



化学制剂

署名人: 余文心

S0960512080012

0755-82026922

yuwenxin@china-invs.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

6-12 个月目标价: 40.00 元

当前股价: 32 元

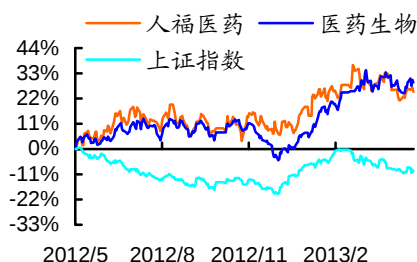
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2199.31
总股本(百万)	493
流通股本(百万)	445
流通市值(亿)	105
EPS	0.82
每股净资产(元)	6.13
资产负债率	53.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
人福医药	-9.96%	-3.70%	13.73%
医药生物	-1.71%	9.77%	18.80%
上证指数	-5.48%	-4.02%	4.65%



人福医药

600079

推荐

整体符合预期, 麻醉药快速增长, 新品种提升血制品盈利

人福医药 13 年上半年收入 28 亿, 增长 22%, 净利润 2.07 亿, 增长 3%, EPS0.42 元, 扣非后净利润 1.97 亿, 增长 23.5%, 合 EPS0.4 元, 符合我们 6 月月报中发布的业绩前瞻。

投资要点:

■ 各主业增长属于正常范围, 与去年上半年比, 公司不再有房地产业务, 新增巴瑞业务。去年非经常性部分较大主要是转让华夏学院的收益。

■ 宜昌人福收入 8.2 亿, 增长 24%, 利润 2.37 亿, EPS0.48, 增长 20% 左右。有去年同期政府补助较多的缘故。整个麻醉镇痛药收入端增长了 27.87%, 证明宜昌人福的经营情况正常。新产品二氢吗啡酮不需要招标, 目前进医院进展顺利。(该产品属于管制类药品, 独家生产, 不需要经过招标等流程, 公司已在镇痛、麻醉科室有了前期布局。后续还有纳布啡、阿芬太尼、异氟烷、磷丙泊酚钠在报, 均为国内独家或首仿, 产品梯队完善, 并可继续延续芬太尼系列的垄断优势。)

■ 葛店人福收入 2.5 亿, 利润 2547 万, EPS0.05, 属于正常范围。中原瑞德收入 8335 万, 利润 3935 万, EPS0.08, 增长 283%, 超出预期, 主要是机制理顺新品种提升毛利缘故; 巴瑞于去年下半年合并报表, 上半年收入 3 亿, 利润 7256 万, EPS0.15, 符合预期。

■ 制剂出口方面, 半年度美国普克亏损 2400 万, 对人福 51% 的权益影响约 1200 万。另有武汉普克的基地开始转固摊销, 目前对利润影响不大。上半年美国普克皮肤屏障修复剂品牌药等销售约 300 万美金, 取得突破, 同时有 40 多个产品在 FDA 申报批文。公司会坚持市场、品种为导向的制剂出口战略。

■ 总部费用: 母公司报表三项费用率加总约 7712 万, 增长 22%, 其中管理费用 3065 万, 增长 4%, 财务费用 4651 万, 增长 45%。财务费用增长的原因主要是公司融资规模扩大利息支出较大缘故, 对业绩影响较大。

■ 我们预测 13-14 年 EPS0.88、1.27, 增发摊薄后约 EPS0.80、1.17 元, 推荐评级。(摊薄前, 宜昌人福 30% 增长贡献 5 亿利润, 合 EPS0.68, 生物制品增长较快约 7200 万, 合 EPS0.15 元, 巴瑞贡献利润 1.29 亿, 合 EPS0.26 元。母公司费用 1.2 亿, 影响 0.24 元, 制剂出口影响 0.1 元。)

