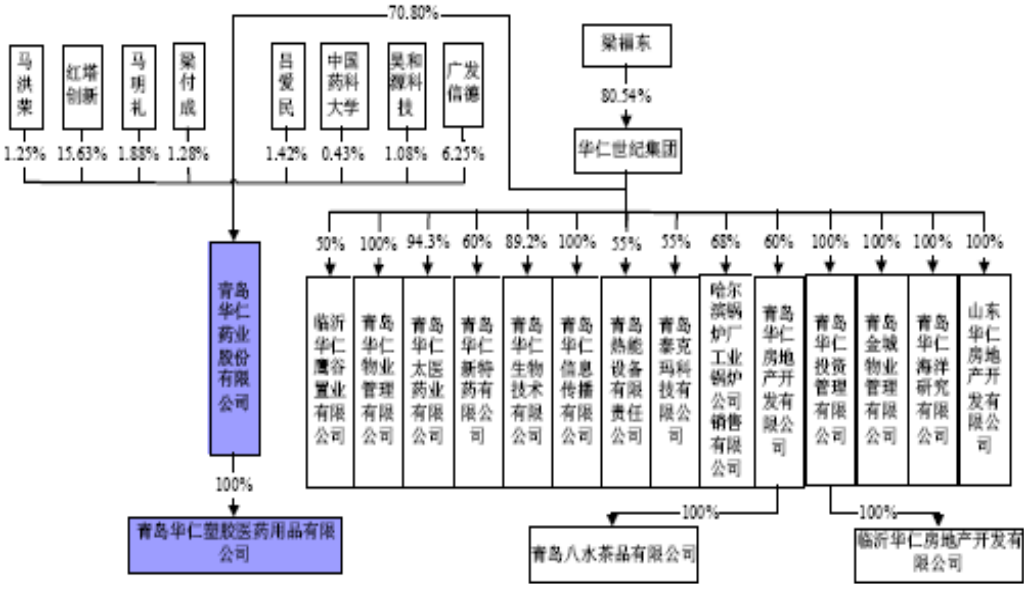
相关研究报告

联系方式

研究员：	刘斌
执业证书编号：	S0020207080709
电　话：	021-51097188-1859
电　邮：	liubin@gyzq.com.cn
联系人：	赵喜娟
电　话：	（86-21）51097188-1952
电　邮：	zhaoxijuan@gyzq.com.cn
地　址：	中国安徽省合肥市寿春路 179 号（230001）

公司定位高端非 PVC 制造

公司定位于高端大输液，主要经营 PVC 软袋大输液与相关配套产品，是目前国内唯一具备产品覆盖 50 毫升到 3000 毫升的全部规格非 PVC 软袋输液，双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业，目前，公司可生产 25 个品种，合计 57 个规格的非 PVC 软袋输液，产品覆盖基础性输液、治疗性输液和营养性输液。

