

人福医药 (600079.SH) 医疗器械与用品行业

评级：买入 首次评级

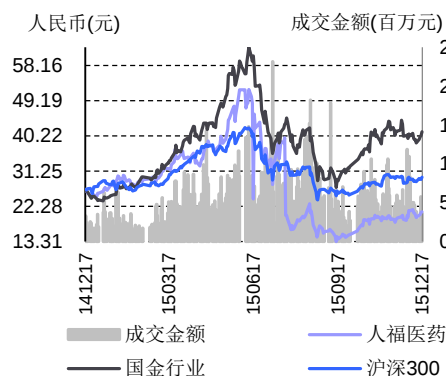
公司研究简报

市场价格 (人民币): 20.94 元
目标价格 (人民币): 30.00-30.00 元

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) 1,030.99
总市值(百万元) 26,929.87
年内股价最高最低(元) 52.00/13.31
沪深 300 指数 3755.89
上证指数 3580.00



品牌提升价值，营销改革体现增长拉

公司基本情况(人民币)

项目	2013	2014	2015E	2016E	2017E
摊薄每股收益(元)	0.790	0.854	0.442	0.644	0.903
每股净资产(元)	8.21	8.93	9.86	11.30	13.37
每股经营性现金流(元)	0.94	0.95	0.50	1.16	1.28
市盈率(倍)	35.88	30.02	45.10	30.95	22.08
行业优化市盈率(倍)	51.52	61.82	106.71	106.71	106.71
净利润增长率(%)	2.90%	8.14%	25.80%	45.74%	40.18%
净资产收益率(%)	9.62%	9.57%	10.90%	13.86%	16.43%
总股本(百万股)	528.78	528.78	1,286.05	1,286.05	1,286.05

来源: 公司年报、国金证券研究所

投资逻辑

- 人福医药集团股份有限公司成立于 1993 年, 1997 年在上海证券交易所上市。公司经过 20 余年发展, 已经成为国内麻醉行业龙头企业, 并在计生用药、血液制品、维药、诊断试剂代理等领域具有较强影响力。公司凭借深厚的产业积累, 已经开始布局国际化业务。并且凭借在湖北的影响力和政府资源, 逐步涉足医疗服务等业务。
- 公司主要业务板块中, 我们认为宜昌人福将保持稳定增长, 利润表现会优于以往; 血液制品业务公司会借助在当地的资源优势, 有望拓展采浆源, 提高采浆量, 实现盈利的快速增长; 诊断试剂代理业务发展稳定, 业务有一定可延展性; 此外, 出口业务、葛店人福、新疆维药等业务都有望保持较好发展。
- 公司积极发展医疗服务板块, 预计在 3-5 年内, 与 20 家左右公立医院合作, 进行医疗服务领域的战略布局。公司现在已经与钟祥、老河口、孝南区等地政府签署合作协议, 对相应区域的特定医院进行管理或者共建新院区; 此外, 公司并购黄石大冶有色医院管理有限公司 75% 的股权。
- 我们认为人福医药业务基础强, 资源广, 管理能力优秀。未来有望打造集医药商业、制造、医疗服务为一体的医药产业集团, 内部业务板块的协同发展, 将使公司盈利能力不断提高。

投资建议

- 我们看好公司的业务板块布局, 预计未来利润将实现快速增长, 给予“买入”评级。

估值

- 我们预测 2015-2017 年, 公司净利润分别为 5.68 亿、8.28 亿、11.61 亿元, 增速分别为 26%、46%、40%, 对应当前股价的动态市盈率分别为: 47 倍、32 倍、23 倍。

风险

- 出口业务不稳定; 医疗服务缺乏运营经验; 多元化业务的管理难度较大。

李涛 分析师 SAC 执业编号: S1130515090004
litao1@gjzq.com.cn

孙笑悦 联系人
(8621)60230233
sunxy@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

内容目录

公司业务介绍.....	3
公司历史沿革.....	3
公司股权架构.....	3
公司股权架构.....	4
公司主要业务分析.....	4
麻醉药业务.....	5
血液制品.....	5
其他药品业务.....	5
医疗服务板块.....	6
诊断试剂代理业务.....	7
盈利预测及投资建议.....	7

图表目录

图表 1: 公司发展历程.....	3
图表 2: 人福医药股权架构.....	4
图表 3: 人福主要业务板块.....	4
图表 4: 宜昌人福收入及利润表现.....	5
图表 5: 宜昌人福收入及净利润增长速度.....	5
图表 6: 中原瑞德收入和利润增长情况.....	5
图表 7: 葛店人福收入及净利润表现.....	6
图表 8: 新疆维药收入及净利润表现.....	6
图表 9: 巴瑞净利润保持快速增长.....	7

公司业务介绍

公司历史沿革

- 人福医药集团股份有限公司成立于 1993 年，1997 年在上海证券交易所上市。公司经过 20 余年发展，已经成为国内麻醉行业龙头企业，并在计生用药、血液制品、维药、诊断试剂代理、等领域具有较强影响力。公司凭借深厚的产业积累，已经开始布局国际化业务。并且凭借在湖北的影响力和政府资源，逐步涉足医疗服务等业务。公司发展历程如下。

图表 1：公司发展历程

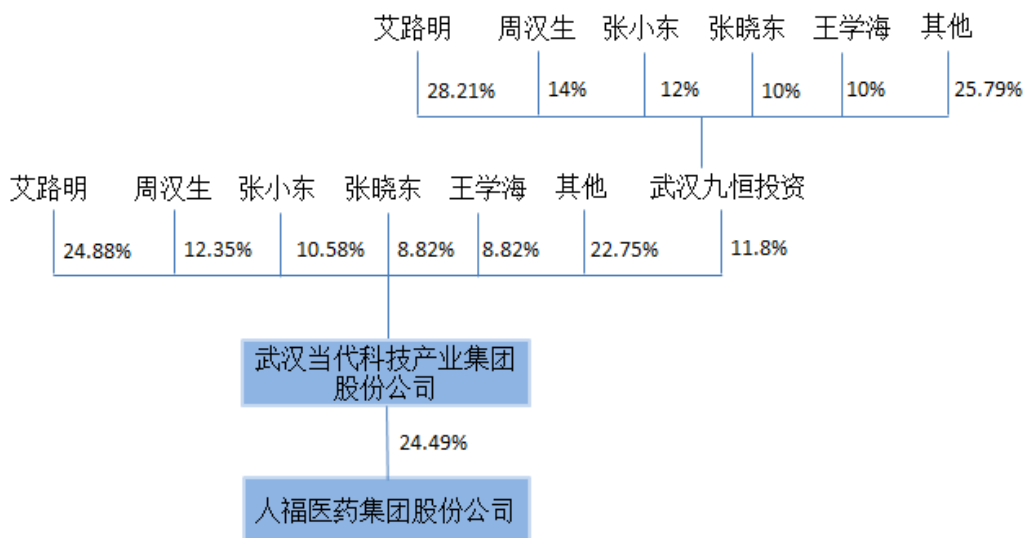
时间	事件
1988	当代生物化学技术研究所成立（人福集团前身）
1996	当代科技兼并了武汉扬子江生物化学制药厂
1997	当代科技在上海证券交易所正式挂牌交易；更名为武汉人福高科技产业股份有限公司
2001	葛店人福甾体化学有限公司成立，着重在计划生育用药等领域；宜昌人福成立；注册成立维吾尔药业有限责任公司
2006	宜昌人福通过国家麻醉系列新药高技术产业化示范项目竣工验收
2008	成立人福医药研究院
2009	人福普克成立
2010	集团所属的医药商业企业—湖北人福民生药品有限公司成立；收购瑞德 70% 股权
2011	人福马里医药股份有限公司成立；与中国军事科学院成立的“军科光谷创新药物研发中心”正式成立
2012	定增收购北京巴瑞医疗，涉足诊断试剂领域
2013	增持中原瑞德股权至 100%；
2014	与钟祥市人民政府合作项目签约，将投资建设市人民医院新院区、人福医药钟祥产业园及钟祥市健康服务中心三个项目；成立老河口市人福医疗管理有限公司

来源：国金证券研究所

公司股权架构

- 公司第一大股东为武汉当代科技产业集团股份公司，实际控制人为艾路明先生。股权结构图如下。

图表 2：人福医药股权架构



来源：国金证券研究所

公司股权架构

- 公司第一大股东为武汉当代科技产业集团股份公司，实际控制人为艾路明先生。股权结构图如下。

图表 3：人福主要业务板块

业务板块	子公司	持股比例	主营业务
医药工业	宜昌人福	67%	麻醉药
	中原瑞德	100%	血液制品
	葛店人福	81.07%	计生用药
	武汉人福	98.33%	化学药等
	新疆维吾尔药业	69.85%	维吾尔药品
	人福普克	75%	出口业务
医疗器械	北京巴瑞医疗	80%	诊断试剂代理
	杭州诺嘉医疗	80%	诊断试剂代理
医疗服务	武汉人福医疗集团	100%	
	黄石大冶有色医院管理有限公司	75%	
	孝南区妇幼保健医疗管理有限责任公司		
	老河口市人福医疗管理有限公司	100%	
	人福钟祥医疗管理有限公司	100%	
医药商业	武汉人福医药有限公司	100%	

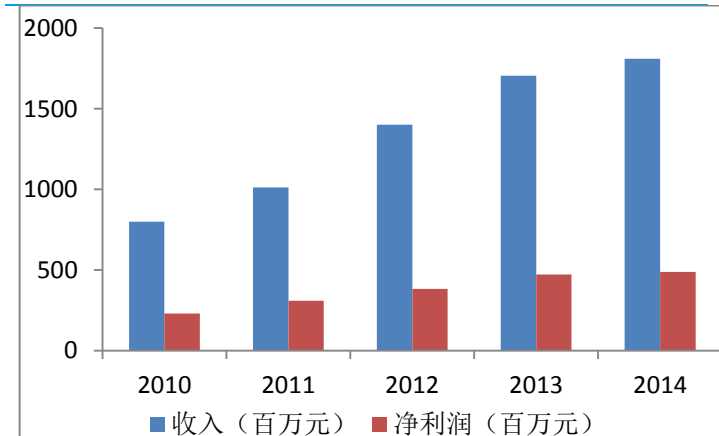
来源：国金证券研究所

公司主要业务分析

麻醉药业务

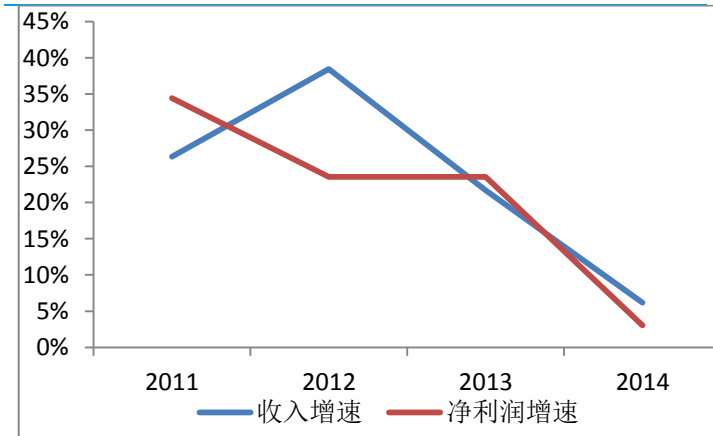
- 公司子公司宜昌人福主营麻醉药业务，是国家麻醉药品定点研发生产企业。公司现阶段主要布局麻醉镇痛领域，核心产品包括芬太尼系列注射液（芬太尼、瑞芬太尼、舒芬太尼），盐酸氢吗啡酮注射液，盐酸纳布啡注射液等。在研品种包括阿芬太尼注射液、丙泊酚、磷丙泊酚钠等。
- 麻醉行业是个稳定增长的行业，宜昌人福收入维持了快速增长，但是近几年利润增速有所下降，主要是投入所致。
- 我们判断，未来麻醉行业仍然会维持较快增长，宜昌人福未来净利润增长将快于收入增长。

图表 4：宜昌人福收入及利润表现



来源：国金证券研究所

图表 5：宜昌人福收入及净利润增长速度

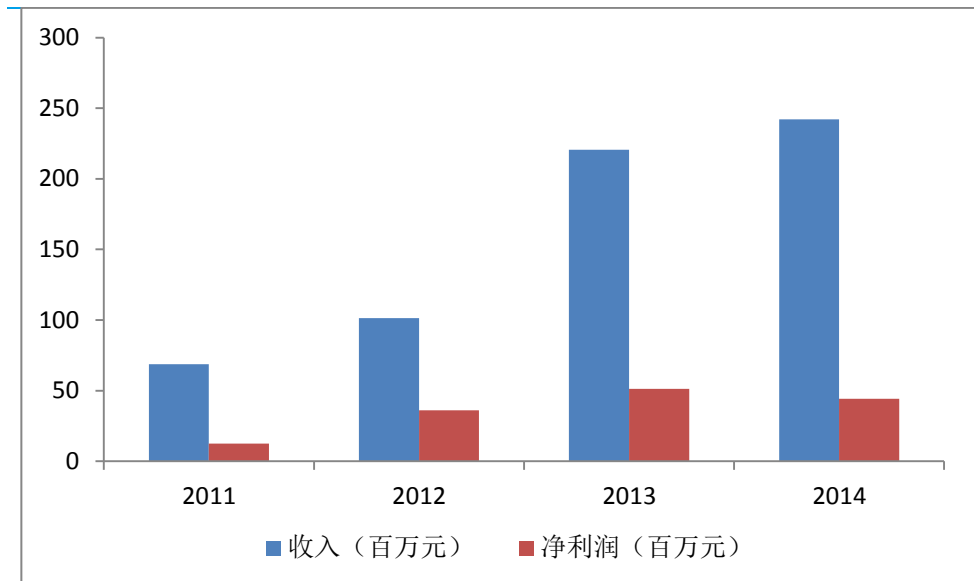


来源：国金证券研究所

血液制品

- 子公司中原瑞德是血液制品生产企业，下属三个血浆站，其中恩施和罗田运行时间较久，赤壁浆站 2014 年 6 月份获得单采血浆许可证，未来潜力较大。我们认为国内血制品行业受之于采浆量将长期维持较高景气度，人福医药依托在湖北的资源，有进一步扩大采浆源的潜力。

图表 6：中原瑞德收入和利润增长情况

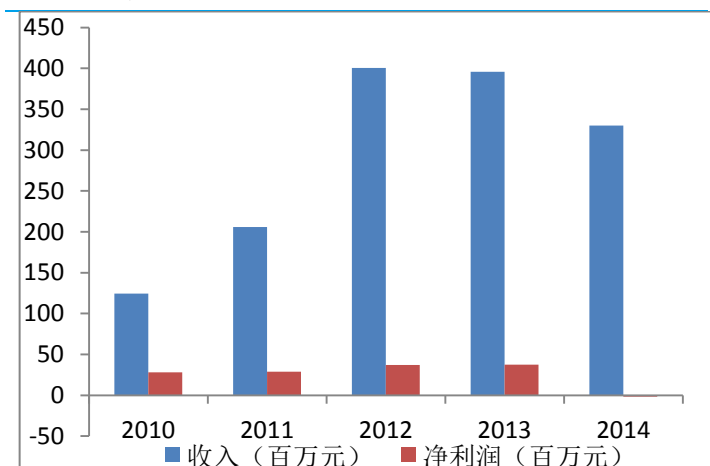


来源：国金证券研究所

其他药品业务

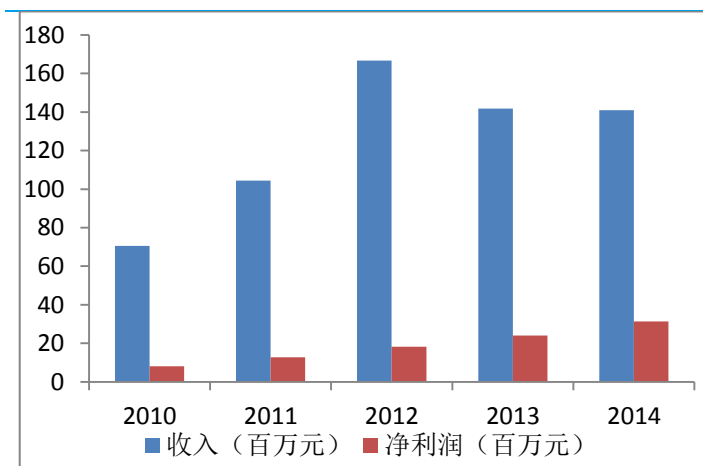
- 葛店人福主要从事甾体类药物原料药和制剂的生产及销售等，2014 年由于公司研发、固定资产等投入较大，当年出现亏损，未来随着出口业务开展，葛店人福的盈利能力会逐步恢复。
- 新疆维药主要从事民族药产业，主要产品有祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊等，预计公司业务未来会维持稳定增长。
- 美国普克是公司的国际业务平台，公司成立之初，通过并购获得专利皮肤药 Epiceram，现在处于快速增长期。此外，随着公司 ANDA 开始获批，出口业务会加速发展，从亏损到实现盈利。

