

承接 Ansell 两性业务, 避孕套业务跃居全球第二

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟与 CITIC Capital 收购 Ansell 全球两性健康业务: 1) 国内: 以 2 亿美元收购武汉杰士邦 90% 股权, 公司出资 1.2 亿美元收购 54% 股权, CITIC Capital 出资 0.8 亿美元收购 36% 股权; 2) 国外: 公司同意全资子公司人福新加坡与 CITIC Capital 合资设立 RFSW Management, 合计以 4 亿美元收购 Ansell 下属全球 (除中国外) 两性健康业务全部 6 家子公司 100% 股权。其中公司出资不超过 1.2 亿美元, 占合资公司 60% 股权。
- **Ansell 安全套业务全球第二, 公司铺开医药健康业务全球战略。** 武汉杰士邦为 Ansell 国内安全套平台, 加上海外 6 家子公司, 公司将拥有 Ansell 的全球两性健康业务。Ansell 是全球隔绝性卫生防护用品领先企业, 在安全套领域, 全球排名第二 (数据来源: AC 尼尔森)。Ansell 目前在全球 55 个国家运营 30 多个品牌, 包括 LIFESTYLES、JISSBON、SKYN、ZERO、MANIX 等多个安全套品牌。海外 6 家公司对应的重组业务和资产在 2016 年实现收入合计约 1.16 亿美元, 模拟 EBITDA 为 2741 万美元, 模拟净利润为 1919 万美元, 交易对价对应 2016 年实现净利润的估值为 14.6 倍。国内杰士邦 2016 年实现营收 6590 万美元, 净利润 1207 万美元, 交易对价对应 2016 年实现净利润的倍数的估值为 16.5 倍。与全球从事包括安全套在内的两性健康业务的可比公司平均 19.2 倍估值, 以及最近 2010 年杜蕾斯可比交易的 18.3 倍相比, 本次收购的交易价格相对合理。假设 2017 年底前完成并表, 标的业绩 10-20% 增速, 我们预计 2018 年新增收入并表 13-14 亿元, 扣除资金成本后将新增并表净利润 5000-6000 万元。国际化为公司重要战略, 在收购 Epic 后, 本次收购将使公司成为全球两性健康业务的知名企业。公司公告在此基础上, 公司将择机启动相关资产的海外上市工作, 着力打造人福医药的海外资本平台, 我们认为公司医药健康业务全球战略已经起航, 未来想象空间巨大。
- **创新研发+国际化, 中长期增长动力十足。** 创新方面: 公司一直保持较高的研发投入强度, 2016 年公司研发费用达 5 亿元, 同比增长 24.4%。目前已形成 200 多个在研项目, 其中 1 类新药项目 21 个, 其中 10 个已获临床批件, 1 个处于 III 期临床, 2 个 II 期临床。在国际化方面: 公司 2016 年新并购美国 Epic Pharma 及附属企业, 加上此次收购的 Ansell 全球两性业务, 公司海外业务预计到 2018 年将达 20-30 亿元, 已发展成国内国际化代表企业。目前公司在美国在研产品超过 80 个, 其中有 12 个正待 ANDA 批准。我们认为高强度的公司创新研发投入和国际化不断推进, 公司中长期增长动力十足。
- **盈利预测与投资建议。** 不考虑增发, 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 0.83 元、1.03 元、1.27 元, 未来三年归母净利润有望将保持 25% 的复合增长率, 参考同类公司, 给予 2017 年 30 倍估值, 对应目标价 25 元, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 产品销售或低于预期, 海外布局进展或低于预期。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入 (百万元)	12330.95	15348.49	18764.84	22628.02
增长率	22.65%	24.47%	22.26%	20.59%
归属母公司净利润 (百万元)	832.40	1064.00	1327.81	1630.40
增长率	27.31%	27.82%	24.79%	22.79%
每股收益 EPS (元)	0.65	0.83	1.03	1.27
净资产收益率 ROE	9.01%	11.73%	12.97%	13.98%
PE	33	25	20	17
PB	2.26	2.30	2.04	1.79

数据来源: Wind, 西南证券

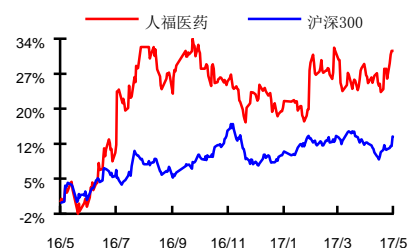
西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513070001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 陈铁林
执业证号: S1250516100001
电话: 023-67909731
邮箱: ctl@swsc.com.cn

联系人: 陈进
电话: 021-68416017
邮箱: cj@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	12.86
流通 A 股(亿股)	10.58
52 周内股价区间(元)	15.72-21.49
总市值(亿元)	271.10
总资产(亿元)	276.86
每股净资产(元)	7.97

