

公司调研简报

2013 年 3 月 12 日

证券研究报告

平安医药生物

推荐 (首次)

证券分析师

励雅敏

投资咨询资格编号
S1060513010002
电话 021-22635563
邮箱 Liyamin860@pingan.com.cn

研究助理

郝淼

一般证券从业资格编号
S1060111060113
电话 0755-22625829
邮箱 haomiao562@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

人福医药 (600079)

聚焦医药，志在高远

事项：近日，我们参加了公司组织的 2012 年业绩说明会，主要观点如下。

平安观点：

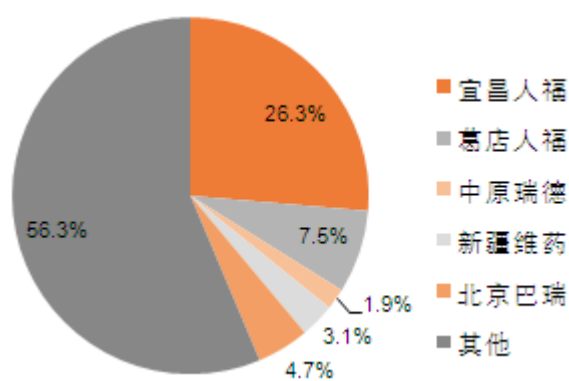
- **新品将上市，麻醉药有望继续保持较高增长。**2012 年宜昌人福实现营收 14 亿元，净利润 3.8 亿，同比增长 36%、24%，剔除少数股东权益后占归属上市公司净利润比重超 60%。其中以芬太尼系列为主的麻醉药品销售超过 10 亿元，市场占有率超过 60%，仍处于龙头地位。新产品方面，盐酸氢吗啡酮已拿到生产批件，预计今年 6 月份上市，长期来看有望替代吗啡，市场空间巨大。预计未来每年仍会有一到两个新品上市，有助宜昌人福持续保持 30% 左右的较快增长。
- **新进新疆基药，维药高增长可期。**子公司新疆维药有祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊等 20 个品种，2012 年旗下主要产品进入新疆版基药目录，产品销量显著增长，带动营收 (1.7 亿) 同比大幅增长 60%，净利 (0.18 亿) 同比增长 43%。公司将继续加大对维药的投入，我们预计 13 年新疆维药的业绩增速可能达到 30% 以上。
- **诊断业务前景看好，13 年业绩贡献或被低估。**2012 年公司收购了罗氏诊断在北京地区最大的经销商巴瑞医疗 80% 的股权，7 月底开始并表，7~12 月收入 2.5 亿，净利润 0.73 亿元。目前公司对巴瑞的整合情况良好，罗氏续签、团队稳定等风险得到化解，经营业绩甚至超过了公司原先预期。市场认为巴瑞只是个经销企业、前景一般，但我们认为新医改背景下诊断行业增长加速，近年来罗氏诊断在中国区的业务年均增速估计超过 30%，在人福入主后，巴瑞有望保持 30% 以上的增速。预计 13 年巴瑞净利有望超过 1.7 亿，将成为公司另一主要利润来源。
- **血制品业务有较大增长潜力。**全资子公司中原瑞德主要从事血液制品业务，共 6 个品种 12 个品规，目前拥有 2 个浆站，浆源增长稳定，近期又新获批赤壁浆站，考虑到血制品行业处于高景气阶段，我们预计 13 年公司血制品业务有望同比增长 40% 以上。
- **医药商业快速布局，出口业务仍需等待。**2012 年以人福湖北为主体的医药商业规模已进入湖北省内前三名，网络覆盖得到客户认可，有助于形成“工商互动”的良性格局。定位制剂出口的美国普克进展低于预期，亏损达到 1000 万美元，预计 13 年亏损额度与 12 年持平。
- **盈利预测、估值及评级。**暂不考虑增发摊薄，预计 13~15 年 EPS 分别为 1.03，1.31 和 1.68 元，对应 3 月 12 日收盘价 24.7 元的 PE 分别为 24，19 和 15 倍，估值较为合理。公司不断剥离非医药业务 (12 年剥离房地产业务贡献约 1.6 亿净利)，利于公司估值提升。我们看好公司的麻醉药龙头地位和积极布局诊断试剂、血制品、制剂出口等领域的前瞻性，首次给予推荐评级。
- **风险提示。**麻醉药降价风险，美国普克亏损超预期

