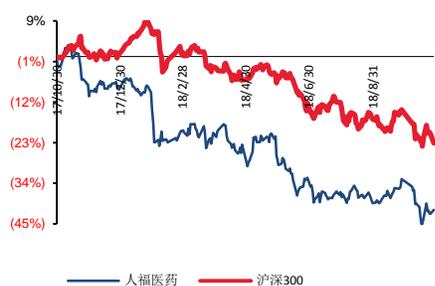


医疗保健 制药、生物科技与生命科学

中美联合打击芬太尼非法制贩，公司基本面无影响

■ 走势比较



■ 股票数据

总股本/流通(百万股)	1,354/1,286
总市值/流通(百万元)	15,405/14,635
12 个月最高/最低(元)	20.18/10.66

相关研究报告:

人福医药(600079)《麻药王者，历史拐点!》—2018/08/31

人福医药(600079)《业绩符合预期，管理+财务费用明显改善》—2018/10/31

证券分析师：杜佐远

电话：010-88695263

E-MAIL: duzy@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190517110001

联系人：苑建

电话：010-88695263

E-MAIL: yuanjian@tpyzq.com

执业资格证书编码：S1190117120042

事件：习特会后白宫发表声明，其中一项“习主席以一种精彩的人道主义姿态，同意将芬太尼指定为一种受控物质，这意味着向美国出售芬太尼的人将受到中国法律规定的最高刑罚”。我们认为本次会谈针对的是非法途径（走私）到美国的芬太尼及衍生产品，作为毒品使用；而人福等上市公司出口国外的量很少，而且出口（没有出口美国，少量出口东南亚国家）也是通过正规渠道，作为麻醉药品使用，公司基本面无受影响。

点评：

白宫声明主要针对非法/走私途径到美国做为毒品使用的芬太尼及衍生物。芬太尼为强效麻醉性镇痛药，临床用于治疗疼痛和手术镇痛，但又是“实验室毒品”中的重要成分。由于中国监管非常严格，芬太尼在国内使用非常严格，无滥用情况。由于历史原因美国对麻醉镇痛类药物需求量很大，叠加监管不是很严格，美国存在芬太尼作为毒品地下销售和使用。国内存在非法制造、贩卖和运输芬太尼毒品的地下小作坊，非法制贩芬太尼到美国，例如 18 年初邢台警方破获的河北首例跨国制贩芬太尼毒品案。**此次白宫声明主要针对非法/走私途径到美国做为毒品使用的芬太尼及衍生物，而上市公司都是正规的国内生产和销售，少量的出口也是通过正规渠道实现。国内市场麻醉药主要用于手术、ICU、癌症镇痛等，且应用科室在逐步扩大。但人均使用量相比世界其他国家仍有不少提升空间，国内市场麻醉药不存在滥用的情况。与临床常规使用无关。**

人福芬太尼是作为麻醉用药少量出口东南亚国家，没有出口美国。人福医药为国内麻醉镇痛领域龙头，其芬太尼系列产品（芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼）2017 年销售额超 20 亿元，其中出口销售收入约 500 万元，且主要出口到斯里兰卡、厄瓜多尔、菲律宾、土耳其等国家，采购方均为进口国的国家官方采购机构、当地官方认可的具有管制药品经营资质的公司或当地具有管制药品生产资质的工厂，截至目前，宜昌人福没有任何芬太尼类物质（中间体、原料或制剂）出口到美国。此外，美国《管制物质法》规定，进口管制药品明确禁止一类和二类麻精类管制药品从其他任何国家进口，药品短缺情况下例外。

18 年起试点无痛分娩逐步全国推广，人福最受益。近日国家卫健委发布《分娩镇痛试点方案（2018-2020 年）》，在具备产科和麻醉科诊

疗科目的二级及以上综合医院、妇幼保健院或妇产专科医院试点无痛分娩，以点带面并逐步在全国推广。根据《分娩镇痛技术管理规范》规定，实施椎管内分娩镇痛的基本药品包括局部麻醉药(利多卡因、罗哌卡因、布比卡因等)、阿片类药物(芬太尼、舒芬太尼等)；急救类药品(麻黄素、阿托品、去氧肾上腺素、肾上腺素、咪达唑仑、脂肪乳剂等)。芬太尼类产品受益无痛分娩全国范围推广，市场空间有望进一步提升，人福芬太尼类(芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼)管线最齐全，17年销售额超20亿元，市场份额居首位，有望成为最大受益者。