相关研究

1. 人福医药 (600079): 医保目录+制剂出口, 快速增长态势有望延续 (2017-04-17)
2. 人福医药 (600079): 募资降负债, 助多点发展 (2016-09-07)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	12330.95	15348.49	18764.84	22628.02	净利润	1080.15	1380.68	1723.00	2115.64
营业成本	7794.69	9805.11	12009.02	14491.61	折旧与摊销	433.26	745.12	745.12	745.12
营业税金及附加	100.26	113.11	139.54	170.38	财务费用	330.17	422.41	386.79	349.23
销售费用	1855.52	2148.79	2627.08	3167.92	资产减值损失	55.07	56.00	58.00	60.00
管理费用	1185.73	1381.36	1688.84	2036.52	经营营运资本变动	-225.15	-510.88	-605.31	-680.81
财务费用	330.17	422.41	386.79	349.23	其他	-1147.01	-256.88	-257.90	-259.90
资产减值损失	55.07	56.00	58.00	60.00	经营活动现金流净额	526.48	1836.45	2049.70	2329.28
投资收益	239.12	200.00	200.00	200.00	资本支出	-4037.43	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1616.08	200.00	200.00	200.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-5653.52	200.00	200.00	200.00
营业利润	1248.63	1621.71	2055.59	2552.36	短期借款	1224.71	-1026.69	-1311.99	-889.16
其他非经营损益	116.56	123.32	122.09	121.58	长期借款	2040.12	0.00	0.00	0.00
利润总额	1365.19	1745.03	2177.68	2673.94	股权融资	36.00	0.00	0.00	0.00
所得税	285.04	364.35	454.68	558.30	支付股利	-128.60	-163.73	-209.29	-261.18
净利润	1080.15	1380.68	1723.00	2115.64	其他	2653.98	-2520.29	-386.79	-349.23
少数股东损益	247.74	316.67	395.19	485.25	筹资活动现金流净额	5826.20	-3710.71	-1908.06	-1499.56
归属母公司股东净利润	832.40	1064.00	1327.81	1630.40	现金流量净额	661.90	-1674.25	341.64	1029.72
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	3209.10	1534.85	1876.48	2906.21	成长能力				
应收和预付款项	6199.91	7802.09	9550.54	11487.24	销售收入增长率	22.65%	24.47%	22.26%	20.59%
存货	2196.99	2766.67	3390.12	4092.42	营业利润增长率	26.87%	29.88%	26.75%	24.17%
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00	净利润增长率	26.60%	27.82%	24.79%	22.79%
长期股权投资	1341.74	1341.74	1341.74	1341.74	EBITDA 增长率	35.23%	38.63%	14.28%	14.41%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	获利能力				
固定资产和在建工程	5166.55	4615.59	4064.63	3513.67	毛利率	36.79%	36.12%	36.00%	35.96%
无形资产和开发支出	6336.72	6148.39	5960.06	5771.73	三费率	27.34%	25.75%	25.06%	24.54%
其他非流动资产	1976.52	1970.69	1964.86	1959.03	净利率	8.76%	9.00%	9.18%	9.35%
资产总计	26427.54	26180.03	28148.43	31072.03	ROE	9.01%	11.73%	12.97%	13.98%
短期借款	3227.83	2201.15	889.16	0.00	ROA	4.09%	5.27%	6.12%	6.81%
应付和预收款项	3157.63	4041.79	4957.85	5957.96	ROIC	10.35%	11.03%	13.05%	15.23%
长期借款	2991.49	2991.49	2991.49	2991.49	EBITDA/销售收入	16.32%	18.17%	16.99%	16.12%
其他负债	5068.08	5177.77	6028.39	6986.58	营运能力				
负债合计	14445.03	14412.20	14866.89	15936.03	总资产周转率	0.55	0.58	0.69	0.76
股本	1286.05	1286.05	1286.05	1286.05	固定资产周转率	2.86	3.47	4.85	6.82
资本公积	3908.38	3908.38	3908.38	3908.38	应收账款周转率	2.96	3.01	2.98	2.96
留存收益	3415.15	4315.42	5433.94	6803.16	存货周转率	3.96	3.94	3.89	3.87
归属母公司股东权益	10041.20	9509.85	10628.37	11997.59	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	106.24%	—	—	—
少数股东权益	1941.30	2257.98	2653.17	3138.41	资本结构				
股东权益合计	11982.50	11767.83	13281.54	15136.01	资产负债率	54.66%	55.05%	52.82%	51.29%
负债和股东权益合计	26427.54	26180.03	28148.43	31072.03	带息债务/总负债	49.95%	42.94%	32.80%	25.02%
					流动比率	1.15	1.21	1.41	1.60
					速动比率	0.94	0.93	1.09	1.25
					股利支付率	15.45%	15.39%	15.76%	16.02%
业绩和估值指标					每股指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	2012.06	2789.24	3187.50	3646.71	每股收益	0.65	0.83	1.03	1.27
PE	32.57	25.48	20.42	16.63	每股净资产	9.32	9.15	10.33	11.77
PB	2.26	2.30	2.04	1.79	每股经营现金	0.41	1.43	1.59	1.81
PS	2.20	1.77	1.44	1.20	每股股利	0.10	0.13	0.16	0.20
EV/EBITDA	14.84	10.70	8.84	7.20					
股息率	0.47%	0.60%	0.77%	0.96%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，本公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	徐也	机构销售	010-57758595	18612694479	xye@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	010-57758566	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn