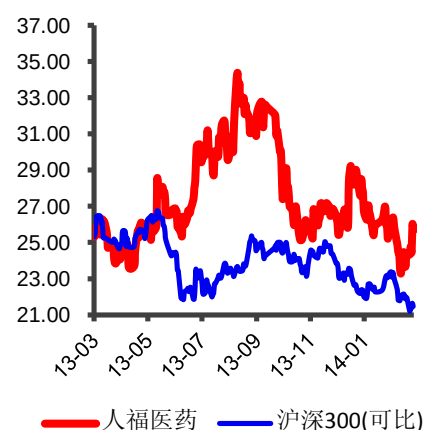


立足医药主业，多元化增长开启

人福医药（600079）
投资评级：推荐

一年来市场表现

截至 2014/3/17


市场数据

2014/3/17

A 股收盘价（元）	25.68
A 股一年内最高价（元）	34.76
A 股一年内最低价（元）	22.89
上证指数	2023.67
市净率	3.1
总股本（万股）	52,878
实际流通 A 股（万股）	46,135
限售的流通 A 股（万股）	6,743
流通 A 股市值（亿元）	118.47

分析师 张科然

执业证书号：S1490513050001

电话：010-58565075

邮箱：zhangkeran@hrsec.com.cn

联系人：黄彬

电话：010-58566865

邮箱：huangbin@hrsec.com.cn

事件：

公司公布 2013 年年报。2013 年实现业务收入 60.10 亿元，较上年同期增长 13.04%。实现归属母公司净利润 8.71 亿元，较上年同期增长 2.90%，EPS0.83 元。其中，医药主业较上年同期增长 31.82%，归属于上市公司股东的扣除非经常性损益的净利润 3.96 亿元，较上年同期增长 19.50%。

新药相继获批上市，宜昌人福有望维持 20% 以上的净利润增速

2013 年宜昌人福实现营业收入同比增长 21.71% 达到 17.05 亿元，净利润同比增长 23.56% 达到 4.73 亿元，净利润继续保持在 20% 以上。宜昌人福生产的麻醉镇痛药是公司最大的利润来源，主要产品芬太尼、瑞芬太尼和舒芬太尼市场占有率分别为 32.54%、100%、71%。过去两年间，盐酸二氢吗啡酮和盐酸纳布啡相继获批上市，两者均为公司独家首仿成功的三类新药。其中，盐酸二氢吗啡酮主要用于定位在癌症镇痛，盐酸纳布啡主要定位在妇科镇痛。此外，公司在研新品 1 类新药磷丙泊酚、2 类新药异氟烷和 3.1 新药阿芬太尼预计也将在两三年间获批上市。新产品相继获批大幅优化了宜昌人福产品线，有益于保持业绩增长的持续性，对药品降价的防御能力也将增强。我们预计芬太尼系列增速将在 30% 左右，二氢吗啡酮、纳布啡将逐渐贡献收入，每年有 1-2 个新品获批上市，宜昌人福净利润增速将继续保持在 20% 以上。

诊断试剂、血液制品、维药多元增长

巴瑞医疗主要代理罗氏产品，13 年实现净利润 1.50 亿元，同比增长 16%，大幅超过原股东承诺的 1.12 亿元。巴瑞医疗进入人福后业绩持续稳定增长，整合顺利，已成为除宜昌人福外公司最重要的盈利来源。2013 年中原瑞德新批赤壁浆站，现拥有 3 个浆站和 6 个品种的产品。通过增加采浆量和投产量以及提高产品收率中原瑞德营收和净利润连续两年保持高速增长，13 年营业收入和净利润分别同比增长 39.97% 和 42.35%。12 年新疆维药主要产品进入当地基药目录后开始放量，13 年新疆维药营业收入和净利润分别同比增长 32.32% 和 31.95%。

国际化取得突破

控股子公司美国普克全年实销售收入 678 万美元，并于年底与 Wal-Mart、CVS 两家美国大型连锁零售药店签订 OTC 产品订单。美国普克的品牌处方药 EpiCream 销量大增，营业额同比增长 215% 达到 640 万美元。国际化是公司的重大战略方向，美国普克经营上的突破有助于减轻其亏损程度。

⑤ 盈利预测与投资建议

我们预计 2014-2016 年 EPS 分别为 0.99 元、1.37 元、1.67 元，对应当前价格的市盈率分别为 26 倍、19 倍、15 倍。公司在镇痛麻醉领域市场地位稳固，诊断试剂、血液制品、维药逐渐成为重要的利润贡献点，国际业务也有望减少亏损，当前估值水平较低，给予“推荐”评级。