公司基本面无受影响，若出现错杀，建议买入。中美联合打击芬太尼非法制贩，我们认为公司基本面无受影响。麻药提速+归核化，19年业绩将反转，未来三年麻药提速至25%-30%增长(预计18-20年麻药权益净利润5.4/7/8.8亿元)，预计18年开始大幅剥离非医药主业+亏损资产，1-2年大幅回笼超30亿元现金降低财务费用(18Q1-Q3财务费用逐季度减少)，麻药核心业务价值体现！不考虑出售子公司带来的投资收益&可能的epic计提减值(减值预期已反应在股价)，预计18-20年净利润6亿/8.54亿/11.46亿，对应PE26/18/14倍，19年起业绩明显提速。通过分部估值法，18-20年合理估值222亿元，277亿元，327亿元，相比目前市值，2年一倍空间，建议中线投资者积极买入。

风险提示：归核化力度和进展不及预期；归核化中途放弃转向继续投资并购；新品上市不及预期；产品销售不及预期等风险。

■ **盈利预测和财务指标：**

	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	15446	19518	22879	26718
(+/-%)	25%	26%	17%	17%
净利润(百万元)	2069	599	854	1146
(+/-%)	149%	-71%	43%	34%
摊薄每股收益(元)	1.53	0.44	0.63	0.85
市盈率(PE)	7	26	18	14

资料来源：Wind，太平洋证券注：摊薄每股收益按最新总股本计算

图表：人福医药盈利预测与业绩拆分

		2015	2016	2017	2018E	2019E	2020E
宜昌人福	收入	2079	2242	2560	3179	3932	4906
	增速	15%	8%	14%	24%	24%	25%
	其中：						
	芬太尼	110	99	89	85	80	76
	yoy	-8%	-10%	-10%	-5%	-5%	-5%
	瑞芬太尼	600	669	790	972	1147	1330
	yoy	7%	12%	18%	23%	18%	16%
	舒芬太尼	1000	1008	1200	1380	1587	1825
	yoy	19%	1%	19%	15%	15%	15%
	盐酸氢吗啡酮	10	40	90	162	259	389
	yoy		300%	125%	80%	60%	50%
	盐酸纳布啡	15	52	110	253	455	706
	yoy		247%	100%	130%	80%	55%
	咪达唑仑	60	68	75	81	87	94
	yoy		13%	10%	8%	8%	8%
	阿芬太尼					20	50
	磷丙泊酚钠						50
瑞马唑仑						30	
其他	284	305	205	247	296	355	
净利润	520	549	623	810	1037	1307	
增速	7%	6%	14%	30%	28%	26%	
归属于母公司净利润	348	368	418	543	695	876	
占比	53.3%	44.2%	20.2%	90.7%	81.4%	76.4%	
Lifestyles Healthcare	收入			522	1800	2070	2381
	增速					15%	15%
	经营性净利润			36	150	180	216
	并购财务费用（税后）				-60	-60	-60
	无形资产摊销等（税后）				-47	-47	-47
	净利润			-33	44	74	110
	增速					15%	15%
归属于母公司净利润			-20	26	44	66	
Epic Pharma	收入		441	774	542	542	542
	增速				-30%	0%	0%
	净利润		155	211	21	21	21
	增速				-90%	0%	0%
归属于母公司净利润		155	211	21	21	21	
美国普克(PURACAP)	收入	200	240	263	356	427	512
	增速	184%	20%	10%	35%	20%	20%
	净利润	-60	-50	-83	0	0	0
	归属于母公司净利润	-31	-36	-60	0	0	0
葛店人福	收入	401	375	423	507	558	614
	增速	21%	-6%	13%	20%	10%	10%
	净利润	18	35	45	59	68	76
	增速	-1052%	97%	31%	30%	15%	12%
归属于母公司净利润	14	28	37	48	55	62	
新疆维药	收入	296	341	372	446	513	590
	增速	22%	15%	9%	20%	15%	15%
	净利润	37	38	39	41	43	46
	增速	17%	3%	4%	5%	5%	5%
归属于母公司净利润	26	27	28	29	31	32	
武汉人福	收入	234	297	417	750	863	992
	增速	23%	27%	40%	80%	15%	15%
	净利润	68	50	54	81	93	107
	增速	187%	-26%	7%	50%	15%	15%
归属于母公司净利润	68	50	54	81	93	107	
血制品	收入	184	204	191	0	0	0
	增速	31%	11%	-6%			

