

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号： S0500511010012

联系人：

陈国栋

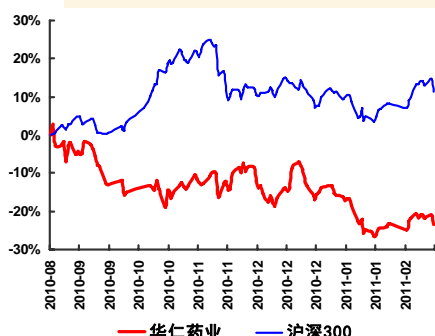
Tel: 021-68634510-8721

Mail: cgd2854@xcsc.com

基础数据：

收盘价： 16.65 元
 流通 A 股市值： 9.20 亿元
 总市值： 36.65 亿元
 沪深 300 指数： 3179.40

一年内股价与大盘走势：



公司于2011年2月21日取得国家食品药品监督管理局已核准签发的甘氨酸冲洗液及腹膜透析液(乳酸盐)两个品种11个规格的药品注册批件。

投资要点：

- 甘氨酸冲洗液用于泌尿外科腔内手术冲洗，公司将根据市场情况在今年下半年投产。甘氨酸冲洗液具有透明度好，无粘稠感，不导电等特点。此前获得生产批文的仅有双鹤药业和长征富民。泌尿外科腔内手术对患者影响小，术后恢复较快，应用范围不断拓宽。甘氨酸冲洗液领域竞争对手少，凭借自身销售渠道，有望迅速打开市场，挤占该领域市场份额。
- 腹膜透析液（乳酸盐）适用于因非透析治疗无效而需要连续不断卧床腹膜透析治疗的慢性肾功能衰竭患者，预计将在今年 4 月投入生产。目前竞争对手有上海长征富民、广州百特、双鹤药业等企业。目前有效治疗方法只有换肾和血液净化。近年来尿毒症患者人数以 10%速度增长，由于肾脏来源有限，透析治疗成为主要治疗手段。我国进行透析治疗的尿毒症患者比例远低于发达国家，未来潜力巨大。透析治疗主要包括常规血液透析、血液滤过和腹膜透析。相对于血液透析，腹膜透析不需要特殊仪器，对患者身体条件限制少，可由患者或家属自行操作，不需要接受动静脉内瘘手术，具有极大便利性，且价格相对低廉。公司在此之前已有血液滤过置换液产品，腹膜透析液的获批丰富该治疗领域产品线，并可利用原有的销售渠道迅速开拓市场。

投资建议：

此次甘氨酸冲洗液和腹膜透析液两个产品获批，将进一步完善公司产品结构。公司现有主导产品双管双阀非 PVC 软袋属于大输液中的高端产品，未来会受益于大输液包材结构升级。我们预计华仁药业 2010 年、2011 年、2012 年每股收益分别为 0.34、0.49、0.74 元。目前估值充分反应公司基本面，我们继续给予华仁药业“增持”评级。

风险因素：大输液包材升级进程低于预期

盈利预测

| | 2008A | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入（百万元） | 207.57 | 288.55 | 348.18 | 423.60 | 486.46 |
| 增长率 | 28.81% | 39.01% | 20.67% | 21.66% | 14.84% |
| 净利润（百万元） | 46.43 | 60.77 | 71.64 | 105.46 | 157.09 |
| 增长率 | 22.37% | 30.89% | 17.89% | 47.21% | 48.96% |
| 摊薄后每股收益（元） | 0.22 | 0.28 | 0.34 | 0.49 | 0.74 |

三张表预测

资产负债表

单位:百万元

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 流动资产 | 272 | 874 | 1013 | 1190 |
| 现金 | 28 | 663 | 707 | 881 |
| 应收账款 | 132 | 116 | 186 | 193 |
| 其他应收款 | 8 | 5 | 8 | 8 |
| 预付账款 | 44 | 51 | 65 | 58 |
| 存货 | 48 | 25 | 31 | 33 |
| 其他流动资产 | 12 | 14 | 17 | 17 |
| 非流动资产 | 364 | 341 | 318 | 296 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 340 | 320 | 299 | 277 |
| 无形资产 | 17 | 17 | 17 | 17 |
| 其他非流动资产 | 7 | 4 | 3 | 2 |
| 资产总计 | 636 | 1215 | 1332 | 1486 |
| 流动负债 | 262 | 57 | 69 | 65 |
| 短期借款 | 190 | 0 | 0 | 0 |
| 应付账款 | 19 | 37 | 44 | 41 |
| 其他流动负债 | 53 | 21 | 25 | 25 |
| 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 | 117 | 129 | 125 |
| 少数股东权益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 股本 | 160 | 214 | 214 | 214 |
| 资本公积 | 22 | 681 | 681 | 681 |
| 留存收益 | 132 | 203 | 309 | 466 |
| 归属母公司股东权益 | 314 | 1098 | 1203 | 1360 |
| 负债和股东权益 | 636 | 1215 | 1332 | 1486 |