一、附录

1.1 公司简介

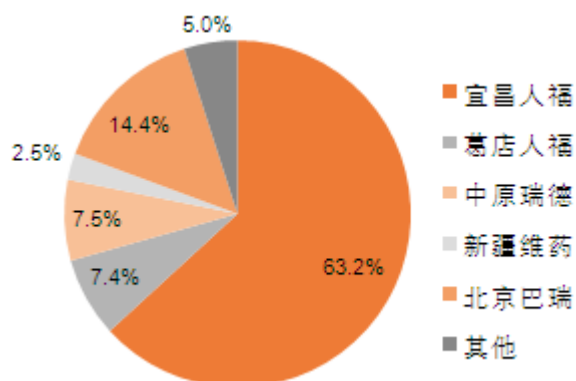
公司是综合性医药产业集团，下辖10多家医药工业企业和多家医药商业企业，是湖北省内生产能力最强、剂型最全、品种最多、资源最雄厚的医药企业。公司已在麻醉药（宜昌人福）、生育调节药（葛店人福）、维吾尔药（新疆维药）等领域建立了国内领导地位，并往血制品（中原瑞德）、诊断试剂（北京巴瑞）等多个领域拓展；打造医药区域商业龙头（人福湖北），实现工商良性互动；还积极布局国际市场（人福普克）。

图表1 2012年人福医药营收构成



资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

图表2 2012年人福医药归母净利润构成



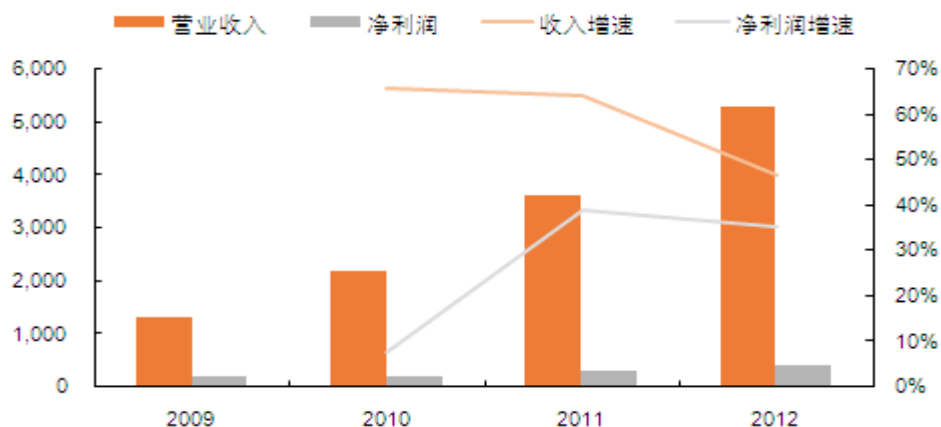
资料来源：公司公告、平安证券研究所整理

1.2 历史业绩

2009~2012年公司营收和业绩实现了连续快速增长。2012年，公司实现营业收入53.2亿元，同比增长46.8%；实现归属上市公司股东净利润4.1亿元，同比增长35.2%。

