

人福医药 (600079.SH)

布洛芬软胶囊在美国获批, 制剂出口新突破

核心观点:

- 制剂出口进入第二阶段, 盈利能力有望快速提升

公司于2010年启动制剂出口业务, 选择以软胶囊作为突破口, 在武汉光谷投建了大规模的软胶囊生产基地。公司从2012年起逐步承接CMO订单, 2015年产能利用率即达到100%, 但盈利能力一般。布洛芬软胶囊是公司获得的首个FDA批准的软胶囊产品, 自有产品的盈利能力远远高于CMO业务。我们认为, 公司制剂出口进入第二阶段, 会以连续的自有产品获批上市、盈利能力快速提升为特征。

- 布洛芬软胶囊美国市场大、竞品少, 预计今年贡献部分净利润

2015年布洛芬软胶囊美国市场规模约2亿美金, 主要生产厂商包括PFIZER、MARKSANS、AMNEAL等, 由于工艺水平比较难, 美国市场尚以原研药厂辉瑞的产品为主, 预计市场份额在65%左右。我们预计布洛芬软胶囊今年有望贡献部分净利润, 未来利润空间有望达到3000万/年。软胶囊是公司最先布局的领域, 我们预计今年仍将有多数软胶囊产品获批。

- Epic Pharma 已于5月底实现并表, 大大加速公司国际化进程

2015年Epic Pharma实现收入约1.18亿美金, 净利润5763万美金, 盈利能力强, 在美国市场具备一定影响力。公司全现金并购Epic, 预计在扣除财务费用等将增厚约4000万美金净利润, 已于5月底实现并表。

- 公司多项业务纷纷步入收获阶段, 给予“买入”评级。

经过过去五年的高强度投入, 公司商业业务、医疗服务、新品研发都已经进入收获期, 今明两年是公司业绩快速增长的拐点阶段。我们维持16-18年每股收益预测0.72元、0.95元、1.18元, 同比长41%、32%、26%, 对应预测市盈率分别为22倍、17倍、14倍, 给予“买入”评级。

- 风险提示

核心产品招标降价; 海外业务扩展不利。

盈利预测:

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	7,051.63	10,053.98	12,847.66	16,385.54	20,346.99
增长率(%)	17.33%	42.58%	27.79%	27.54%	24.18%
EBITDA(百万元)	1,142.12	1,398.04	1,800.70	2,333.98	2,866.74
净利润(百万元)	451.77	653.82	923.74	1,216.32	1,514.47
增长率(%)	8.14%	44.72%	41.28%	31.67%	24.51%
EPS(元/股)	0.854	0.508	0.718	0.946	1.178
市盈率(P/E)	30.02	43.78	22.22	16.87	13.55
市净率(P/B)	2.88	3.64	2.33	2.05	1.78
EV/EBITDA	14.02	21.46	11.65	8.94	7.16

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

15.96元

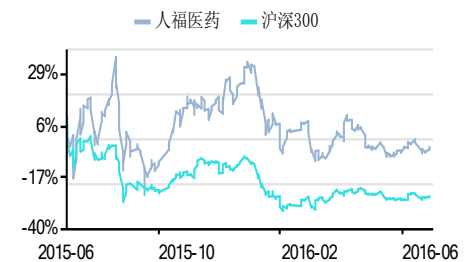
前次评级

买入

报告日期

2016-06-27

相对市场表现



分析师: 张其立 S0260515030001



0755-82771936



zql5@gf.com.cn

相关研究:

- 人福医药: 从一枝独秀到百花齐放的医药细分市场领导者 2014-03-31
- 人福医药: 纳布啡如期获批, 麻药龙头地位持续稳固 2013-12-06
- 人福医药: 2013年三季度报点评 2013-11-03

