

人福医药 (600079.SH)

拟 3.52 亿美金出售中原瑞德 80% 股权

核心观点:

- **公司公告拟 3.52 亿美金出售中原瑞德 80% 股权, 逐步退出血制品业务**
公司公告称, 公司与 CSL BEHRING ASIA PACIFIC LTD. (中文名称为“杰特贝林(亚太区)有限公司”) 签署《股权购买协议》, 以约 35,180 万美元将持有的全资子公司武汉中原瑞德生物制品有限责任公司 80% 股权转让给杰特贝林(亚太区)有限公司。本次交易完成后, 公司将持有中原瑞德 20% 的股权。此次出售目的为人福医药择机退出部分竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域, 同时有望为公司带来 21 亿元左右的投资收益。
- **中原瑞德是公司血制品领域的优质资产, 但是规模比较小, 在行业竞争优势不明显**

公司公告称, 中原瑞德是专业从事血液制品的研发、生产与销售的高新技术企业, 公司持有其 100% 的股权。近年来中原瑞德主要通过新建浆站提高采浆量、提升产品收率、推进产品研发等途径不断提高企业经营规模和行业地位, 但依靠内生增长实现规模效应受到诸多限制, 追赶行业领先企业仍面临诸多挑战。

- **收购价格高于行业平均水平, 剩余 20% 股权满足绩效条件时退出**

公司公告称, 本次收购价格相对于中原瑞德 2016 年净利润为 45.26 倍, 2017 年 4 月 30 日的净资产 PB 为 12.86 倍, 同期血制品行业收购, 贵州中泰生物 PB 为 6.76 倍, 浙江海康生物的 PB 为 3.71 倍, 同路生物的 PB 为 7.72 倍, 因此本次出售价格高于行业平均水平。此外, 剩余中原瑞德 20% 股权的估值大致介于 9,560 万美元和 1.424 亿美元之间, 在满足绩效条件的前提下, 一方若行使售股权或购股权时, 另一方必须接受。

- **盈利预测与投资评级**

公司拟在强化各细分市场领导或领先地位的同时, 择机退出部分竞争优势不明显或协同效应较弱的细分领域。本次收购尚需要股东大会通过, 暂时不考虑投资收益, 我们预计公司 17-19 年 EPS 分别为 0.84 元/1.11/1.35 元, 对应 PE 为 23/17/14 倍, 继续给予“买入”评级。

- **风险提示**

过会到批文需时间; 出售资产需要股东大会通过, 制剂出口低于预期。

盈利预测:

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	10,053.98	12,330.95	16,128.56	19,627.03	23,686.74
增长率(%)	42.58%	22.65%	30.80%	21.69%	20.68%
EBITDA(百万元)	1,398.04	1,828.01	2,646.10	3,250.76	3,808.79
净利润(百万元)	653.82	832.40	1,082.61	1,425.29	1,731.72
增长率(%)	44.72%	27.31%	30.06%	31.65%	21.50%
EPS(元/股)	0.508	0.647	0.842	1.108	1.347
市盈率(P/E)	43.78	30.82	22.61	17.17	14.13
市净率(P/B)	3.64	2.98	2.53	2.20	1.90
EV/EBITDA	21.46	16.59	11.11	8.91	7.41

数据来源: 公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

当前价格 19.03 元

前次评级 买入

报告日期 2017-06-13

相对市场表现



分析师: 罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

分析师: 冯 鹏 S0260516090002

010-59136673

fengpeng@gf.com.cn

相关研究:

人福医药(600079.SH): 拟 2017-05-31

收购 Ansell 全球两性健康业务, 打造公司海外资本平台

人福医药(600079.SH): 增 2017-05-08

发方案过会, 大股东持股比例有望上升

人福医药(600079.SH): 三 2016-10-31

季报净利润增长 41%, 看好制剂出口

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	9324	11606	12550	14763	17348
货币资金	2411	3209	2500	2500	2500
应收及预付	5190	6200	7594	9243	11169
存货	1722	2197	2456	3020	3678
其他流动资产	0	0	0	0	0
非流动资产	8827	14822	14881	15118	15297
长期股权投资	1135	1342	1342	1342	1342
固定资产	4075	4754	5216	5702	6139
在建工程	576	470	314	182	39
无形资产	2265	6395	7150	7031	6918
其他长期资产	776	1860	860	860	860
资产总计	18151	26428	27432	29881	32645
流动负债	7102	10060	7733	8333	8850
短期借款	2003	3228	1141	1000	250
应付及预收	3329	3901	4792	5833	7101
其他流动负债	1770	2931	1800	1500	1500
非流动负债	1868	4385	6311	6311	6311
长期借款	951	2991	4991	4991	4991
应付债券	600	995	995	995	995
其他非流动负债	317	398	324	324	324
负债合计	8970	14445	14044	14644	15161
股本	1286	1286	1286	1286	1286
资本公积	3872	3908	3908	3908	3908
留存收益	2711	3415	4498	5923	7655
归属母公司股东权	7870	8610	9692	11117	12849
少数股东权益	1301	1941	2264	2688	3203
负债和股东权益	18151	26428	27432	29881	32645

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	10054	12331	16129	19627	23687
营业成本	6400	7795	10023	12218	14925
营业税金及附加	63	100	103	126	152
销售费用	1609	1856	2435	2905	3435
管理费用	847	1186	1452	1727	2037
财务费用	242	330	415	432	414
资产减值损失	52	55	54	12	14
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	142	239	0	0	0
营业利润	984	1249	1646	2208	2710
营业外收入	107	148	150	150	150
营业外支出	19	32	20	20	20
利润总额	1072	1365	1776	2338	2840
所得税	219	285	371	488	593
净利润	853	1080	1405	1849	2247
少数股东损益	199	248	322	424	515
归属母公司净利润	654	832	1083	1425	1732
EBITDA	1398	1828	2646	3251	3809
EPS (元)	0.51	0.65	0.84	1.11	1.35

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	311	526	642	1489	1795
净利润	853	1080	1405	1849	2247
折旧摊销	262	433	531	599	670
营运资金变动	-914	-1129	-1581	-1184	-1331
其它	110	143	287	224	208
投资活动现金流	-2193	-5654	-499	-706	-720
资本支出	-828	-1237	-499	-706	-720
投资变动	-1370	-4483	0	0	0
其他	5	66	0	0	0
筹资活动现金流	2645	5789	-852	-783	-1075
银行借款	3859	9595	-87	-141	-750
债券融资	-4081	-3445	-438	-300	0
股权融资	2573	243	0	0	0
其他	294	-605	-327	-342	-324
现金净增加额	764	662	-709	0	0
期初现金余额	1480	2411	3209	2500	2500
期末现金余额	2244	3073	2500	2500	2500

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	42.6	22.6	30.8	21.7	20.7
营业利润增长	23.8	26.9	31.8	34.2	22.8
归属母公司净利润增长	44.7	27.3	30.1	31.7	21.5
获利能力(%)					
毛利率	36.3	36.8	37.9	37.8	37.0
净利率	8.5	8.8	8.7	9.4	9.5
ROE	8.3	9.7	11.2	12.8	13.5
ROIC	10.1	8.5	11.4	13.0	14.1
偿债能力					
资产负债率(%)	49.4	57.8	54.0	51.5	48.6
净负债比率	0.1	0.4	0.4	0.3	0.2
流动比率	1.31	1.15	1.62	1.77	1.96
速动比率	1.01	0.87	1.20	1.29	1.41
营运能力					
总资产周转率	0.66	0.55	0.60	0.68	0.76
应收账款周转率	3.20	2.96	2.96	2.96	2.96
存货周转率	4.30	3.98	4.08	4.05	4.06
每股指标(元)					
每股收益	0.51	0.65	0.84	1.11	1.35
每股经营现金流	0.24	0.41	0.50	1.16	1.40
每股净资产	6.12	6.69	7.54	8.64	9.99
估值比率					
P/E	43.8	30.8	22.6	17.2	14.1
P/B	3.6	3.0	2.5	2.2	1.9
EV/EBITDA	21.5	16.6	11.1	8.9	7.4

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：分析师，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：分析师，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。
葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017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	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31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。