图表 7：葛店人福收入及净利润表现



来源：国金证券研究所

图表 8：新疆维药收入及净利润表现



来源：国金证券研究所

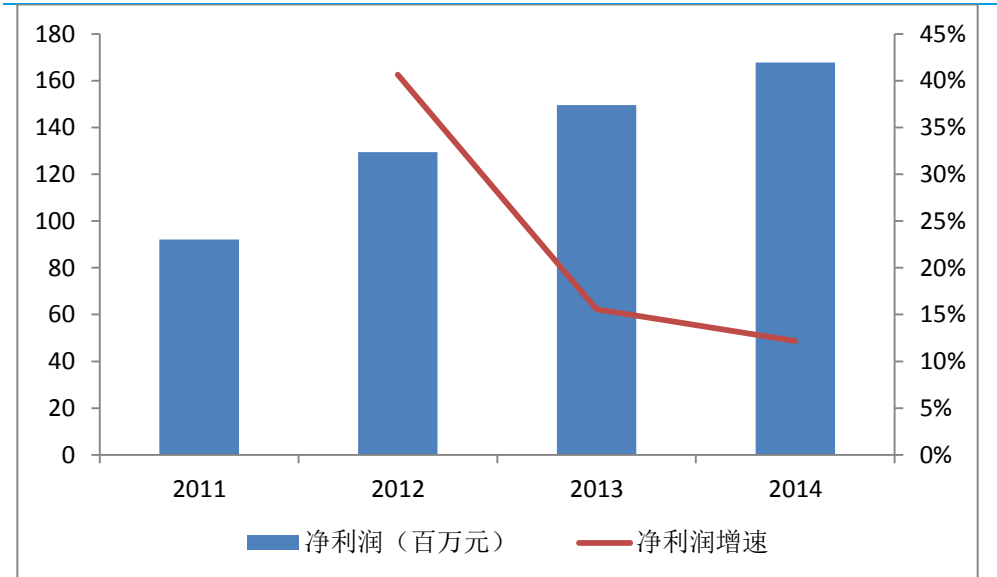
医疗服务板块

- 人福医药是湖北省内最具影响力的医药企业，在当地具有优势资源，已经和湖北多家医院或者地方政府开展合作。并计划未来与 20 家左右公立医院合作，进行医疗服务领域的战略布局。
- 2014 年 8 月，公司投资 2 亿元注册成立人福钟祥医疗管理有限公司，为钟祥人民医院提供管理服务，并投资建设钟祥市人民医院新院区。
- 2014 年 12 月，公司投资 2 亿元设立“老河口市人福医疗管理有限公司”，为老河口市第一人民医院提供管理服务，并投资建设老河口市第一人民医院新院区。
- 2015 年 9 月，公司出资 5 亿设立武汉人福医疗集团有限公司作为公司医疗健康服务领域的投资管理平台。
- 2015 年 9 月，公司与孝感市南区政府签署框架协议，拟合作设立孝南区妇幼保健医疗管理有限责任公司，负责孝南区妇幼保健院的管理和运营。
- 2015 年 9 月，公司以 10640 万元摘牌受让大冶有色金属集团控股有限公司持有的黄石大冶有色医院管理有限公司 75% 的股权。
- 2015 年 10 月，公司与宜昌市卫计委签署合作协议，共同组建成立“医院管理公司”，重组宜昌市妇幼保健院（市儿童医院）资产负债，并使“医院管理公司”成为宜昌市妇幼保健院（市儿童医院）的举办人。公司拟投资 5 亿元，用于“医院管理公司”注册资本金及宜昌市妇幼保健院新院区项目资金。
- 2015 年 12 月，公司与钟祥市人民政府签署《钟祥市儿童医院合作框架协议》，双方共同组建成立医院管理公司，重组钟祥市儿童医院（钟祥市妇幼保健院、钟祥市妇幼保健计划生育服务中心）资产负债并成为其举办人，负责相关管理和运营工作。