⑤ 风险提示

新品销售不达预期；

麻醉药降价；

国际业务亏损扩大

财务数据与估值

会计年度	2012	2013	2014E	2015E	2016E
主营收入（百万元）	5,317.1	6,010.2	7,813.3	9,766.6	12,208.2
同比增长（+/-%）	46.8%	13.0%	30.0%	25.0%	25.0%
营业利润（百万元）	631.1	743.4	942.7	1,307.2	1,598.8
同比增长（+/-%）	27.5%	17.8%	26.8%	38.7%	22.3%
净利润（百万元）	563.3	601.3	756.2	1,040.8	1,268.8
同比增长（+/-%）	31.2%	6.7%	25.8%	37.6%	21.9%
每股收益（元）	0.77	0.79	0.99	1.37	1.67
PE	33.45	32.50	25.84	18.77	15.40
PB	4.19	3.13	2.88	2.60	2.33

资料来源：wind，华融证券

资产负债表

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	4,515.0	5,313.2	6,036.7	7,548.4	9,242.6
现金	938.4	1,206.1	1,673.3	3,226.3	3,882.1
交易性投资	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
应收票据	149.4	311.3	1,093.9	593.7	856.6
应收款项	1,331.8	1,901.3	1,028.2	1,101.7	1,377.1
其他应收款	891.4	464.4	191.3	239.1	298.9
存货	756.6	910.1	939.1	1,183.8	1,487.3
其他	447.4	520.0	1,111.0	1,203.7	1,340.6
非流动资产	3,346.2	4,393.8	4,303.4	4,217.3	4,139.3
长期股权投资	411.4	570.4	570.4	570.4	570.4
固定资产	1,195.6	1,629.8	1,847.0	1,880.1	1,807.6
无形资产	440.8	579.8	582.8	585.6	588.3
其他	1,298.3	1,613.7	1,303.2	1,181.2	1,172.9
资产总计	7,861.3	9,707.0	10,340.2	11,765.7	13,381.8
流动负债	3,173.2	3,439.5	3,692.5	4,119.8	4,708.7
短期负债	1,362.2	1,194.3	0.0	0.0	0.0
应付账款	485.8	687.3	1,146.6	1,445.5	1,816.0
预收账款	128.9	100.4	745.9	646.8	618.5
其他	1,196.4	1,457.4	1,800.1	2,027.5	2,274.2
长期负债	1,038.4	1,187.2	969.4	1,144.0	1,166.9
长期借款	366.9	458.9	458.9	458.9	458.9
其他	671.5	728.3	510.6	685.1	708.0
负债合计	4,211.6	4,626.7	4,662.0	5,263.7	5,875.6
股本	493.4	528.8	528.8	528.8	528.8
资本公积金	1,132.5	2,047.2	2,047.2	2,047.2	2,047.2
留存收益	1,397.2	1,765.7	2,133.6	2,639.9	3,257.2
少数股东权益	627.3	738.1	968.8	1,286.2	1,673.2
母公司所有者权益	3,022.4	4,342.2	4,709.4	5,215.8	5,833.1
负债及权益合计	7,861.3	9,707.0	10,340.2	11,765.7	13,381.8

资料来源：wind，华融证券

现金流量表

单位：百万元

经营活动现金流	127.1	501.4	2,226.4	1,701.0	1,006.7
净利润	563.3	601.3	756.2	1,040.8	1,268.8
折旧摊销	90.0	130.6	159.1	159.3	159.4
财务费用	135.6	166.7	139.9	51.9	47.9
投资收益	-47.5	-11.3	-15.5	-15.5	-15.5
营运资金变动	-626.9	-393.3	1,117.5	435.1	-503.0
其他	12.5	7.5	69.2	29.4	48.9
投资活动现金流	-706.0	-1,369.2	-48.9	-53.7	-61.3
资本支出	-806.1	-1,133.9	-44.0	-44.0	-44.0
其他投资	100.0	-235.3	-4.9	-9.7	-17.3
筹资活动现金流	1,162.5	1,049.8	-1,710.4	-94.4	-289.6
借款变动	430.5	-75.9	-1,194.3	0.0	0.0
普通股增加	0.0	35.3	0.0	0.0	0.0
资本公积增加	1.0	914.8	0.0	0.0	0.0
股利分配	-34.5	-49.3	-157.7	-217.0	-264.6
其他	765.5	224.9	-358.4	122.6	-25.0

