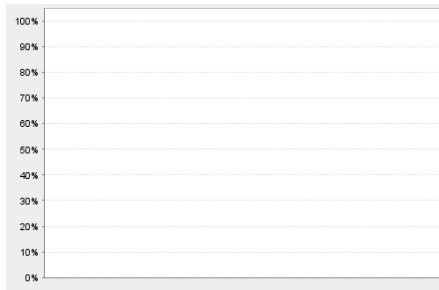


华仁药业 (300110.SZ)
规模与成本控制双向并举

评级: 前次:
目标价(元): 17.37元—18.32元
 分析师 作者
 胡德军 傅芬
 S0740208100090
 0531-81776395 021-58308543
 hudj@qlzq.com.cn fusu@qlzq.com.cn
 2010年8月10日

基本状况

| | |
|-----------|--------|
| 总股本(百万股) | 213.60 |
| 流通股本(百万股) | 53.60 |
| 市价(元) | 0.00 |
| 市值(百万元) | 0.00 |
| 流通市值(百万元) | 0.00 |

股价与行业-市场走势对比

业绩预测

| 指标 | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 207.57 | 288.55 | 364.31 | 480.88 | 587.23 |
| 营业收入增速 | 28.81% | 39.01% | 26.26% | 32.00% | 22.12% |
| 净利润增长率 | 36.00% | 30.88% | 36.54% | 44.29% | 33.77% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.31 | 0.38 | 0.39 | 0.56 | 0.75 |
| 前次预测每股收益(元) | — | — | — | — | — |
| 市场预测每股收益(元) | — | — | — | — | — |
| 偏差率(本次-市场/市场) | — | — | — | — | — |
| 市盈率(倍) | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| PEG | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 每股净资产(元) | 1.47 | 1.96 | 5.12 | 5.68 | 6.43 |
| 每股现金流量 | 0.38 | 0.24 | 0.52 | 0.45 | 0.71 |
| 净资产收益率 | 21.01% | 19.36% | 7.59% | 9.87% | 11.66% |
| 市净率 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 总股本(百万股) | 150.00 | 160.00 | 213.60 | 213.60 | 213.60 |

备注: 市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- 非 PVC 软袋大输液行业复合增长率超过 30%:** 公司主营非 PVC 软袋大输液及相关配套产品的生产和销售企业, 行业增长动力强劲, 一方面医保护容以及入院人数的不断增加为行业发展提供了条件; 另一方面软塑化是大输液包装趋势, 公司专注非 PVC 软袋大输液的生产和销售, 符合未来市场需求;
- 公司基础大输液利润占比达 90%:** 公司产品定位于高端市场, 09 年基础大输液占营收的 89.8%, 利润的 89.5%, 是公司利润主要来源;
- 双管双阀技术引导产业趋势:** 公司开发的双管双阀技术可以做到加药口和输注口彻底分开, 减少二次污染机会, 是未来高端大输液发展的趋势之一;
- 募投项目将扩增产能和完善相关配套设施建设:** 公司三期项目的实施有望在原有 1 亿袋产能基础上新增产能 5500 万袋, 总产能达到 15500 万袋/年, 同时相关配套建设也将及时跟上;
- 血液滤过置换液有望成为新的利润增长点:** 按照我国尿毒症患者数量以及增速来算, 我国血液滤过置换液市场需求可达 5000 万袋, 公司募投后产能为 500 万袋, 未来市场还有很大的拓展空间;
- 盈利预测:** 我们预计公司 10-12 年的营业收入分别为 3.57 亿元、4.52 亿元和 5.31 亿元, 分别增长 23.8%、26.6%和 17.4%, 实现净利润分别为 0.89 亿元、1.22 亿元和 1.46 亿元, 同比增长 24.8%、27.1%和 27.5%。按发行后总股本 21.36 亿股计算, 对应 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.56 元和 0.75 元;
- 预计上市首日价格为 17.37 元—18.72 元, 对应 2010 年市场市盈率为 45—48 倍。**

内容目录

| | |
|-----------------------------|--------|
| 股票上市首日定价区间为 17.37 元—18.72 元 | - 4 - |
| 公司是大输液生产企业，专注高端市场 | - 6 - |
| 大输液领域正处在行业快速增长和整合期 | - 7 - |
| 非 PVC 软袋大输液增长迅速 | - 8 - |
| 公司快速发展的关键因素 | - 9 - |
| 技术核心：双管双阀软包装引领高端市场 | - 10 - |
| 技术和价格优势 | - 10 - |
| 静脉药物配送中心建设推动双管双阀产品的推广应用 | - 11 - |
| 募投项目分析：扩大规模，控制成本 | - 11 - |
| 募投后血液滤过置换液将成公司利润新增长点 | - 12 - |
| 风险提示 | - 12 - |
| 产品领域相对单一的风险 | - 12 - |
| 药品价格下降的风险 | - 12 - |
| 盈利预测和说明 | - 12 - |
| 假设前提 | - 12 - |

图表目录

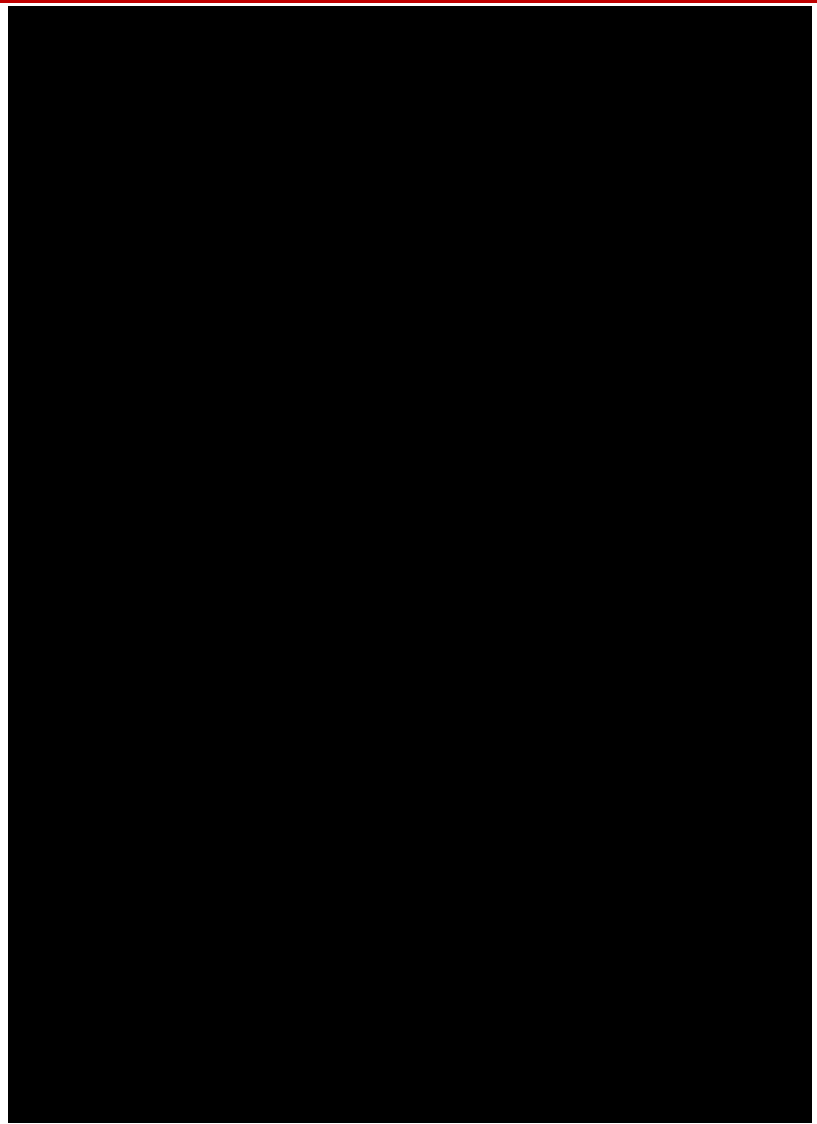
| | |
|--------------------------------|--------|
| 图表 1：近期新上市公司上市首日当日涨幅比较 | - 4 - |
| 图表 2：2010 年新上市公司医药公司上市首日涨幅比较 | - 5 - |
| 图表 3：软袋输液主要厂商市场占比情况 | - 6 - |
| 图表 4：样本医院临床终端市场占比情况 | - 6 - |
| 图表 5：公司收入构成 | - 6 - |
| 图表 6：公司利润构成 | - 6 - |
| 图表 7：我国历年医疗保险覆盖人数（单位：亿人） | - 7 - |
| 图表 8：中国入院人数及增长率 | - 7 - |
| 图表 9：国内十强市场占有率和海外巨头市场占有率比较 | - 7 - |
| 图表 10：大输液历年销量统计图 | - 8 - |
| 图表 11：大输液历年销售金额统计图 | - 8 - |
| 图表 12：不同包装输液产品历年销售数量及预测（亿瓶（袋）） | - 8 - |
| 图表 13：不同包装输液产品历年销售金额及预测（单位：亿元） | - 8 - |
| 图表 14：非 PVC 软袋输液市场容量及预测 | - 9 - |
| 图表 15：不同包装大输液产品对比 | - 9 - |
| 图表 16：不同公司非 PVC 软袋输液销售市场占比 | - 10 - |
| 图表 17：公司销售覆盖区域 | - 10 - |
| 图表 18：公司募集资金投向 | - 11 - |

