

人福医药 (600079.SH)

OXYCONTIN 专利挑战有望取得进展

| | |
|-------------|------------|
| 公司评级 | 买入 |
| 当前价格 | 17.94 元 |
| 合理价值 | 25.00 元 |
| 前次评级 | 买入 |
| 报告日期 | 2016-07-27 |

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 (600079.SH): 布洛芬软胶囊在美国获批, 制剂出口新突破 2016-06-27
- 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

联系人: **冯鹏** 0755-88285832
fengpeng@gf.com.cn

核心观点:

- OXYCONTIN 为全美应用最广泛的镇痛药物之一, 销售额 25 亿美金**
OXYCONTIN 中文名奥施康定, 是羟考酮的缓释片, 主要用于持续的中、重度疼痛而需要 24 小时止痛的患者。OXYCONTIN 在 1995 年上市, 半衰期 12 小时, 可以每天早晚 8 点服用, 而普通剂型半衰期 3~4 小时, 每天需口服 6 次, 因此缓释剂型提高了患者的依从性, 享有专利权, 因此最高销售额在 2004 年接近 20 亿美金, 但 04 年 Teva 的仿制药上市, 普渡制药虚假营销和该药滥用被曝光, 销售额大幅下降。2010 年普渡制药上市了防滥用新版本, 受到了 FDA 的欢迎, 2014 年实现销售额约 25 亿美金。

- Epic 等四家企业挑战 OXYCONTIN 专利, 今年有望取得进展**

Teva、Epic、Amneal 和 Mylan 共同挑战 OXYCONTIN 防滥用专利, 目前进展到联邦巡回法院, 在 2016 年 2 月的判决中, 联邦巡回法院判决 Purdue 公司“799 专利”、“800 专利”、“072 专利”以及“383 专利”无效, Epic 等公司无罪。

- 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, 在美国市场具有一定影响力。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, OXYCONTIN 专利有望为公司贡献业绩弹性。我们维持 16-18 年每股收益预测 0.72 元、0.95 元、1.18 元, 同比增长 41%、32%、25%, 对应预测市盈率分别为 25 倍、19 倍、15 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 | 24.98 | 18.97 | 15.23 |
| 市净率 (P/B) | 2.88 | 3.64 | 2.62 | 2.30 | 2.00 |
| EV/EBITDA | 14.02 | 21.46 | 13.07 | 10.03 | 8.05 |

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

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 | 25.0 | 19.0 | 15.2 |
| P/B | 2.9 | 3.6 | 2.6 | 2.3 | 2.0 |
| EV/EBITDA | 14.0 | 21.5 | 13.1 | 10.0 | 8.1 |

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 | gyf@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。