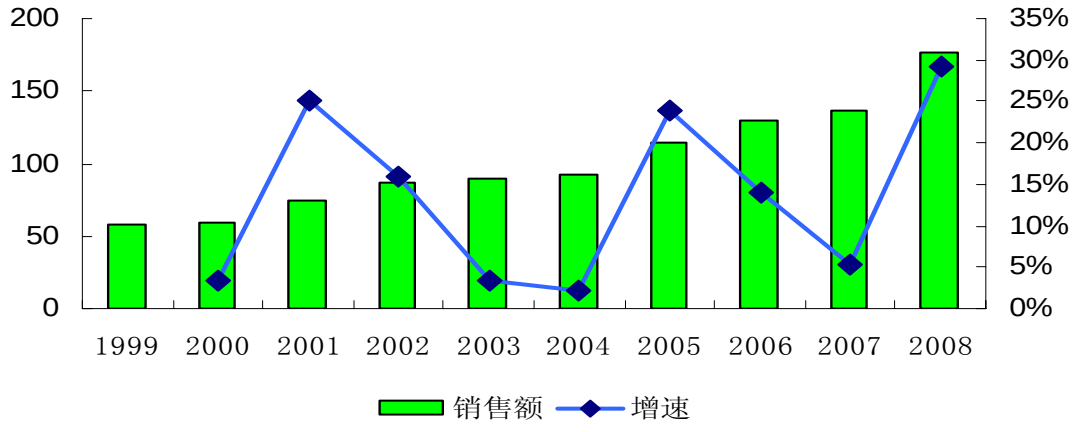


大输液行业激烈竞争，产品向高端演进

1、 大输液市场容量

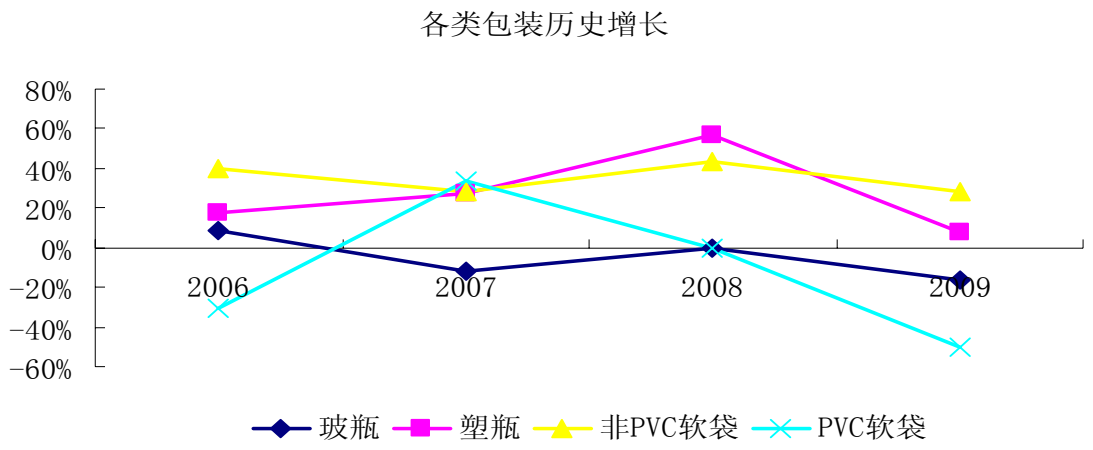
大输液市场需求与诊疗人次数增长率和住院人次数增长率存在正相关性。自 2004-2008 年我国诊疗仁慈复合增长率为 7%，住院人次数复合增长率为 10%，同期大输液销售复合增长率为 11%。据中国数字医药网统计，2008 年大输液销量为 69 亿瓶（袋），近三年平均复合增长率为 6.8%。

大输液销售额和增速(左:亿 右:百分比)



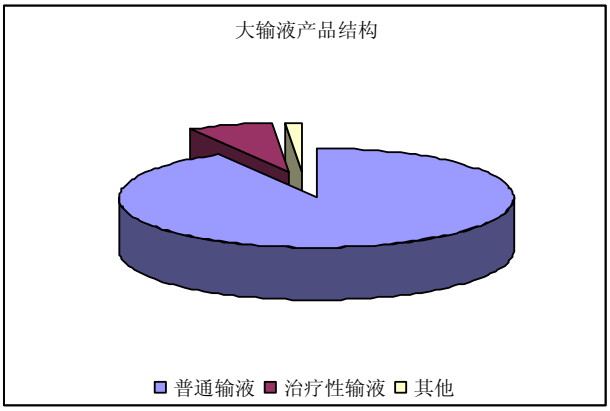
2、 非 PVC 软袋代表了行业的方向

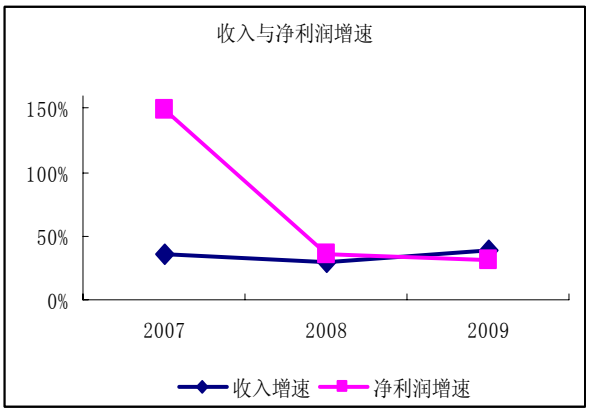
大输液从品种可分为玻璃瓶输液、塑瓶输液、非 PVC 软袋输液和 PVC 输液，从趋势上看非 PVC 软袋输液增长率近几年最高，无论从销量还是销售额方面看所占比重都逐渐上升。未来的行业趋势将表现为 1、包装材料方面，大输液非 PVC 软袋比重继续提高；2、产品结构方面，治疗型和营养型高端大输液增长更快，盈利能力更强。

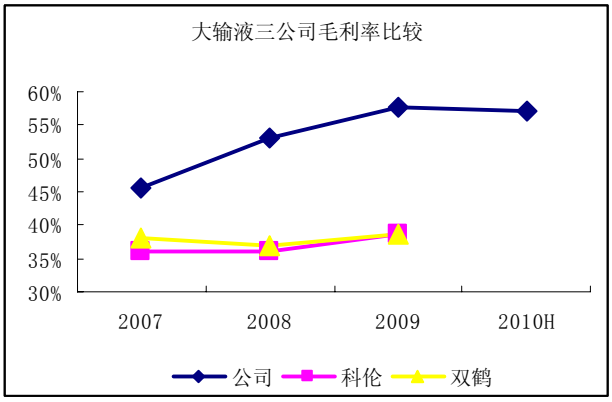


公司经营分析

公司合计有 57 个规格的非 PVC 软袋输液，全部为双管双阀，即加药口与输液口分开，专口专用，其中基础性输液优 8 个品种 33 个规格，治疗性输液有 15 个品种 22 个规格，营养性输液有 2 个品种 2 个规格，基础性输液贡献了主要的收入。







由于主要聚焦在高端的非 PVC 软袋输液，毛利率高于四川科仑和双鹤药业，四川科仑和双鹤的非 PVC 软袋大输液比重分别只有 3%、9%另外一个原因是公司采取较多直消销方式，而科伦、双鹤主要采取全国代理方式。

先发、品牌优势

自设立起就一直专注于非 PVC 软袋输液市场，拥有国内最大的非 PVC 软袋输液单体工厂，先后获得青岛市免检企业、高新技术企业等荣誉称号，部分产品被认定为国家重点产品，公司目前积累了 330 余家医院（30 多家三级医院）和 400 余家医药公司，树立了华仁品牌优势，市场占有率位居前列。

自主创新、成本优势

公司产品全部为双管双阀非 PVC 软袋，该技术由公司自主研发，实现了大输液不需要空气贿赂输液，同时也实现了配药阀与输液阀分离，保证了安全，代表了产业的先进方向，目前该技术除了公司还有浙江济民、山东鲁抗辰欣、百特几家，而非 PVC 软袋企业有 100 多家，是少数拥有该技术的企业之一，在招投标方面也享受优惠，作为单独一个标，避免了和其他非 PVC 的竞争，价格也能得到保证。

公司自主研发的新型连接管口盖改变了国内企业依靠进口材料再灌装的现状，在采用子公司华仁塑胶生产的 SPC 后，材料可在国内采购、自产塞子，使得单位成本降低 26%，是市场上独家实现连接口完全自主的企业。

	2007	2008	2009	2010H
单袋成本波动	-16.26%	-6.76%	-14.60%	-5.18%

增长前景分析

政策助推非 PVC 大发展

提高住院病人和门诊病人补偿标准将推动大输液的扩容，国家对输液行业提出的指导思想是控制玻璃瓶包装，鼓励使用优质复合膜包装，并自 2000 年起，基本停止了 PVC 输液袋的注册，非 PVC 软袋包装逐渐取代其他包装是必然趋势；