图表 19: 期间费用预测..... - 13 -
图表 20: 公司产品收入预测表..... - 13 -

股票上市首日价格区间为 17.37 元—18.72 元

- 公司 IPO 股票将于近日上市交易：发行价格为 13.99 元/股，对应 2010 年预测市盈率 35.87 倍。华仁药业本次发行共计 5360 万股，发行前股本为 16000 万股，发行后总股本达到 21360 万股；
- 首先我们选取最近两个月新上市公司作为比较，其上市首日股票平均涨幅为 33.80%，按发行价 13.99 元来算，对应上市公司股票价格为 18.72 元。

图表 1：近期新上市公司上市首日当日涨幅比较



来源：齐鲁证券研究所

- 同时我们选取 2010 年上市的所有医药企业的上市首日涨幅进行比较，其平均涨幅为 24%，对应上市股票价格为 17.35 元。

图表 2: 2010 年新上市公司医药公司上市首日涨幅比较

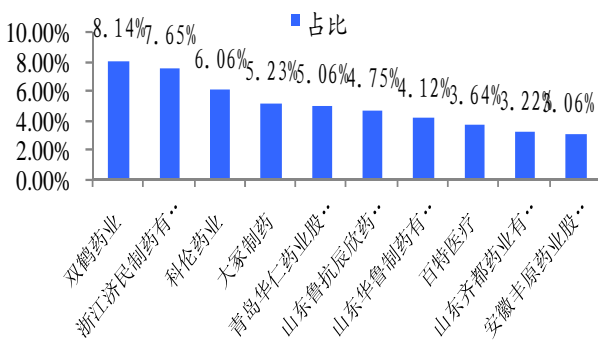


来源: 齐鲁证券研究所

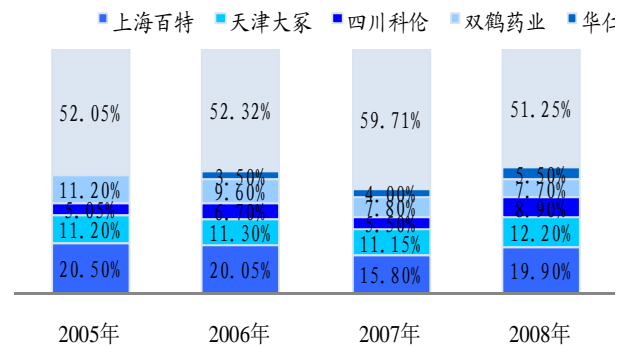
- 我们预测公司 10-12 年的营业收入分别为 3.64 亿元、4.81 亿元和 5.87 亿元, 分别增长 26.26%、32.00%和 22.12%, 实现净利润分别为 0.83 亿元、1.20 亿元和 1.60 亿元, 同比增长 36.54%、44.29%和 33.77%, 对应 2010 年-2012 年 EPS 分别为 0.39 元、0.56 元和 0.75 元。预计公司上市首日价格合理区间为 17.37 元—18.72 元, 对应 2010 年市场市盈率为 45—48 倍。

公司是大输液生产企业，专注高端市场

- 大输液是指经静脉途径滴注输入人体内的大容量注射剂。大输液产品按期临床用途分类可分为体液平衡用输液、治疗用药物输液、营养用输液以及血容量扩张用输液四大类别；
- 公司产品定位于高端大输液，主要以非 PVC 软袋大输液及相关配套产品的生产和销售为主。公司目前可生产 25 个品种，57 个规格，且超过 80% 都是双管双阀型软袋输液，产品主要有基础大输液、治疗性输液以及营养性输液三大方面，其中基础大输液是公司利润的主要来源；
- 从软袋输液产品来看，公司 08 年市场占有率达到 5%，排名第五。从样本医院终端销售来看，公司在医院终端的销售份额从 06 年的 3.5% 上升到了 09 年的 7%，市场份额不断扩大。2006 年后销售进入行业高端市场前五，市场竞争力不断提高；

