



2018-12-02

公司点评报告

买入/维持

人福医药(600079)

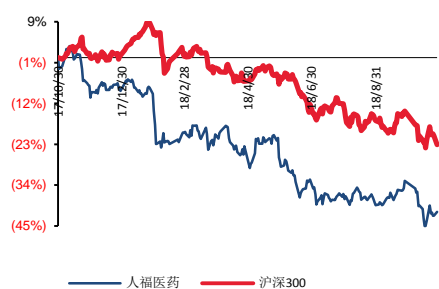
目标价: 16.42

昨收盘: 11.32

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。近日国家卫计委发布《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 | liyw@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 | liyangyang@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 | zhaf1@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。