血液滤过市场面临机遇

目前，我国约有 10 万尿毒症患者，且每年以 10%的速度帝增，按照治疗要求，每位患者每周需要治疗一次，每次最低用量位 20 升，全年用量超过 1 亿升，以大容量血液滤过置换液每袋 2 升计。市场需求超过 5000 万袋，我国三级医院约 3000 家，ICU 病房和肾科是血液滤过的主要需求科室，目前仅有上海长征富民金山制药、成都青山利康药业和公司 3 家涉足，过去主要依靠医院自己配置滤过液，容易产生质量问题，安全性得不到保障，未来该市场可能将交给专业的输液企业经营，但医院放弃该块利益可能是个比较长的过程。

销售走出北方地区，向南方城市渗透

公司过去的客户主要来自北方区域的医院客户，近 1-2 年加大了对南方城市的开发，主要依靠经销商开发当地市场，目前，公司 60%的客户为直销客户，随着公司知名度的提高，公司在杭州、武汉、广州、上海等地销售量大幅增加，07-09 年该地区销售收入比例分别为 22.35%、28%、42%，呈现快速提高趋势。

财务分析

项目	2010 年 6 月 30 日	2009 年 12 月 31 日	2008 年 12 月 31 日	2007 年 12 月 31 日
流动比率	0.80	1.04	0.97	0.92
速动比率	0.64	0.85	0.84	0.78
资产负债率（母公司）	48.97%	50.84%	56.31%	48.13%
应收账款周转率(次)	1.25	2.45	2.20	2.56
存货周转率(次)	1.47	3.29	3.64	3.60
息税折旧摊销前利润(万元)	6,547.90	10,570.51	7,757.33	6,300.61
归属于股东的净利润(万元)	3,468.24	6,076.64	4,643.07	3,414.07
归属于股东扣除非经常性损益后的净利润(万元)	3,468.66	5,931.71	4,496.72	3,089.56
利息保障倍数	6.13	7.28	7.34	5.52
每股经营活动产生的现金流量(元/股)	0.21	0.24	0.38	0.05
每股净现金流量(元/股)	0.17	-0.13	0.23	0.01
归属于股东的每股净资产(元/股)	2.18	1.96	1.47	1.23
无形资产(扣除土地使用权、水面养殖权和采矿权等后)占净资产的比例	0.96%	1.01%	1.24%	1.68%

公司应收款余额 09 年占收入比重 45.8%，公司正处在市场的持续深度开发过程中，应收款可能在较长一段时间内保持高位。

本次募集资金项目

本次募集资金投向四个项目，投向非 PVC 扩产与配套项目，项目完建设期 18 个月，将从现在 1 万袋产能提高到 1.55 万袋产能。

项目名称	建设期（月）	投资额（万）
非 PVC 软包装大输液三期	18	22,153
SPC 组合盖项目	12	6,203
非 PVC 输液包装膜材项目	18	5,255
其他与主业相关的营运资金	-	-

盈利预测

假设条件

1） 非 PVC 软袋每年降价 3-5%；

2） 上游石化产品保持基本稳定；

3） 公司北方以外市场继续大力开拓，仍以经销代理为主；

资产负债表 单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	272	453	581	763
现金	28	106	163	262
应收账款	132	193	225	263
其他应收款	8	11	14	18
预付账款	44	64	79	97
存货	48	64	79	97
其他流动资产	12	16	21	26
非流动资产	364	354	321	299
长期投资	0	0	0	0
固定资产	340	320	299	277
无形资产	17	16	16	15
其他非流动资产	7	17	6	7
资产总计	636	807	901	1061
流动负债	262	356	341	355
短期借款	190	200	200	200
应付账款	19	27	34	42
其他流动负债	53	129	108	113
非流动负债	60	60	60	60
长期借款	60	60	60	60
其他非流动负债	0	0	0	0
负债合计	322	416	401	415
少数股东权益	0	0	0	16
股本	160	214	214	214
资本公积	22	-32	-32	-32
留存收益	132	209	318	448
归属母公司股东权益	314	391	500	630
负债和股东权益	636	807	901	1061