■ 风险提示: 制剂出口慢于预期。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	5317	6931	11296	13088
收入同比(%)	47%	30%	63%	16%
归属母公司净利润	406	452	649	839
净利润同比(%)	35%	11%	43%	29%
毛利率(%)	39.8%	37.7%	37.1%	38.6%
ROE(%)	13.4%	12.9%	15.6%	16.8%
每股收益(元)	0.79	0.88	1.26	1.63
P/E	40.62	36.45	25.42	19.65
P/B	5.46	4.71	3.98	3.31
EV/EBITDA	20	20	14	11

资料来源: 中投证券研究所

附表 1 已上市新药情况—人福-二氢吗啡酮

二氢吗啡酮		
产品	产品一	竞争品（外资）
通用名	二氢吗啡酮	二氢吗啡酮
生产厂家	人福	蒙蒂、雅培、远藤、默克等
研究进展	已获批	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市, 暂不会进入中国
主要适应症	麻醉镇痛药	
原研药 10 年销售额		2.4 亿美元
其他	中国还未有企业上市该药, 人福独家申报。	

资料来源: 人福医药历年报表、SFDA 网站 中投证券研究所

附表 2 在研新药情况—人福-磷丙泊酚钠

在研新药一: 磷丙泊酚钠				
产品	产品一	竞争品（外资）	竞争品（国产）	竞争品（国产）
通用名	磷丙泊酚钠	丙泊酚	丙泊酚	丙泊酚
生产厂家	恩华	阿斯利康	费森尤斯	西安力邦
研究进展	II 期临床	已上市	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市	已上市	已上市
主要适应症	类似丙泊酚, 但解决了其蓄积毒性的问题。			
2010 年样本医院销售金额(万)	--	20400	8100	2700
原研药 10 年销售额	原研厂商卫材 2008 年底美国上市, 预计 11 年销售额 45 亿日元。	3.22 亿美元		
其他	中国未有企业上市, 人福和原研厂商卫材均在申报			

资料来源: 人福医药历年报表、SFDA 网站 中投证券研究所

附表 4 在研新药情况—人福-阿芬太尼

在研新药三：阿芬太尼			
产品	产品一	原研厂商	竞争品（国产）
通用名	阿芬太尼	阿芬太尼	瑞芬太尼
生产厂家	人福	akorn	人福
研究进展	临床	老药，已在欧洲等上市，但暂不会在国内上市。	已上市
上市时间/预计	2013 年		2006
主要适应症	麻醉镇痛药。		
2010 年样本医院销售金额	--	--	样本医院 4700 万，公司共销

(万)			售 2.52 亿
其他	中国还未有企业上市该药，人福独家申报。		

资料来源：人福医药历年报表、SFDA 网站 中投证券研究所

附表 5 在研新药情况—人福-纳布啡

在研新药四：纳布啡			
产品	产品一	竞争品（外资）	竞争品（国产）
通用名	纳布啡	纳布啡	吗啡
生产厂家	人福	Hospira	萌蒂
研究进展	III 期临床	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市，暂不会进入中国	已上市
主要适应症	麻醉性镇痛药，主要用于女性镇痛，如无痛分娩、人流术等，骨科也有部分应用。		麻醉性镇痛药
2010 年样本医院销售金额(万)	--	--	2450 万
其他	中国还未有企业上市该药，人福独家申报。		

资料来源：人福医药历年报表、SFDA 网站 中投证券研究所

附表 6 在研新药情况—人福-异氟烷

在研新药五：异氟烷			
产品	产品一	原研厂商	竞争品（国产）
通用名	异氟烷	异氟烷	异氟烷
生产厂家	人福	雅培	鲁南
研究进展	III 期临床，2 类新药（因改变给药途径）	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市	已上市
主要适应症	麻醉镇静剂		
2010 年样本医院销售金额(万)	--	1035 万	690
原研药 10 年销售额		--	--
其他	目前市面上有的是吸入剂，人福研发的是注射剂型，能弥补注射剂以下缺点： 1、不容易定量；2、对病人有呼吸道刺激，术后认知能力恢复时间较长；3、对医及环境有污染；4、不是方便使用。		

资料来源：人福医药历年报表、SFDA 网站 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4515	5495	8797	10053	营业收入	5317	6931	11296	13088
现金	938	300	300	300	营业成本	3199	4321	7105	8042
应收账款	1332	1736	2830	3278	营业税金及附加	108	141	229	266
其它应收款	891	1162	1894	2194	营业费用	836	1157	1816	2145
预付账款	447	1080	1776	2010	管理费用	415	631	956	1091
存货	757	1022	1680	1902	财务费用	136	135	217	280
其他	149	195	317	368	资产减值损失	45	45	45	45
非流动资产	3346	2451	2436	2361	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	411	311	311	311	投资净收益	53	127	0	0
固定资产	1196	1419	1490	1458	营业利润	631	627	927	1219
无形资产	441	441	441	441	营业外收入	86	86	86	86
其他	1298	280	194	151	营业外支出	21	21	21	21
资产总计	7861	7946	11233	12413	利润总额	696	692	992	1283
流动负债	3173	3156	5430	5341	所得税	133	83	119	154
短期借款	1362	1544	3229	2933	净利润	563	609	873	1129
应付账款	486	656	1079	1221	少数股东损益	157	156	224	290
其他	1325	955	1122	1186	归属母公司净利润	406	452	649	839
非流动负债	1038	509	649	790	EBITDA	857	859	1260	1624
长期借款	367	507	648	788	EPS (元)	0.82	0.88	1.26	1.63
其他	671	1	1	1	主要财务比率				
负债合计	4212	3665	6079	6130	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
少数股东权益	627	784	1008	1298	成长能力				
股本	493	515	515	515	营业收入	46.8%	30.3%	63.0%	15.9%
资本公积	1132	1132	1132	1132	营业利润	27.5%	-0.6%	47.9%	31.4%
留存收益	1397	1850	2498	3337	归属于母公司净利润	35.2%	11.4%	43.4%	29.4%
归属母公司股东权益	3022	3497	4146	4985	获利能力				
负债和股东权益	7861	7946	11233	12413	毛利率	39.8%	37.7%	37.1%	38.6%
现金流量表					净利率	7.6%	6.5%	5.7%	6.4%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROE	13.4%	12.9%	15.6%	16.8%
经营活动现金流	172	-1143	-1508	485	ROIC	13.2%	11.7%	12.0%	14.1%
净利润	563	609	873	1129	偿债能力				
折旧摊销	90	97	115	125	资产负债率	53.6%	46.1%	54.1%	49.4%
财务费用	136	135	217	280	净负债比率	41.53	55.99%	63.77	60.71%
投资损失	-53	-127	0	0	流动比率	1.42	1.74	1.62	1.88
营运资金变动	-627	-1818	-2804	-1086	速动比率	1.18	1.42	1.31	1.53
其它	63	-39	91	37	营运能力				
投资活动现金流	-706	927	-100	-50	总资产周转率	0.76	0.88	1.18	1.11
资本支出	805	150	100	50	应收账款周转率	5	4	5	4
长期投资	416	-103	0	0	应付账款周转率	7.61	7.57	8.19	6.99
其他	516	974	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	714	-423	1608	-435	每股收益(最新摊薄)	0.79	0.88	1.26	1.63
短期借款	290	182	1684	-296	每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	-2.22	-2.93	0.94
长期借款	140	140	140	140	每股净资产(最新摊薄)	5.87	6.79	8.05	9.67
普通股增加	0	22	0	0	估值比率				
资本公积增加	1	0	0	0	P/E	40.62	36.45	25.42	19.65
其他	283	-767	-217	-280	P/B	5.46	4.71	3.98	3.31
现金净增加额	178	-638	0	0	EV/EBITDA	20	20	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 10 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;
 余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 3 年证券行业从业经验, 负责中药研究;
 余文心, 医药行业分析师, 北京大学临床药学、澳门大学医药管理双硕士, 北大药学、经济学学士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;
 江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;
 王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434