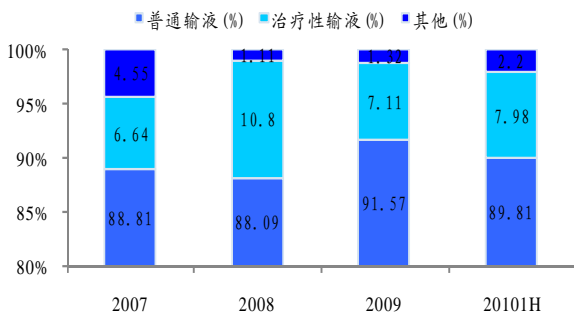
图表 3: 软袋输液主要厂商市场占比情况


来源：齐鲁证券研究所

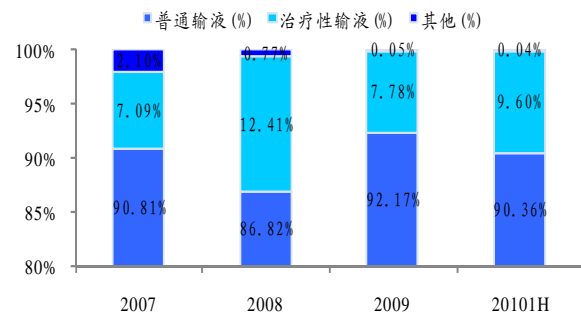
图表 4: 样本医院临床终端市场占比情况


来源：齐鲁证券研究所

- 从产品结构来看，公司基础大输液占收入的 89.8%，利润占 89.5%，其次是治疗性输液。营养性输液相对很少，由于市场价格低，产品销售数量很小。

图表 5: 公司收入构成


来源：齐鲁证券研究所

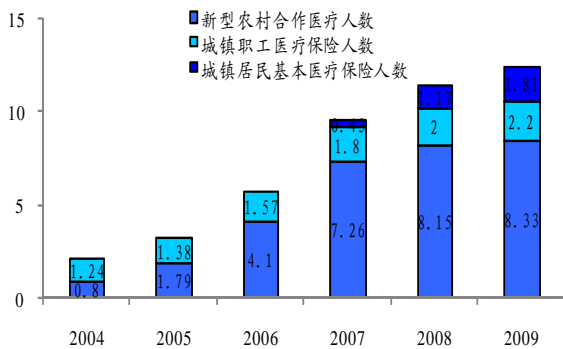
图表 6: 公司利润构成


来源：齐鲁证券研究所

大输液领域正处在行业快速增长和整合期

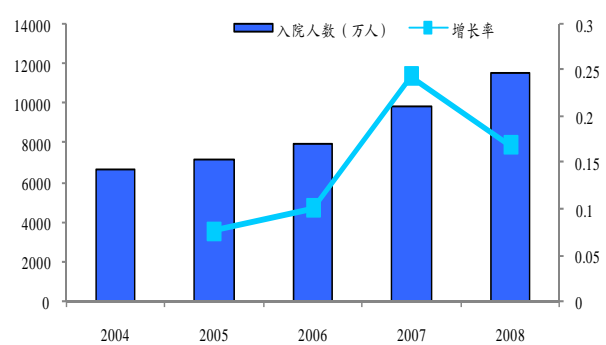
- 市场扩容是行业增长的主要推动力。医保政策使医保覆盖范围不断扩大，到2009年新农合医疗人数达到8.33亿人，比2006年新增加人数为4.33亿人；同时城镇基本医疗人数也达到1.81亿人，职工医疗达到2.2亿人，总的医疗覆盖人数的复合增长率达到29.59%（2006年-2009年）；
- 同时我国入院人数也在不断增加，09年达到1.15亿人，同比增长16.53%，就医人数的增加为大输液市场的发展提供了消费基础；

图表7：我国历年医疗保险覆盖人数（单位：亿人）



来源：齐鲁证券研究所

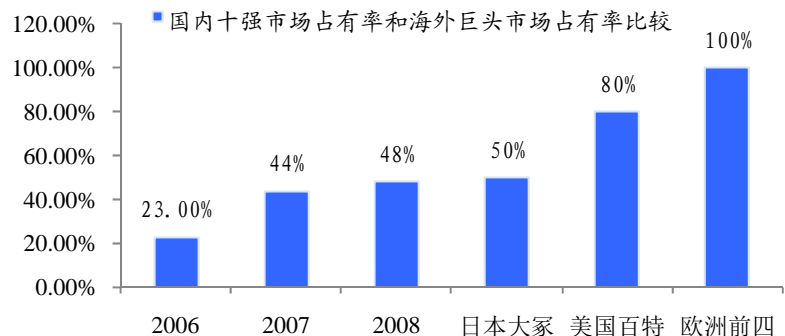
图表8：中国入院人数及增长率



来源：齐鲁证券研究所

- 未来行业将不断集中。目前国内市场集中度低，08年行业前十名占比只有48%，而在美国，百特一家企业的市场占有率就达80%，日本大冢在日本市场占有率也达到50%，由此可见中国行业集中度之低。

图表9：国内十强市场占有率和海外巨头市场占有率比较



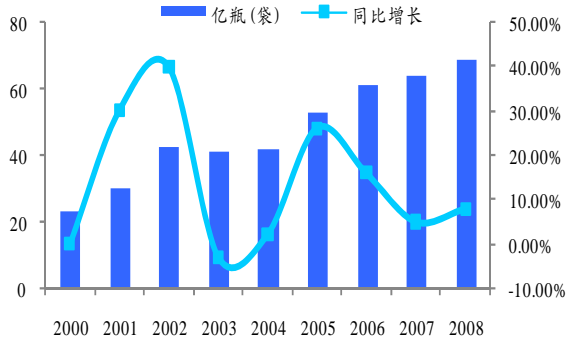
来源：齐鲁证券研究所

- 软塑化是行业的必然趋势。目前大输液产品主要有玻璃瓶、塑瓶、软袋以及科伦推出的直立式软带。从20世纪90年代开始我国开始采用非PVC软袋大输液，开始大规模替代玻璃瓶和PVC（聚氯乙烯）输液袋。从国外行业的发展来看，软塑化是长期趋势，但玻璃瓶对某些药品有不

