

化工
Chemistry

2010年8月25日

市场数据	2010年8月25日
发行价格(元)	13.99
总股本(万股)	16000
发行量(万股)	5360
发行日期	2010.8.11
发行方式	网下配售+网上定价发行
主承销商	广发证券
第一大股东	华仁世纪集团有限公司

发行前财务数据

每股净资产(元)	2.18
净资产收益率(%)	23.42
资产负债率(%)	59.64

王昕 杨杰(协助)

+86 755 83025935

yangjie@jyzq.cn

执业证书编号

王昕: S0370209020074

杨杰: S0370109090685

华仁药业(300110)

——非PVC软袋大输液龙头企业，规模经济和产业链优势将大幅增强

赢利预测	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	289	390	536	738
营业收入增长率(%)	39.0%	35.2%	37.4%	37.7%
净利润(百万元)	61	102	142	212
净利润增长率(%)	30.9%	68.3%	38.4%	49.9%
EPS(元)	0.23	0.38	0.53	0.79
PE	61.5	36.5	26.4	17.6

资料来源: 金元证券研究所

● **公司发展起点高、产品规格齐全，是国内非PVC软袋输液领先企业。**公司具有按美国GMP标准建造、国内最大的非PVC软袋输液单体工厂；是国内唯一覆盖50-3000毫升全部规格非PVC软袋输液、双室袋和无菌包装输液品种的输液生产企业。作为我国非PVC软袋输液行业的领先企业，公司目前非PVC软袋输液产能1亿袋，市场占有率7%左右。

● **非PVC软袋输液需求增速20%以上。**我国人口老龄化、城镇化的加速，以及新农合、国家基本药物目录制度和医改政策的实施，将推动大输液需求的稳步增长。目前我国新型包装（软袋、塑瓶）在大输液包装中的占比不到50%，远低于欧美90%的水平。从技术角度看，非PVC软袋输液具有质量轻、不产生空气回路、避免二次污染等特点，明显优于玻瓶、塑瓶和PVC软袋等产品。综合考虑大输液需求的稳步增长以及非PVC软袋输液对玻瓶的替代效应，我们认为未来3年内国内非PVC软袋输液需求增速至少在20%以上。

● **柔性生产能力和成本控制能力突出。**公司同一生产线可生产多个品种、规格产品，柔性生产可提高公司产能利用率、降低生产成本。公司通过自产SPC组合盖，降低了26%的单袋成本。内膜占单袋成本的20%以上，预计未来自产内膜将部分降低生产成本。

● **募投项目提高规模经济、完善产业链。**公司拟募集资金投入非PVC软包装大输液三期项目（基础性输液5000万袋、血液滤过置换液500万袋）、SPC组合盖项目（2.2亿套）、非PVC输液包装膜材项目（100吨）。项目实施后，公司非PVC软包装产能将大幅提高55%，规模经济将逐步显现；SPC组合盖和内膜将实现自给，打通产业链上游可大幅降低企业生产成本、提高盈利性。