现金流量表 单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	39	42	70	110
净利润	61	77	109	146
折旧摊销	19	23	24	24
财务费用	12	14	13	11
投资损失	0	0	0	0
营运资金变动	-56	-63	-87	-72
其他经营现金流	2	-10	12	1
投资活动现金流	-97	0	-0	-0

利润表 单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	407	517	646
营业成本	124	182	225	278
营业税金及附加	2	3	4	5
营业费用	55	75	96	117
管理费用	17	33	41	50
财务费用	12	14	13	11
资产减值损失	3	4	4	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	75	95	134	181
营业外收入	3	0	0	0
营业外支出	1	0	0	0
利润总额	76	95	134	181
所得税	16	18	26	34
净利润	61	77	109	146
少数股东损益	0	0	0	16
归属母公司净利润	61	77	109	130
EBITDA	107	133	171	216
EPS（元）	0.38	0.36	0.51	0.61

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	39.0%	41.0%	27.0%	25.0%
营业利润	37.7%	27.6%	40.7%	34.6%
归属于母公司净利润	30.9%	27.2%	40.7%	19.9%
获利能力				
毛利率 (%)	57.1%	55.3%	56.5%	57.0%
净利率 (%)	21.1%	19.0%	21.1%	20.2%
ROE(%)	19.4%	19.8%	21.8%	20.7%
ROIC(%)	12.5%	15.0%	18.3%	22.3%
偿债能力				
资产负债率 (%)	50.6%	51.5%	44.5%	39.1%
净负债比率 (%)	83.86%	76.92%	79.73%	77.09%
流动比率	1.04	1.27	1.70	2.15
速动比率	0.85	1.09	1.47	1.87
营运能力				
总资产周转率	0.50	0.56	0.60	0.66

资本支出	97	0	0	0	应收账款周转率	2	2	2	3
长期投资	0	0	0	0	应付账款周转率	6.07	7.81	7.37	7.37
其他投资现金流	1	0	-0	-0	**每股指标（元）**				
筹资活动现金流	37	36	-13	-11	每股收益(最新摊薄)	0.28	0.36	0.51	0.61
短期借款	21	10	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.18	0.20	0.33	0.51
长期借款	-20	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	1.47	1.83	2.34	2.95
普通股增加	10	54	0	0	**估值比率**				
资本公积增加	22	-54	0	0	P/E	0.00	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金流	4	26	-13	-11	P/B	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	-21	78	57	98	EV/EBITDA	2	2	1	1

投资价值

投资风险

1）双管双阀单独作为一个标，随着市场竞争的加剧，存在政策性降价的风险；2）非 PVC 存在行业性的降价风险；3）应收款过大导致坏帐风险

我们预计 10-12 年 EPS 分别为 0.36、0.51、0.61，比照科伦药业和创业板块估值，我们认为合理的价格区间在 15.3- 20.4 元之间

国元证券投资评级体系：

(1)公司评级定义

	二级市场评级		公司质地评级
强烈推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 20%”以上	A	公司长期竞争力高于行业平均水平
推荐	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅优于上证指数 5-20%”之间	B	公司长期竞争力与行业平均水平一致
中性	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅介于上证指数±5%”之间	C	公司长期竞争力低于行业平均水平
回避	预计未来 6 个月内，股价涨跌幅劣于上证指数 5%”以上		

(2)行业评级定义

推荐	行业基本面向好，预计未来 6 个月内，行业指数将跑赢上证指数 10%以上
中性	行业基本面稳定，预计未来 6 个月内，行业指数与上证指数持平在正负 10%以内
回避	行业基本面向淡，预计未来 6 个月内，行业指数将跑输上证指数 10%以上

免责条款：

本报告是为特定客户和其它专业人士提供的参考资料。文中所有内容均代表个人观点。本公司力求报告内容的准确可靠，但并不对报告内容及所引用资料的准确性和完整性作出任何承诺和保证。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。本报告版权归国元证券所有，未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅，如需引用或转载本报告，务必与本公司研究中心联系。 网址:www.gyzq.com.cn