可替代作用，因此也将长期存在。

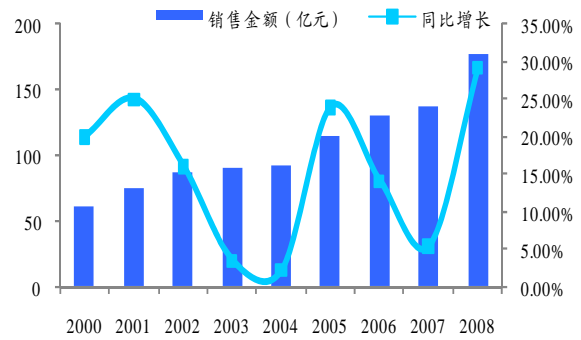
- 从销售量来看，08年大输液共计销售69亿袋（瓶），同比增长7.81%。从销售金额统计来看，08年销售额达到177亿元，同比增长29.2%；

图表 10：大输液历年销量统计图



来源：齐鲁证券研究所

图表 11：大输液历年销售金额统计图

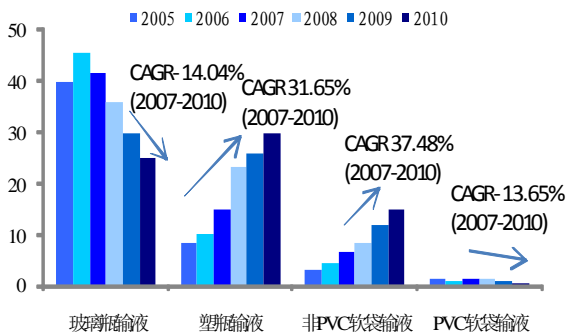


来源：齐鲁证券研究所

非 PVC 软袋大输液行业复合增长率高达 30%以上

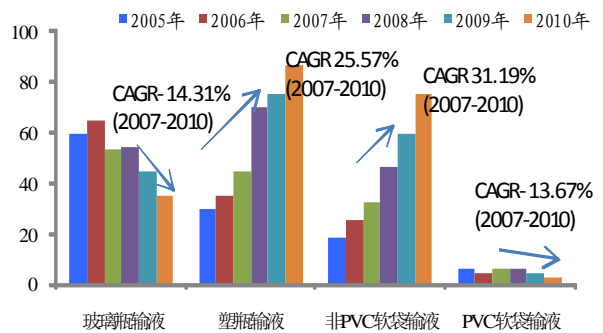
- 非 PVC 软袋大输液与其他包装大输液产品相比，复合增长率第一。从销量上看，非 PVC 软袋输液近三年复合增长达到 37%，高出同期快速增长的塑瓶输液近 6 个百分点，而销售额三年复合增长率为 31%，同样高出塑瓶 6 个百分点；
- 2010 年医药科技发展规划局要求尽快部分淘汰玻璃瓶输液，而在 2000 年国家就在医药产业规划中强调大力推广非 PVC 软袋输液需求，因此非 PVC 软袋大输液是未来发展的主要趋势；