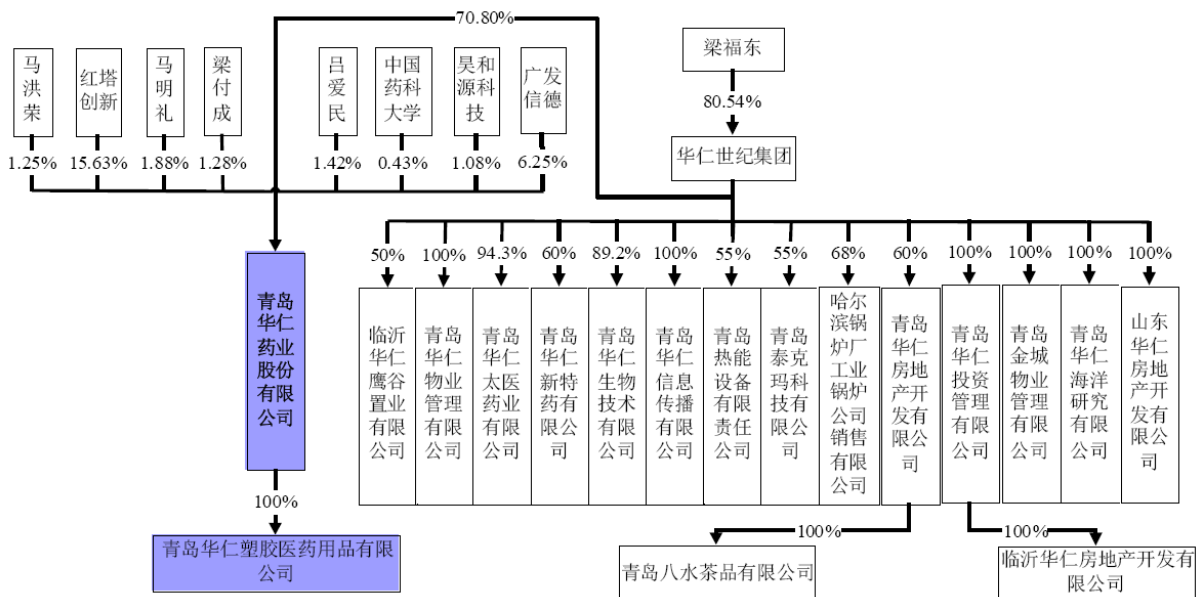
- 估值。我们测算 10-12 年 EPS 分别为 0.38/0.53/0.79 元。目前医药行业 PE 为 32.08 倍，与公司业务类似的科伦药业 10 年 PE 为 40.26 倍。我们认为非 PVC 软包装大输液未来需求增长明确，市场和技术风险低于一般制药企业。公司柔性生产和成本控制能力强、产业链不断完善、产品线不断拓宽，未来有望保持较快增长。我们给予公司 10 年 40 倍 PE 估值，合理价值为 15.2 元。
- 风险。药品降价风险、市场集中风险。

图表 1 发行前后公司股权结构变化

股东名称	发行前		发行后	
	数量 (万股)	比例 (%)	数量 (万股)	比例 (%)
华仁世纪集团	11327	70.8	11327	53.03
红塔创新 (SS)	2500	15.63	2500	10.42
广发信德	1000	6.25	1000	4.68
中国药科大学 (SS)	68.09	0.43	68.09	0.25
昊和源科技	173	1.08	173	0.81
其他四位个人投资者	932	5.82	932	4.36
全国社保基金			288	1.35
公众投资者			5360	25.09
社会投资者			5360	25
合计	16000	100	21360	100