联系人: 冯鹏 0755-88285832

fengpeng@gf.com.cn

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
流动资产	6312	9324	10171	12250	14621
货币资金	1480	2411	2500	2500	2500
应收及预付	3581	5190	5692	7260	9015
存货	1251	1722	1979	2490	3106
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	5827	8827	8922	9382	9874
长期股权投资	581	1135	1135	1135	1135
固定资产	2434	4075	4527	5123	5696
在建工程	783	576	584	484	438
无形资产	1669	2265	2227	2191	2156
其他长期资产	360	776	449	449	449
资产总计	12139	18151	19093	21632	24495
流动负债	4601	7102	6831	7783	8670
短期借款	2172	2003	1405	1279	957
应付及预收	2283	3329	3927	5003	6213
其他流动负债	146	1770	1500	1500	1500
非流动负债	1839	1868	1876	1876	1876
长期借款	439	951	951	951	951
应付债券	1199	600	600	600	600
其他非流动负债	200	317	324	324	324
负债合计	6439	8970	8707	9658	10545
股本	529	1286	1286	1286	1286
资本公积	2033	3872	3872	3872	3872
留存收益	2154	2711	3635	4851	6366
归属母公司股东权	4716	7870	8794	10010	11524
少数股东权益	1005	1301	1583	1954	2416
负债和股东权益	12160	18141	19083	21622	24485

现金流量表

单位: 百万元

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
经营活动现金流	503	311	1335	935	1209
净利润	636	853	1205	1587	1976
折旧摊销	171	262	349	413	482
营运资金变动	-481	-914	-198	-1002	-1161
其它	177	110	-21	-64	-88
投资活动现金流	-1056	-2193	-334	-731	-814
资本支出	-895	-828	-476	-873	-974
投资变动	-268	-1370	142	142	160
其他	107	5	0	0	0
筹资活动现金流	723	2645	-912	-204	-394
银行借款	3377	3859	-598	-125	-323
债券融资	-2615	-4081	-224	0	0
股权融资	161	2573	0	0	0
其他	-200	294	-90	-78	-72
现金净增加额	169	764	89	0	0
期初现金余额	1206	1480	2411	2500	2500
期末现金余额	1375	2244	2500	2500	2500

主要财务比率

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力(%)					
营业收入增长	17.3	42.6	27.8	27.5	24.2
营业利润增长	6.9	23.8	53.9	31.7	24.5
归属母公司净利润增长	8.1	44.7	41.3	31.7	24.5
获利能力(%)					
毛利率	41.3	36.3	36.3	36.3	36.3
净利率	9.0	8.5	9.4	9.7	9.7
ROE	9.6	8.3	10.5	12.2	13.1
ROIC	10.2	10.1	12.5	14.3	15.4
偿债能力					
资产负债率(%)	53.0	49.4	45.6	44.7	43.1
净负债比率	0.4	0.1	-	-	-
流动比率	1.37	1.31	1.49	1.57	1.69
速动比率	1.03	1.01	1.11	1.16	1.22
营运能力					
总资产周转率	0.65	0.66	0.69	0.80	0.88
应收账款周转率	3.21	3.20	3.20	3.20	3.20
存货周转率	3.83	4.30	4.13	4.19	4.17
每股指标(元)					
每股收益	0.85	0.51	0.72	0.95	1.18
每股经营现金流	0.95	0.24	1.04	0.73	0.94
每股净资产	8.92	6.12	6.84	7.78	8.96
估值比率					
P/E	30.0	43.8	22.2	16.9	13.6
P/B	2.9	3.6	2.3	2.1	1.8
EV/EBITDA	14.0	21.5	11.7	8.9	7.2

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7052	10054	12848	16386	20347
营业成本	4138	6400	8178	10430	12952
营业税金及附加	52	63	80	102	127
销售费用	1265	1609	2056	2605	3235
管理费用	626	847	1082	1327	1648
财务费用	180	242	79	68	62
资产减值损失	33	52	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	37	142	142	142	160
营业利润	795	984	1515	1994	2483
营业外收入	44	107	0	0	0
营业外支出	17	19	0	0	0
利润总额	821	1072	1515	1994	2483
所得税	186	219	309	407	507
净利润	636	853	1205	1587	1976
少数股东损益	184	199	282	371	462
归属母公司净利润	452	654	924	1216	1514
EBITDA	1142	1398	1801	2334	2867
EPS(元)	0.85	0.51	0.72	0.95	1.18

广发医药行业研究小组

- 张其立：首席分析师，清华大学化学工程硕士，2012年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：研究助理，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
冯 鹏：研究助理，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘10%以上。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来12个月内，股价表现强于大盘15%以上。
谨慎增持：预期未来12个月内，股价表现强于大盘5%-15%。
持有：预期未来12个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来12个月内，股价表现弱于大盘5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳市福田区福华一路6号免税商务大厦17楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。