

人福医药 (600079.SH) 医疗器械与用品行业

评级: 增持 维持评级

公司研究简报

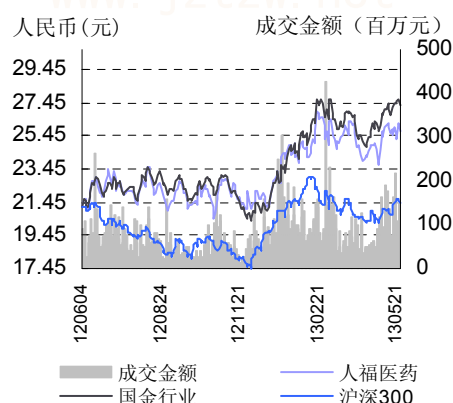
市价 (人民币): 28.17 元

打造大医药平台, 看好宜昌人福和维药;

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据 (人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	451.77
总市值(百万元)	126.86
年内股价最高最低(元)	26.98/20.44
沪深 300 指数	2602.62
上证指数	2299.25



公司基本情况 (人民币)

项 目	2011	2012	2013E	2014E	2015E
摊薄每股收益(元)	0.609	0.823	0.988	1.335	1.741
每股净资产(元)	5.37	6.13	7.04	8.27	9.89
每股经营性现金流(元)	0.19	0.35	1.28	1.13	1.48
市盈率(倍)	31.66	28.43	28.50	21.11	16.18
行业优化市盈率(倍)	29.30	31.27	40.41	40.41	40.41
净利润增长率(%)	38.75%	35.17%	20.13%	35.02%	30.43%
净资产收益率(%)	11.33%	13.43%	14.05%	16.14%	17.60%
总股本(百万股)	493.44	493.44	493.44	493.44	493.44

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- **宜昌人福: 保持稳定较快增长, 盐酸氢吗啡酮上市值得期待。**宜昌人福所处的麻醉镇痛药为管制药品, 政策壁垒高, 市场形成了寡头垄断格局, 我们预计公司凭借芬太尼系列的优势地位, 未来将保持每年 30% 左右的增长; 新产品盐酸氢吗啡酮已经上市, 目前已进入 16 家医院, 该产品是强效镇痛药的主导品种, 将有望成为 10 亿的大品种。
- **新疆维吾尔药业: 独家品种众多, 低基数高增长:** 维吾尔药业有 2 个产品祖卡木颗粒和寒喘祖帕颗粒进入新版基本药物, 祖卡木颗粒批文数量仅 5 个, 寒喘祖帕颗粒批文数量仅 4 个, 竞争格局较好。公司在新疆省外的渠道优势明显, 目前占据了 70% 左右的市场份额, 有望成为新基药放量的直接受益者。此外, 新疆维药还有复方木尼孜其颗粒、养心达瓦依米西克蜜膏两个独家品种进入全国医保。我们看好维药优势产品在人福医药平台上的放量, 预计未来仍将保持 40% 以上的复合增长率。
- **出口业务: 亏损有望收窄, 投入仍将继续。**2012 年美国普克亏损达到 1000 万美金, 收入也未达到预期。主要由于 2012 年年初美国普克收购皮肤病的专利药, 但整合不善所致。预计今年皮肤病药物将单体扭亏, 美国普克由于研发投入较大仍将出现亏损。
- **其他业务: 医药商业有望借助湖北非基药招标的机遇实现较快发展;** 葛店人福将保持 20% 左右的稳定增长; 北京巴瑞代理罗氏诊断产品, 预计将保持每年 30% 左右的较快增长; 中原瑞德赤壁新浆站获批, 老浆站采浆区域扩展, 未来 2 年成长性确定。
- **公司定增方案有望于今年 6 月获批, 募集不超过 10.25 亿元:** 大股东当代科技现在持有公司股份 16.9%, 我们预计大股东将积极参与此次定增, 提高持股比例, 展现了大股东对公司发展和股价的信心。

投资建议

- 不考虑增发摊薄和财务费用的下降, 我们预计 13-15 年 EPS 为 0.99、1.34、1.74 元, 同比增长 20%、35%、30%, 目前股价对应 13 年 PE 28 倍, 考虑到公司在麻醉药市场的龙头地位, 维持“增持”评级。

风险

- 出口业务亏损持续超出预期

燕智

联系人
(8621)60870946
yanz@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

宜昌人福：稳定较快增长，新产品是看点

- 在麻醉药物的推广方面，公司采取横向和纵向二维拓展的思路。纵向是从三甲医院到县医院到乡医院，横向是指在多领域镇痛科室 ICU、妇产科、骨科等进行推广。
- 在产品方面，宜昌人福去年销售收入 14 亿元，同比增长 35.7%，其中麻醉药收入 10.8 亿元；去年净利润 3.8 亿，同比增长 23.5%。其中舒芬太尼收入约 5 亿元，瑞芬太尼收入约 4 亿元，芬太尼收入约 1-2 亿元。
- 新产品盐酸氢吗啡酮已经上市，目前已进入 16 家医院，该产品是强效镇痛药的主导品种，将有望成为 10 亿的大品种。为不与公司芬太尼系列互相竞争，公司计划从 ICU、妇产科等科室开始推广，临床推广需要一个循序渐进的过程。公司计划到年底氢吗啡酮开拓医院要达到 30-40 家。
- 在研产品方面，纳布啡完成现场核查，等待批准；阿芬太尼已经完成三期临床；一类新药磷丙泊酚进入二期临床；水溶性异丙酚已经进入二期临床，预计年内完成二期临床；乳化异氟烷申报二期。未来公司计划以每年一个新产品的速度不断丰富产品线。
- 去年净利润增速低于其销售收入增速，主要由于销售队伍扩建至 1200 多人，同时薪酬有所提升，造成销售费用提升，同事研发费用较快上涨也是原因之一。
- 宜昌人福麻醉药年复合增长率维持在 30% 左右，一季度由于二月份过春节抑制了手术需求，导致增速有所放缓。预计二季度，增速将有所恢复，并逐步回归行业正常增速。

葛店人福：保持 20% 左右稳步增长

- 米非司酮 2012 年市场份额达到 25%，仅次于紫竹药业。
- 葛店人福武汉竹溪生物科技产业园规划投资 30 亿元，总面积近 260 亩，全部项目达产后可实现年销售收入 6.5 亿元。项目建成后，竹溪将成为全国乃至全球最重要的甾体激素原料药及医药中间体的生产供应基地。

维药：持续高增长，基药品种、独家品种有潜力

- 新疆维吾尔药业 2012 年收入 1.66 亿元，同比增长 60%，净利润增长 43%。
- 维吾尔药业有 2 个产品祖卡木颗粒和寒喘祖帕颗粒进入新版基本药物，分别治疗辛凉解表和温化寒痰所致的内科疾病，其中祖卡木颗粒批文数量仅为 5 个，寒喘祖帕颗粒批文数量仅为 4 个，产品行业竞争格局较好。公司在新疆省外的渠道优势明显，目前占据了 70% 左右的市场份额，有望成为新基药放量的直接受益者。
- 此外，新疆维药还有复方木尼孜其颗粒、养心达瓦依米西克蜜膏两个独家品种进入全国医保，复方高滋斑片、护肝布祖热颗粒、玛木然止泻胶囊、玫瑰花糖膏等独家品种进入部分省市医保。
- 新疆维药独家产品丰富，将成为公司又一增长引擎，公司有王学海亲任董事长，主抓新疆以外市场的销售。我们预计新疆维药未来三年将保持 40% 的高速增长。

出口业务：今年仍将亏损，申报注册全面推进

- 2008 年 12 月人福医药与美国英士柏公司共同出资成立美国普克，专攻美国药品市场。2011 年，人福医药向美国普克增资 1508.70 美元，持股比例升至 77%，控股美国普克。
- 2012 年美国普克亏损达到 1000 万美金，收入也未达到预期。主要由于 2012 年年初，美国普克收购了一项治疗皮肤病的专利药。公司一方面，希望通过这项收购进入美国的品牌专利药市场；另一方面，希望借此平衡美国普克整体业务的亏损，实现扭亏。但这项收购在交割过程中，遇到团队整合、销售渠道等问题，导致亏损加大。今年皮肤病专利药争取实现扭亏。
- 公司为抓紧进行研发进展，投入几百万美金在新泽西投入实验室中心，目前有超过 10 个 OTC 产品在生产，有 10 多个 ANDA 在申报。每个项目的投入较大，包括绿色通道收费，海外验厂的收费等。公司计划美国普克继续加大对 ANDA 的药品开发，研发费用的投入仍将保持较高水平。
- 国内 FDA 工厂 5 月份第二条投产，第三条正在装设备，OTC 出口已经拿到一些订单。但由于没有熟练的工人，瓶颈是产能问题，公司正在加紧熟练工人的招聘。
- FDA 验厂工作方面，公司以 96 分高分通过美国权威第三方的验证，主要生产软胶囊，硬胶囊。由于 FDA 平均 18 个月认证一次，公司美国团队认为 FDA 今年来认证是大概率事件。

中原瑞德：新浆站获批，投浆量实现较快增长

- 中原瑞德 2012 年实现收入 1.01 亿元，同比增长 47%，实现净利润 3602 万元，同比增长 185%。中原瑞德经过 2011 年的整顿和梳理，在 2012 年走上正轨。
- 湖北省卫生厅已经批复公司在赤壁新建一个血浆站，将于今年年内建成，明年年初开始采浆，这将使公司血浆采集量得到提升。
- 中原瑞德目前拥有 2 个血浆站受益于现有浆站采浆区域的扩大，公司今年采浆量有望达到 80 吨。

医药商业：抓住湖北省非基药实施基于

- 目前公司的医药商业已成为湖北省第二的商业公司。今年湖北省非基本药物招标开始实施，对湖北省医药商业会是个机会。预计公司今年将有望实现加快发展。

北京巴瑞：搭乘行业龙头快车，保持较快增长

- 公司去年收购了体外诊断产品代理企业北京巴瑞，退出了房地产。
- 北京巴瑞主要从事罗氏诊断的北京区代理业务，由于罗氏是全球体外诊断行业龙头，近年来在中国区的增长平均达到 30%，我们预计巴瑞业务增速也将保持在 25%-30% 的快速增长。同时，公司还计划依托巴瑞的销售渠道，增加新的产品线，推动巴瑞加速发展。

外延式扩张：收购湖北天门成田制药

- 公司今年上半年收购了湖北天门成田制药，成田制药是一家以生产外用药为主的专业厂家，目前公司生产乳膏剂、凝胶剂、软膏剂、洗剂、散剂、栓剂、酊剂、搽剂、滴眼剂等 9 个剂型产品。生产的主要制剂品种有：复方酮康唑发用洗剂、维 A 酸乳膏、联苯苄唑乳膏、复方倍氯米松樟脑乳膏（无极膏）、阿昔洛韦软膏、复方酮康唑乳膏、曲咪新乳膏、足光散

（粉）。此次收购填补了公司外用药空缺，公司计划未来将成田制药打造为皮肤病外用药平台，与美国的皮肤科专利药实现国内国际的协同效应。

- 成田制药今年有望实现 6000 万收入，核心品种为 2013 年 2 月新获批的“百多邦”（莫匹罗星）首仿药“皮德邦”，由于产品市场导入期费用较大，利润贡献尚待明年。

增发：有望 6 月获批

- 公司于 2012 年 6 月提出定增预案，募集不超过 10.25 亿元，争取今年 6 月内获批。
- 大股东当代科技现在持有公司股份 16.9%，我们预计大股东将积极参与此次定增，提高持股比例。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商
www.jztzw.net

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
主营业务收入	2,205	3,621	5,317	6,245	7,937	9,899
增长率		64.3%	46.8%	17.4%	27.1%	24.7%
主营业务成本	-1,180	-2,135	-3,199	-3,650	-4,629	-5,758
% 销售收入	53.5%	58.9%	60.2%	58.5%	58.3%	58.2%
毛利	1,025	1,487	2,118	2,594	3,308	4,140
% 销售收入	46.5%	41.1%	39.8%	41.5%	41.7%	41.8%
营业税金及附加	-33	-66	-108	-125	-159	-198
% 销售收入	1.5%	1.8%	2.0%	2.0%	2.0%	2.0%
营业费用	-417	-577	-836	-1,062	-1,357	-1,693
% 销售收入	18.9%	15.9%	15.7%	17.0%	17.1%	17.1%
管理费用	-198	-289	-415	-500	-641	-792
% 销售收入	9.0%	8.0%	7.8%	8.0%	8.1%	8.0%
息税前利润 (EBIT)	377	556	759	908	1,152	1,458
% 销售收入	17.1%	15.3%	14.3%	14.5%	14.5%	14.7%
财务费用	-41	-78	-136	-95	-82	-77
% 销售收入	1.9%	2.1%	2.6%	1.5%	1.0%	0.8%
资产减值损失	-6	-11	-45	-19	-5	-6
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	23	28	53	21	22	35
% 税前利润	6.3%	5.5%	7.6%	2.5%	2.0%	2.4%
营业利润	353	495	631	815	1,087	1,410
营业利润率	16.0%	13.7%	11.9%	13.1%	13.7%	14.2%
营业外收支	15	10	65	30	30	30
税前利润	368	506	696	845	1,117	1,440
利润率	16.7%	14.0%	13.1%	13.5%	14.1%	14.5%
所得税	-64	-76	-133	-161	-212	-274
所得税率	17.4%	15.1%	19.0%	19.0%	19.0%	19.0%
净利润	304	429	563	684	904	1,166
少数股东损益	88	129	157	197	246	307
归属于母公司的净利润	216	300	406	488	659	859
净利率	9.8%	8.3%	7.6%	7.8%	8.3%	8.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	304	429	563	684	904	1,166
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	49	73	135	149	159	173
非经营收益	20	54	86	72	49	34
营运资金变动	-262	-462	-613	-273	-556	-646
经营活动现金净流	111	94	172	633	556	728
资本开支	-296	-560	-804	260	-79	-530
投资	43	-9	222	-1	0	0
其他	16	-22	10	21	22	35
投资活动现金净流	-237	-590	-572	280	-57	-495
股权募资	2	519	31	0	0	0
债权募资	373	652	1,010	-533	-158	117
其他	-130	-217	-329	-118	-141	-150
筹资活动现金净流	244	954	711	-651	-299	-33
现金净流量	119	458	311	262	200	200

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	466	768	938	1,200	1,400	1,600
应收款项	732	1,162	2,373	2,013	2,558	3,190
存货	632	930	757	1,100	1,395	1,735
其他流动资产	448	645	447	513	650	808
流动资产	2,278	3,506	4,515	4,826	6,003	7,334
% 总资产	53.9%	56.8%	57.4%	61.9%	67.2%	68.8%
长期投资	980	1,147	411	412	411	411
固定资产	638	1,054	1,629	2,127	2,091	2,491
% 总资产	15.1%	17.1%	20.7%	27.3%	23.4%	23.4%
无形资产	327	453	1,293	433	425	418
非流动资产	1,950	2,664	3,346	2,975	2,930	3,323
% 总资产	46.1%	43.2%	42.6%	38.1%	32.8%	31.2%
资产总计	4,228	6,170	7,861	7,800	8,933	10,657
短期借款	917	1,072	1,382	923	764	881
应付款项	845	1,144	1,197	1,372	1,743	2,169
其他流动负债	80	548	594	245	312	385
流动负债	1,842	2,764	3,173	2,540	2,819	3,434
长期贷款	34	227	367	367	367	368
其他长期负债	24	41	671	598	598	598
负债	1,901	3,031	4,212	3,505	3,784	4,401
普通股股东权益	1,952	2,651	3,022	3,471	4,079	4,879
少数股东权益	375	488	627	824	1,070	1,377
负债股东权益合计	4,228	6,170	7,861	7,800	8,933	10,657

比率分析

	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益	0.459	0.609	0.823	0.988	1.335	1.741
每股净资产	4.140	5.372	6.125	7.035	8.267	9.887
每股经营现金净流	0.236	0.191	0.349	1.282	1.127	1.475
每股股利	0.040	0.040	0.070	0.080	0.103	0.120
回报率						
净资产收益率	11.09%	11.33%	13.43%	14.05%	16.14%	17.60%
总资产收益率	5.12%	4.87%	5.16%	6.25%	7.37%	8.06%
投入资本收益率	9.51%	10.63%	10.25%	11.90%	13.56%	14.57%
增长率						
主营业务收入增长率	65.75%	64.25%	46.82%	17.44%	27.11%	24.71%
EBIT增长率	97.64%	47.28%	36.63%	19.62%	26.79%	26.59%
净利润增长率	188.55%	38.75%	35.17%	20.13%	35.02%	30.43%
总资产增长率	27.82%	45.93%	27.40%	-0.77%	14.52%	19.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	57.1	60.9	72.5	75.0	75.0	75.0
存货周转天数	180.8	133.6	96.2	110.0	110.0	110.0
应付账款周转天数	47.3	45.8	48.0	45.0	45.0	45.0
固定资产周转天数	70.7	69.6	82.1	110.1	75.8	73.7
偿债能力						
净负债/股东权益	20.82%	16.89%	38.60%	16.01%	6.40%	3.95%
EBIT利息保障倍数	9.1	7.1	5.6	9.6	14.1	18.9
资产负债率	44.95%	49.13%	53.57%	44.93%	42.36%	41.30%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	2	6	8	26
增持	0	2	5	6	16
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0	1.50	1.47	1.45	1.41

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

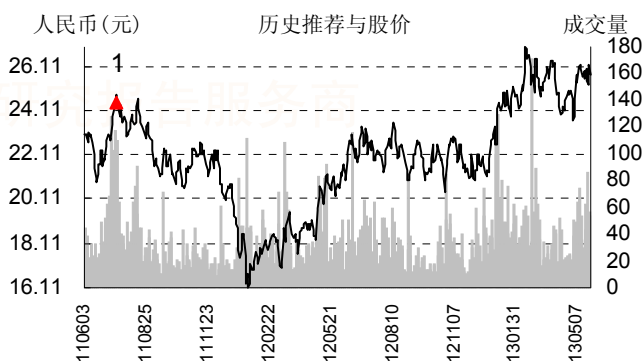
最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-07-18	增持	24.43	30.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 20%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—20%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以下。

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话: (8621)-61038271

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话: 010-6621 6979

传真: 010-6621 6793

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100053

地址: 中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话: 0755-33516015

传真: 0755-33516020

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518026

地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B

中国价值投资网 最多、最好用研究报告服务商

www.jztzw.net