资料来源：wind，华融证券

利润表

单位：百万元

	2012	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,317.1	6,010.2	7,813.3	9,766.6	12,208.2
营业成本	3,198.9	3,514.9	4,586.4	5,781.8	7,263.9
营业税金及附加	107.9	43.7	54.7	68.4	85.5
营业费用	835.6	1,030.3	1,328.3	1,660.3	2,075.4
管理费用	415.4	531.7	703.2	879.0	1,098.7
财务费用	135.6	166.7	139.9	51.9	47.9
资产减值损失	45.2	-3.2	73.6	33.5	53.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资收益	52.7	17.3	15.5	15.5	15.5
营业利润	631.1	743.4	942.7	1,307.2	1,598.8
营业外收入	86.2	45.6	45.8	45.7	45.7
营业外支出	21.5	19.1	20.3	20.3	19.9
利润总额	695.8	769.9	968.2	1,332.6	1,624.6
所得税	132.5	168.7	212.0	291.8	355.8
净利润	563.3	601.3	756.2	1,040.8	1,268.8
少数股东权益	157.3	183.5	230.6	317.4	387.0
归属母公司所有者净利润	406.0	417.8	525.6	723.3	881.8
EPS（元）	0.77	0.79	0.99	1.37	1.67

资料来源：wind，华融证券

主要财务比率

单位：百万元	2012	2013	2014E	2015E	2016E
同比增长率					
营业收入	46.8%	13.0%	30.0%	25.0%	25.0%
营业利润	27.5%	17.8%	26.8%	38.7%	22.3%
净利润	31.2%	6.7%	25.8%	37.6%	21.9%
盈利能力					
毛利率	39.8%	41.5%	41.3%	40.8%	40.5%
净利率	10.6%	10.0%	9.7%	10.7%	10.4%
ROE	13.4%	9.6%	11.2%	13.9%	15.1%
ROIC	13.9%	12.6%	16.7%	18.2%	19.5%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	47.7%	45.1%	44.7%	43.9%
流动比率	1.42	1.54	1.63	1.83	1.96
速动比率	1.18	1.28	1.38	1.54	1.65
营运能力					
资产周转率	0.68	0.62	0.76	0.83	0.91
存货周转率	4.23	3.86	4.88	4.88	4.88
应收账款周转率	3.59	2.72	3.68	5.76	5.47
每股资料（元）					
每股收益	0.77	0.79	0.99	1.37	1.67
每股经营现金	0.35	0.94	4.21	3.22	1.90
每股净资产	6.13	8.21	8.91	9.86	11.03
每股股利	0.07	0.09	0.30	0.38	0.43
估值比率					
PE	33.45	32.50	25.84	18.77	15.40
PB	4.19	3.13	2.88	2.60	2.33

资料来源：wind，华融证券

投资评级定义

公司评级		行业评级	
强烈推荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 15%以上	看好	预期未来 6 个月内行业指数优于市场指数 5%以上
推 荐	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数升幅在 5%到 15%	中性	预期未来 6 个月内行业指数相对市场指数持平
中 性	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数变动在 -5%到 5%内	看淡	预期未来 6 个月内行业指数弱于市场指数 5%以上
卖 出	预期未来 6 个月内股价相对市场基准指数跌幅在 15%以上		

免责声明

张科然，在此声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿等。华融证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）已在知晓范围内按照相关法律规定履行披露义务。华融证券股份有限公司（以下简称公司）的资产管理和证券自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见和建议不一致的投资决策。本报告仅提供给公司客户有偿使用。公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。公司会授权相关媒体刊登研究报告，但相关媒体客户并不视为公司客户。本报告版权归公司所有。未获得公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制、传播，不得以任何形式侵害该报告版权及所有相关权利。本报告中的信息、建议等均仅供公司客户参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。本报告并未考虑到客户的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时可就研究报告相关问题咨询公司的投资顾问。公司市场研究部及其分析师认为本报告所载资料来源可靠，但公司对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不承担任何投资者因使用本报告而产生的任何责任。公司及其关联方可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务，敬请投资者注意可能存在的利益冲突及由此造成的对本报告客观性的影响。

华融证券股份有限公司市场研究部

地址：北京市西城区金融大街 8 号 A 座 5 层 (100033)

传真：010 - 58568159

网址：www.hrsec.com.cn