图表3 人福医药历史业绩增长情况

单位：百万元



资料来源：wind，平安证券研究所整理

资产负债表		单位:百万元			利润表		单位:百万元		
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
流动资产	4515	5539	6986	8664	营业收入	5317	6189	7796	9661
现金	938	1238	1559	1932	营业成本	3199	3652	4615	5729
应收账款	1332	1362	1715	2125	营业税金及附加	108	124	156	193
其他应收款	891	588	741	918	营业费用	836	959	1193	1459
预付账款	447	1315	1662	2063	管理费用	415	483	600	734
存货	757	913	1154	1432	财务费用	136	132	153	169
其他流动资产	149	124	156	193	资产减值损失	45	45	47	50
非流动资产	3346	2105	2053	1940	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	411	200	220	240	投资净收益	53	17	18	20
固定资产	1196	1340	1416	1314	营业利润	631	811	1050	1346
无形资产	441	465	422	509	营业外收入	86	40	25	25
其他非流动资产	1298	721	637	538	营业外支出	21	20	18	18
资产总计	7861	8065	9461	11025	利润总额	696	831	1057	1353
流动负债	3173	2910	3409	3826	所得税	133	125	159	203
短期借款	1362	1649	1983	2155	净利润	563	707	898	1150
应付账款	486	548	692	859	少数股东损益	157	196	249	319
其他流动负债	1325	713	734	811	归属母公司净利润	406	511	649	831
非流动负债	1038	377	387	397	EBITDA	857	1077	1362	1690
长期借款	367	377	387	397	EPS（元）	0.82	1.03	1.31	1.68
其他非流动负债	671	0	0	0					
负债合计	4212	3287	3796	4223	主要财务比率				
少数股东权益	627	823	1073	1392	会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E
股本	493	493	493	493	成长能力				
资本公积	1132	1132	1132	1132	营业收入	46.8%	16.4%	26.0%	23.9%
留存收益	1397	2329	2966	3784	营业利润	27.5%	28.6%	29.4%	28.3%
归属母公司股东权益	3022	3955	4592	5410	归属于母公司净利润	35.2%	25.8%	27.1%	28.1%
负债和股东权益	7861	8065	9461	11025	获利能力				
					毛利率(%)	39.8%	41.0%	40.8%	40.7%
					净利率(%)	7.6%	8.2%	8.3%	8.6%
					ROE(%)	13.4%	12.9%	14.1%	15.4%
					ROIC(%)	12.9%	12.7%	14.0%	15.2%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	53.6%	40.8%	40.1%	38.3%
					净负债比率(%)	41.53%	61.66%	62.46%	60.47%
					流动比率	1.42	1.90	2.05	2.26
					速动比率	1.18	1.59	1.71	1.89
					营运能力				
					总资产周转率	0.76	0.80	0.93	0.98
					应收账款周转率	5	4	5	5
					应付账款周转率	7.61	7.07	7.44	7.38
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.82	1.03	1.31	1.68
					每股经营现金流(最新)	0.35	-0.72	0.47	0.84
					每股净资产(最新摊薄)	6.13	8.02	9.31	10.96
					估值比率				
					P/E	30.02	23.87	18.79	14.67
					P/B	4.03	3.08	2.65	2.25
					EV/EBITDA	16	13	10	8
现金流量表					单位:百万元				
会计年度	2012A	2013E	2014E	2015E					
经营活动现金流	172	-358	231	414					
净利润	563	707	898	1150					
折旧摊销	90	134	159	175					
财务费用	136	132	153	169					
投资损失	-53	-17	-18	-20					
营运资金变动	-627	-1124	-961	-1060					
其他经营现金流	63	-189	0	0					
投资活动现金流	-706	1132	-89	-42					
资本支出	805	130	85	40					
长期投资	416	-420	0	0					
其他投资现金流	516	842	-4	-2					
筹资活动现金流	714	-475	179	1					
短期借款	290	286	335	172					
长期借款	140	10	10	10					
普通股增加	-0	0	0	0					
资本公积增加	1	0	0	0					
其他筹资现金流	283	-771	-165	-182					
现金净增加额	178	299	321	373					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2013 版权所有。保留一切权利。



平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 4 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257