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 | 143 | 36 | 164 |
| 净利润 | 61 | 72 | 105 | 157 |
| 折旧摊销 | 19 | 23 | 23 | 23 |
| 财务费用 | 12 | 10 | -7 | -10 |
| 投资损失 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 营运资金变动 | -56 | 39 | -89 | -7 |
| 其他经营现金流 | 2 | -0 | 5 | 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 | 348 | 424 | 486 |
| 营业成本 | 124 | 159 | 191 | 176 |
| 营业税金及附加 | 2 | 3 | 4 | 5 |
| 营业费用 | 55 | 62 | 75 | 86 |
| 管理费用 | 17 | 28 | 34 | 40 |
| 财务费用 | 12 | 10 | -7 | -10 |
| 资产减值损失 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 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 | 84 | 125 | 187 |
| 营业外收入 | 3 | 2 | 2 | 2 |
| 营业外支出 | 1 | 0 | 0 | 1 |
| 利润总额 | 76 | 86 | 127 | 189 |
| 所得税 | 16 | 15 | 22 | 32 |
| 净利润 | 61 | 72 | 105 | 157 |
| 少数股东损益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 归属母公司净利润 | 61 | 72 | 105 | 157 |
| EBITDA | 107 | 117 | 141 | 201 |
| EPS (元) | 0.38 | 0.34 | 0.49 | 0.74 |

主要财务比率

| 会计年度 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 39.0% | 20.7% | 21.7% | 14.8% |
| 营业利润 | 37.7% | 12.8% | 48.3% | 49.8% |
| 归属于母公司净利润 | 30.9% | 17.9% | 47.2% | 49.0% |
| 获利能力 | | | | |
| 毛利率(%) | 57.1% | 54.2% | 54.9% | 63.7% |
| 净利率(%) | 21.1% | 20.6% | 24.9% | 32.3% |
| ROE(%) | 19.4% | 6.5% | 8.8% | 11.5% |
| ROIC(%) | 12.5% | 15.9% | 17.6% | 27.4% |
| 偿债能力 | | | | |
| 资产负债率(%) | 50.6% | 9.7% | 9.7% | 8.4% |
| 净负债比率(%) | 83.86% | 51.08% | 46.63% | 47.94% |
| 流动比率 | 1.04 | 15.21 | 14.76 | 18.26 |
| 速动比率 | 0.85 | 14.78 | 14.30 | 17.75 |
| 营运能力 | | | | |
| 总资产周转率 | 0.50 | 0.38 | 0.33 | 0.35 |

| | | | | | | | | | |
|----------------|-----|------|----|-----|-----------------|------|------|------|------|
| 资本支出 | 97 | 0 | 0 | 0 | 应收账款周转率 | 2 | 3 | 3 | 2 |
| 长期投资 | 0 | 0 | 0 | 0 | 应付账款周转率 | 6.07 | 5.70 | 4.74 | 4.17 |
| 其他投资现金流 | 1 | 0 | 0 | 0 | 每股指标 (元) | | | | |
| 筹资活动现金流 | 37 | 492 | 7 | 10 | 每股收益(最新摊薄) | 0.28 | 0.34 | 0.49 | 0.74 |
| 短期借款 | 21 | -190 | 0 | 0 | 每股经营现金流(最新摊薄) | 0.18 | 0.67 | 0.17 | 0.77 |
| 长期借款 | -20 | 0 | 0 | 0 | 每股净资产(最新摊薄) | 1.47 | 5.14 | 5.63 | 6.37 |
| 普通股增加 | 10 | 54 | 0 | 0 | | | | | |
| 资本公积增加 | 22 | 659 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他筹资现金流 | 4 | -30 | 7 | 10 | | | | | |
| 现金净增加额 | -21 | 636 | 44 | 174 | | | | | |

重要财务指标

单位:百万元

| 主要财务指标 | 2009 | 2010E | 2011E | 2012E |
|----------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入 | 289 | 348 | 424 | 486 |
| 收入同比(%) | 39% | 21% | 22% | 15% |
| 归属母公司净利润 | 61 | 72 | 105 | 157 |
| 净利润同比(%) | 31% | 18% | 47% | 49% |
| 毛利率(%) | 57.1% | 54.2% | 54.9% | 63.7% |
| ROE(%) | 19.4% | 6.5% | 8.8% | 11.5% |

分析师说明:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。