图表 12：不同包装输液产品历年销售数量及预测（亿瓶（袋））



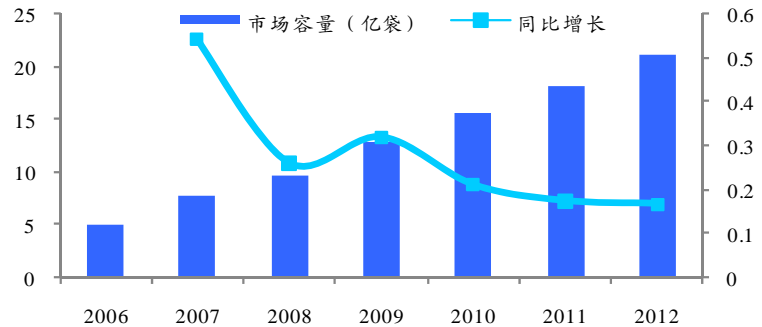
来源：齐鲁证券研究所

图表 13：不同包装输液产品历年销售金额及预测（单位：亿元）



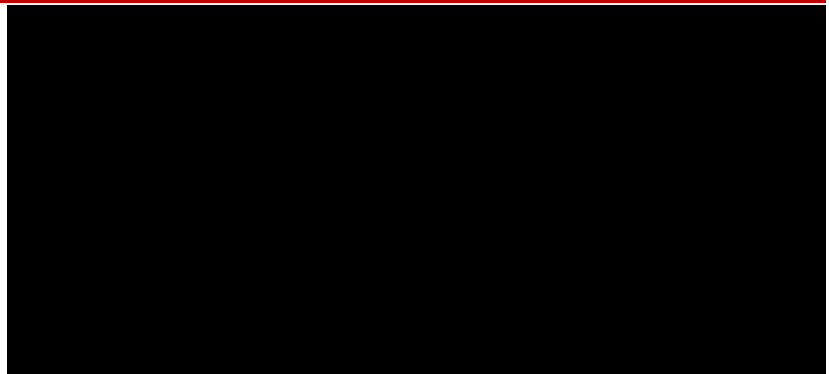
来源：齐鲁证券研究所

- 非 PVC 软袋输液市场容量在不断扩大。一方面，中国住院人数每年仍在不断增长，而住院病人是大输液的主要消费者，消费人数增加促使市场不断的扩容；另一方面新医改方案要求到 2011 年三项医药保险制度覆盖率要达到 90%。在 2009 年完成 2.9 万所乡镇卫生院建设的基础上，再支持改扩建 5000 所中心乡镇卫生院。同时三年内新建、改造 2400 所城市社区卫生服务中心建设。医疗机构的不断增多和诊断量的不断上升都为大输液市场扩容带来了机会。

图表 14: 非 PVC 软袋输液市场容量及预测


来源：齐鲁证券研究所

- 非 PVC 软袋输液无需空气回路，避免二次污染，同时和 PVC 软袋材料相比，其不含有危害人体的物质，更安全；

图表 15: 不同包装大输液产品对比


来源：齐鲁证券研究所

公司快速发展的关键因素

- 市场定位清晰。公司自创立之日起就定位于高端输液生产，引进了非 PVC 软袋大输液生产及相关配套设备，并按照 FDA 的 GMP 标准设计建造厂房，使公司生产技术和质量走在国内前列。
- 市场竞争力强。目前国内拥有非 PVC 软袋输液生产能力的企业有 1000 家，公司近三年的市场占有率维持在 5% 左右，具备良好市场竞争力。

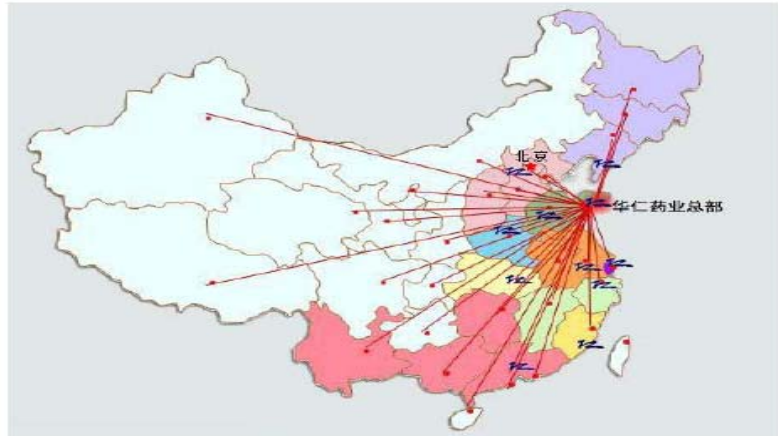
图表 16: 不同公司非 PVC 软袋输液销售市场占比



来源: 齐鲁证券研究所

- 差异化营销模式。公司结合自己产品, 对普通输液、治疗性输液和营养性输液采用差异化竞争的营销策略, 强调品牌、价格、渠道和服务的差异化, 并通过差异性竞争策略通过客户服务和临床推广进行有效延伸。
- 销售队伍将不断壮大。2009 年公司销售人员有 174 人, 占比为 14.11%; 未来公司计划在 10 年销售中心数目达到 10 个, 办事处增加到 16, 销售人数达到 20%, 营销力度不断加大。

图表 17: 公司销售覆盖区域



来源: 齐鲁证券研究所

技术核心: 双管双阀软包装引领高端市场

技术和价格优势

- 和其他包装相比, 公司开发的双管双阀可以做到加药口和输注口彻底分开, 减少二次污染机会, 是未来高端大输液发展的趋势之一;
- 软包装不用形成空气回路就可以达到输液目的, 从而减少了空气可能带

来的二次污染；

- 双管双阀为公司赢得了价格和招标优势。根据《国家发改委关于公布国家基本药物零售指导价格的通知》中规定“软袋双阀，软袋双阀双层无菌包装”的药品在我委重新调整价格签，暂按原定价格执行，因此产品具备明显的价格优势；

静脉药物配送中心建设推动双管双阀产品的推广应用

- 静脉配液中心的建立就是为了提高治疗安全性。静脉药物调配是从分散在各个病区病房转为具有洁净条件的配液中心集中进行管理调配，以改变我国医院内静脉输液加药混合调配混乱、安全性不高和操作容易污染等风险；
- 双管双阀技术适合静脉药物配送中心的发展要求，不仅能提高用药安全，同时也降低了配液操作中的污染风险；

募投项目分析：扩大规模，控制成本

- 募投之后，公司产能将由目前的 1 亿袋产能增加到 1.55 亿袋，将有效解决目前产能不足的问题，推动公司业绩快速增长。
- 非 PVC 输液包装膜材项目的完成将减少减少公司对国外市场的依存性。目前膜材占公司生产成本的 20%，国外产品价格较高，价格波动风险很难控制。项目实施后可是单袋成本降低 30%，在提高公司产品毛利率的同时也极大的提升公司市场竞争力。
- SPC 组合盖项目是公司全资子公司华仁塑胶项目，募投后公司具备年产 8000 万套新型连接口盖管（SPC）的生产能力，可配套 40000 万袋非 PVC 软袋大输液。

图表 18：公司募集资金投向

| 序号 | 项目名称 | 投资总额 | 募集资金投资计划 | 与现有业务的关系 |
|----|------------------|--------|----------|--|
| 1 | 非 PVC 软包装大输液三期项目 | 22,153 | T ~ T+18 | 拟增加非 PVC 软袋输液 5,500 万袋（基础性输液 5,000 万袋、血液滤过置换液 500 万袋）的生产能力，其中基础性输液 5,000 万袋、血液滤过置换液 500 万袋；我们推测投产后两者收入分别达到 2.2 亿元和 1.5 亿元。 |
| 2 | SPC 组合盖项目 | 6,203 | T ~ T+12 | 项目建成后拟增加输液软袋配套用连接口管盖 2.2 亿套。达产后，可满足 1.1 亿袋非 PVC 软袋输液生产所需，完全配套公司自产非 PVC 软袋输液产能。 |
| 3 | 非 PVC 输液包装膜材项目 | 5,255 | T ~ T+18 | 建成后拟增加非 PVC 输液软袋用膜材 1,000 吨。达产后，可满足 1.55 亿袋非 PVC 软袋输液生产所需。 |

来源：齐鲁证券研究所

募投后血液滤过置换液将成公司利润新增长点

- 我国约有 10 万尿毒症患者，且每年以 10%速度增长。从用药上来说，每位患者每周需要治疗一次，每次最低用量为 20 升， $10*20*365//12=1.04$ 亿升，置换袋每袋 2 升，则需求约为 5000 万袋。
- 目前仅有上海长征富民金山、成都青山利康以及华仁三家公司取得了血液置换液的药品注册批件，而医院使用的置换液都是自配，因此存在质量参差不齐的问题，规模化生产已迫在眉睫；
- 2008 年和 2009 年公司分别销售置换液 1.5 和 7.2 万袋，如果公司三期项目按时达产，公司将具备每年 500 万袋的规模，初步测算其销售收入可达 1.5 亿元，是公司未来收入另一增长点。

风险提示

产品领域相对单一的风险

- 公司几乎所有主导产品都集中在非 PVC 软袋普通输液产品上，2007 年、2008 年和 2009 年非 PVC 普通输液收入占公司同期营业收入的比例分别为 88.81%、88.09%和 91.57%，产品领域过于单一。

药品价格下降的风险

- 公司主要产品均为医保目录产品，因此随着医改的进行以及未来新版《药价管理办法》的出台，公司产品有继续降价的风险。

盈利预测和说明

假设前提

- 目前大输液行业处在一个快速扩张期，假定公司未来行业仍然保持较快速度增长，但市场竞争更为激烈，增速将逐步放缓；
- 公司产品价格受国家政策和行业影响保持相对平稳，价格下降幅度不会太大；
- 公司产品成本随着募投项目的实施而得到更好的控制，从而抵消部分价格下降因素影响，产品毛利率基本维持稳定；
- 假定 2010 年营业费用率和管理费用率均保持 10 年上半年水平；
- 公司税率保持前两年水平不变；
- 随着销售规模的不断扩大，营业费用率呈下降趋势；