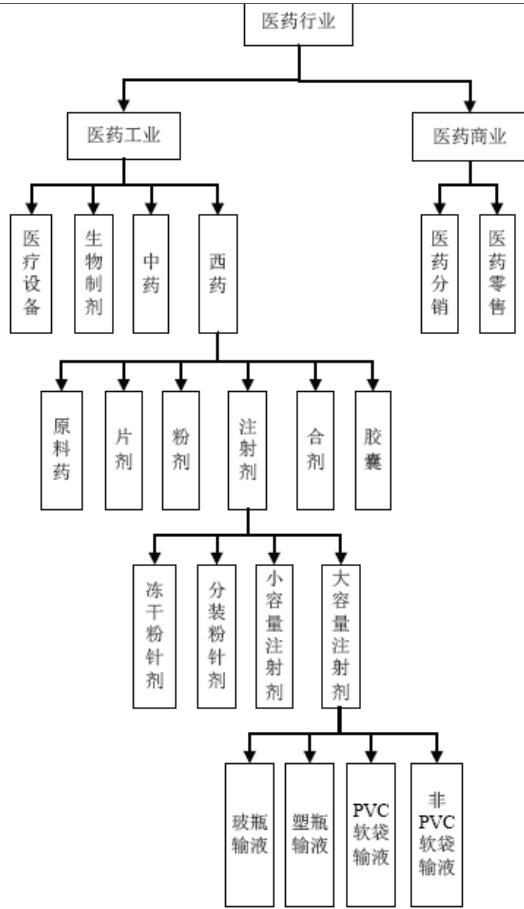
资料来源：公司招股书

图表 2 公司股权结构图



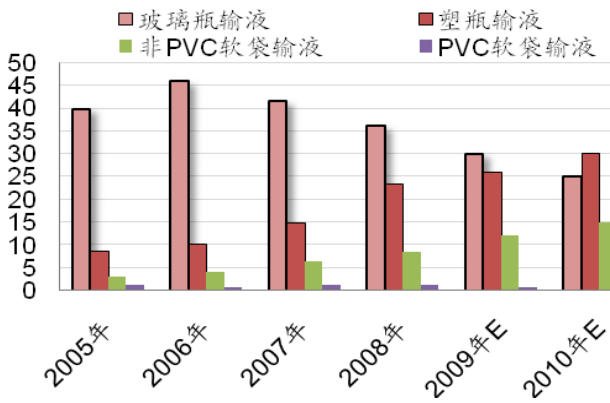
资料来源：公司招股书

图表3 大输液产业链图



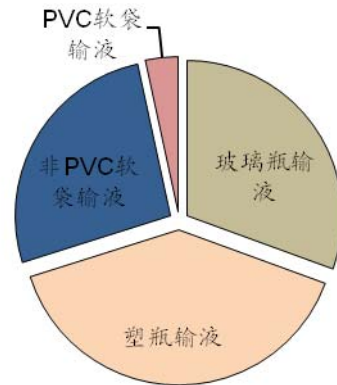
资料来源：公司招股书

图表4 塑瓶和非PVC软袋不断替代玻璃瓶



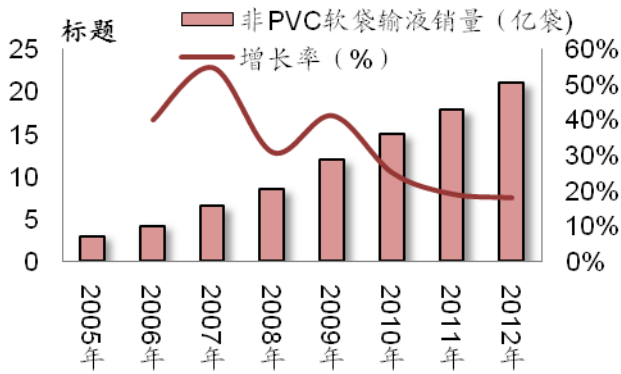
资料来源：公司招股书

图表5 非PVC软袋输液销售额居第三位



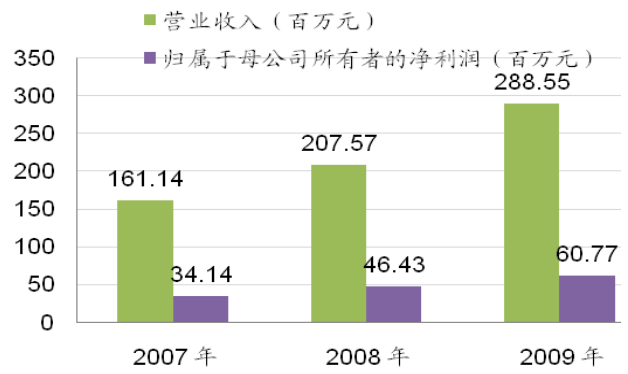
资料来源：公司招股书

图表7 非PVC软袋输液市场仍将较快增长



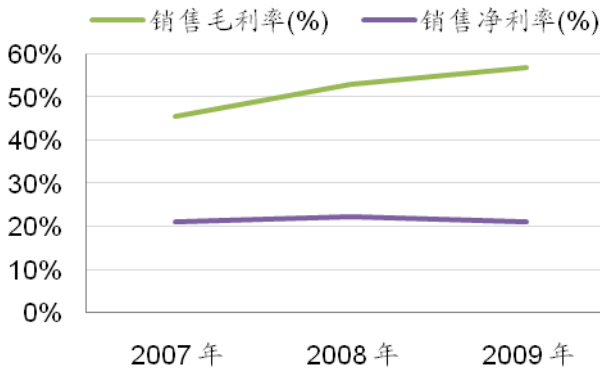
资料来源：公司招股书

图表8 公司业绩快速增长



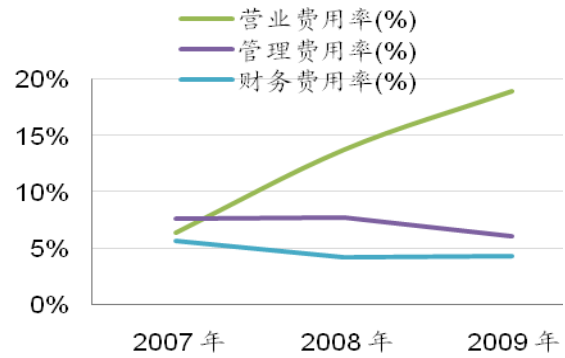
资料来源：公司招股书

图表9 公司近年来盈利能力处于较高水平



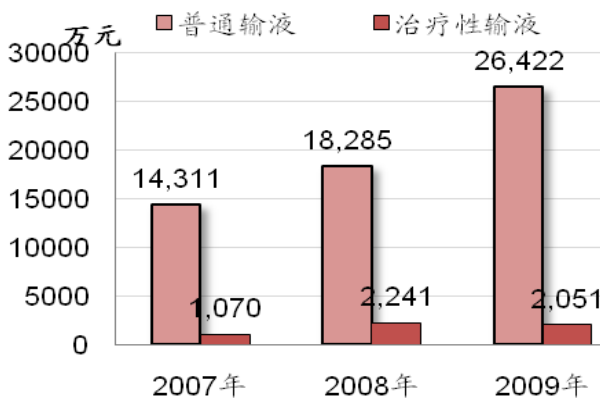
数据来源：wind 金元证券研究所

图表10 公司销售网络拓展导致营业费用率明显上升



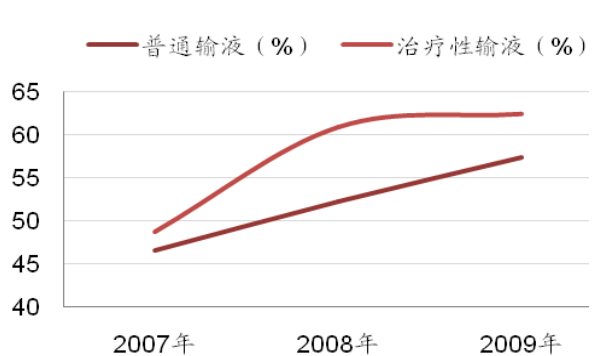
数据来源：wind 金元证券研究所

图表11 公司普通输液收入快速上涨



数据来源：wind 金元证券研究所

图表12 公司生产成本降低推动产品毛利率提升



资料来源：公司招股书

图表 14 公司募投项目

项目名称	项目总投资(万元)	原有产能(万袋)	新增产能(万袋)	预计销售收入(万元)	预计税前利润(万元)	建设期
非 PVC 软包装大输液三期项目	22153	10000	5500	30113	7231	18个月
SPC 组合盖项目	6203	8000	22000	5377	2026	12个月
非 PVC 输液包装膜材项目	5255		1000吨	7520	1867	18个月
其他与主营业务相关的营运资金	XXX					

资料来源：公司招股书

图表 15 关键假设

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
普通输液						
销量(万袋)	2,960	4,053	6,068	8,700	11,000	14,000
收入(万元)	14,311	18,285	26,422	37,410	46,200	57,400
成本(万元)	7,638	8,732	11,249	16,086	20,790	25,256
毛利率(%)	46.63%	52.24%	57.43%	57.00%	55.00%	56.00%
治疗性输液						
销量(万袋)	264	267	339	200	1,000	2,000
收入(万元)	1,070	2,241	2,051	1,210	7,000	16,000