	净利润	42	66	60	0	0	0
	增速	-5%	58%	-9%			
	归属于母公司净利润	42	66	60	0	0	0
湖北人福	收入	2976	3720	4681	5523	6407	7368
	增速	45%	25%	26%	18%	16%	15%
	净利润	60	74	94	123	151	181
	增速	45%	25%	27%	30%	23%	20%
	归属于母公司净利润	60	74	94	123	151	181
巴瑞医疗	收入	852	1005	1157	1308	1438	1582
	增速	11%	18%	15%	13%	10%	10%
	净利润	191	212	231	249	269	291
	增速	14%	11%	9%	8%	8%	8%
	归属于母公司净利润	153	170	185	199	215	232
房地产	收入	0	0	0			
	增速						
	净利润						
	增速						
	归属于母公司净利润						
投资收益		142	239	1945	53	53	53
	1) 成本法核算的长期股权投资收益	0	0	0	0	0	0
	2) 权益法核算的长期股权投资收益	107	56	35	35	35	35
	其中: 美国普克(PURACAP)	—	—	—	—	—	—
	3) 处置长期股权投资产生的投资收益	23	157	1617	0	0	0
	4) 当代国际花园项目投资收益	0	0	0	0	0	0
	5) 可供出售金融资产等取得的投资收益	11	13	18	18	18	18
	6) 丧失控制权后, 剩余股权按公允价值重新计量产生的损益		-5	274	0	0	0
	7) 其他	0	18	1	0	0	0
	贡献母公司净利润	133	193	1467	48	48	48
其他(母公司费用和其他子公司等)	收入	2833	3466	4086	5108	6129	7232
	增速	96%	22%	18%	25%	20%	18%
	净利润	-154	-242	-391	-446	-416	-386
	少数股东权益	55	71	64	74	84	94
	归属于母公司净利润	-209	-313	-455	-520	-500	-480
	增速	12%	10%	46%	14%	-4%	-4%
合计	收入	10054	12331	15446	19518	22879	26718
	增速	43%	23%	25%	26%	17%	17%
	净利润	853	1080	2318	1036	1394	1805
	少数股东权益	199	248	250	437	540	660
	归属于母公司净利润	654	832	2069	599	854	1146
	增速	45%	27%	149%	-71%	43%	34%
	EPS	0.48	0.61	1.53	0.44	0.63	0.85
其中: 医药业务归属于母公司净利润		680	747	1006	1070	1305	1577
	增速	20%	10%	35%	6%	22%	21%
	EPS	0.50	0.55	0.74	0.79	0.96	1.17
	增速	20%	10%	35%	6%	22%	21%
	合理估值				222	277	327

资料来源: 公司公告, 太平洋证券研究院

注: 盈利预测暂不考虑剥离资产的投资收益和Epic可能的资产减值。

投资评级说明

1、行业评级

看好：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；

中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；

看淡：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

2、公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；

增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；

持有：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；

减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

销售团队

职务	姓名	手机	邮箱
销售负责	王方群	13810908467	wangfq@tpyzq.com
华北销售	王均丽	13910596682	wangjl@tpyzq.com
华北销售	李英文	18910735258	liyew@tpyzq.com
华北销售	成小勇	18519233712	chengxy@tpyzq.com
华北销售	孟超	13581759033	mengchao@tpyzq.com
华北销售	袁进	15715268999	yuanjin@tpyzq.com
华北销售	付禹璇	18515222902	fuyx@tpyzq.com
华东销售	陈辉弥	13564966111	chenhm@tpyzq.com
华东销售	洪绚	13916720672	hongxuan@tpyzq.com
华东销售	张梦莹	18605881577	zhangmy@tpyzq.com
华东销售	李洋洋	18616341722	liyongyang@tpyzq.com
华东销售	杨海萍	17717461796	yanghp@tpyzq.com
华东销售	梁金萍	15999569845	liangjp@tpyzq.com
华东销售	宋悦	13764661684	songyue@tpyzq.com
华东销售	黄小芳	15221694319	huangxf@tpyzq.com
华南销售	张茜萍	13923766888	zhangqp@tpyzq.com
华南销售	杨帆	13925264660	yangf@tpyzq.com
华南销售	查方龙	18520786811	zhaf@tpyzq.com
华南销售	胡博涵	18566223256	hubh@tpyzq.com

华南销售	陈婷婷	18566247668	chentt@tpyzq.com
华南销售	张卓粤	13554982912	zhangzy@tpyzq.com
华南销售	王佳美	18271801566	wangjm@tpyzq.com



研究院

中国北京 100044

北京市西城区北展北街九号

华远·企业号 D 座

电话： (8610) 88321761

传真： (8610) 88321566

重要声明

太平洋证券股份有限公司具有证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号 13480000。

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。负责准备本报告以及撰写本报告的所有研究分析师或工作人员在此保证，本研究报告中关于任何发行商或证券所发表的观点均如实反映分析人员的个人观点。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归太平洋证券股份有限公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。任何人使用本报告，视为同意以上声明。