图表 19: 期间费用预测



来源: 齐鲁证券研究所

图表 20: 公司产品收入预测表



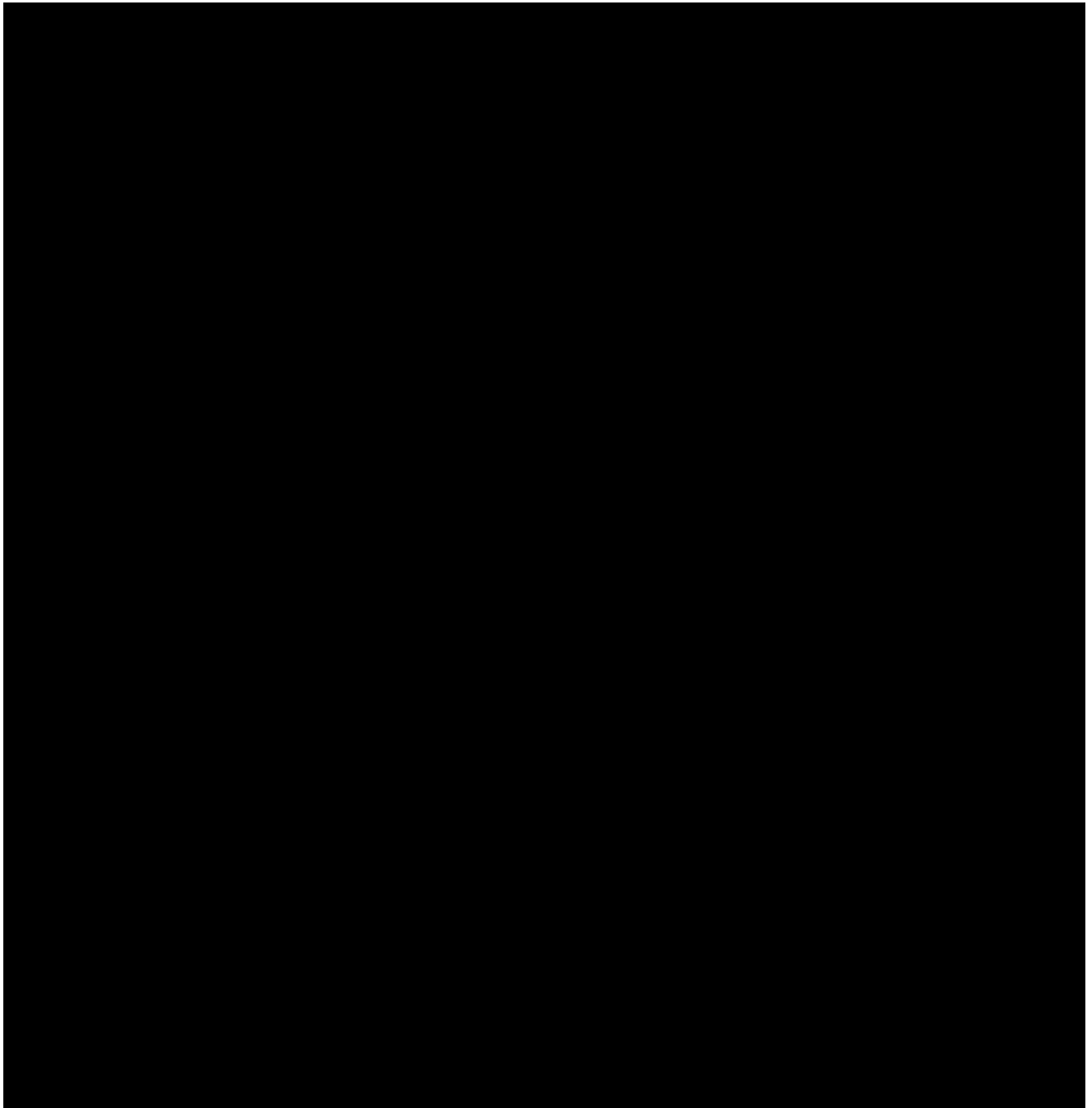
来源: 齐鲁证券研究所

附录 1 历史推荐和目标定价

| | 日期 | 评级 | 市价 | 目标价 |
|---|------------|----|-------|---------------|
| 1 | ****_**_** | XX | **.** | **.** ~ **.** |
| 2 | ****_**_** | XX | **.** | **.** ~ **.** |
| 3 | ****_**_** | XX | **.** | **.** ~ **.** |

来源：齐鲁证券研究所

附录 2: 财务预测简表



来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6 - 12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6 - 12 个月内波动幅度在-5%--+5%

减持：预期未来 6 - 12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明:

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

上海
联系人:王莉本
电话:021-58303470
手机:13641659577
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双
鸽大厦 19 楼

深圳
联系人:李霖
电话:0755-23819303
手机:15816898448
传真:0755-82717806
邮编:518048
地址:深圳市福田区深南大道
4011 号港中旅大厦 6 楼

北京
联系人:张哲
电话:021-58206173
手机:18621368050
传真:021-58318543
邮编:200122
地址:上海市浦电路 438 号双鸽
大厦 19 楼

济南
联系人:韩丽萍
电话:0531-81283786
手机:15806668226
传真:0531-81283791
邮编:250010
地址:山东济南经十路 17703
号华特广场 B501