成本(万元)	549	876	770	387	2,240	4,800
毛利率(%)	48.71%	60.92%	62.46%	68.00%	68.00%	70.00%

资料来源：金元证券

图表 15 公司利润表预测

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	289	390	536	738
营业成本	124	168	229	293
营业税金及附加	2	4	5	7
销售费用	55	70	96	133
管理费用	17	28	38	50
财务费用	12	-4	-4	-1
资产减值损失	3	0	0	0
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	123	171	257
营业外收入	3	3	3	3
营业外支出	1	1	1	1
利润总额	76	125	173	259
所得税	16	22	31	47
净利润	61	102	142	212
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司净利润	61	102	142	212
EBIT	89	121	169	257
EPS (元)	0.23	0.38	0.53	0.79

资料来源: wind 金元证券研究所

金元证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来6个月内超越大盘;

中性: 行业股票指数在未来6个月内基本与大盘持平;

减持: 行业股票指数在未来6个月内明显弱于大盘。

金元证券股票投资评级标准:

买入: 股票价格在未来6个月内超越大盘15%以上;

增持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为5%~15%;

中性: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~+5%;

减持: 股票价格在未来6个月内相对大盘变动幅度为-5%~-15%。

本报告是金元证券研究所的分析师通过深入研究,对公司的投资价值做出的评判,谨代表金元证券研究所的观点,投资者需根据情况自行判断,我们对投资者的投资行为不负任何责任。金元证券研究所无报告更新的义务,如果报告中的具体情况发生了变化,我们将不会另行通知。本报告版权属金元证券股份有限公司及其研究所所有。未经许可,严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by GSCO Comprehensive Research Institute and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice and GSCO is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. 2010. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of GSCO.