诊断试剂代理业务

- 公司 2012 年并购罗氏最大的诊断试剂带上北京巴瑞医疗，2014 年收购了罗氏在浙江、福建的试剂代理商杭州诺嘉，试剂代理业务版图已经越做越大。

图表 9：巴瑞净利润保持快速增长



来源：国金证券研究所

盈利预测及投资建议

- 我们预测 2015-2017 年，公司净利润分别为 5.68 亿、8.28 亿、11.61 亿元，增速分别为 26%、46%、40%，对应每股收益分别为 0.44 元、0.64 元、0.9 元，对应估值分别为：47 倍、32 倍、23 倍，估值较低，给予“买入”投资评级。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
主营业务收入	5,317	6,010	7,052	9,720	12,320	15,809
增长率		13.0%	17.3%	37.8%	26.7%	28.3%
主营业务成本	-3,199	-3,515	-4,138	-6,102	-7,720	-9,958
%销售收入	60.2%	58.5%	58.7%	62.8%	62.7%	63.0%
毛利	2,118	2,495	2,914	3,618	4,600	5,851
%销售收入	39.8%	41.5%	41.3%	37.2%	37.3%	37.0%
营业税金及附加	-108	-44	-52	-63	-80	-103
%销售收入	2.0%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%	0.7%
营业费用	-836	-1,030	-1,265	-1,652	-2,033	-2,529
%销售收入	15.7%	17.1%	17.9%	17.0%	16.5%	16.0%
管理费用	-415	-532	-626	-807	-1,010	-1,281
%销售收入	7.8%	8.8%	8.9%	8.3%	8.2%	8.1%
息税前利润 (EBIT)	759	890	972	1,096	1,477	1,938
%销售收入	14.3%	14.8%	13.8%	11.3%	12.0%	12.3%
财务费用	-136	-167	-180	-194	-238	-237
%销售收入	2.6%	2.8%	2.6%	2.0%	1.9%	1.5%
资产减值损失	-45	3	-33	-32	-9	-11
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	53	17	37	100	110	120
%税前利润	7.6%	2.2%	4.5%	10.3%	8.2%	6.6%
营业利润	631	743	795	970	1,341	1,810
营业利润率	11.9%	12.4%	11.3%	10.0%	10.9%	11.4%
营业外收支	65	27	27	3	3	3
税前利润	696	770	821	973	1,344	1,813
利润率	13.1%	12.8%	11.6%	10.0%	10.9%	11.5%
所得税	-133	-169	-186	-204	-275	-372
所得税率	19.0%	21.9%	22.6%	21.0%	20.5%	20.5%
净利润	563	601	636	768	1,068	1,441
少数股东损益	157	183	184	200	240	280
归属于母公司的净利润	406	418	452	568	828	1,161
净利率	7.6%	7.0%	6.4%	5.8%	6.7%	7.3%

现金流量表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	563	601	636	768	1,068	1,441
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	135	127	204	318	304	308
非经营收益	86	150	144	-59	144	134
营运资金变动	-613	-381	-481	-766	-900	-1,204
经营活动现金净流	172	498	503	262	616	679
资本开支	-804	-909	-895	-1,961	-106	-707
投资	88	-486	-275	-1	0	0
其他	10	26	114	100	110	120
投资活动现金净流	-706	-1,369	-1,056	-1,862	4	-587
股权募资	31	1,027	161	0	0	0
债权募资	1,010	420	762	1,267	-227	234
其他	-329	-326	-200	-248	-326	-326
筹资活动现金净流	711	1,120	723	1,019	-553	-92
现金净流量	178	249	169	-580	67	0

资产负债表 (人民币百万元)

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	938	1,206	1,480	900	967	967
应收款项	2,373	2,677	3,270	4,351	5,515	7,077
存货	757	910	1,251	1,421	1,798	2,319
其他流动资产	447	520	338	490	620	799
流动资产	4,515	5,313	6,340	7,163	8,900	11,162
%总资产	57.4%	54.7%	52.1%	48.9%	54.9%	59.1%
长期投资	411	570	777	778	777	777
固定资产	1,629	2,333	3,217	3,658	3,555	4,038
%总资产	20.7%	24.0%	26.4%	25.0%	21.9%	21.4%
无形资产	1,293	1,472	1,669	3,047	2,964	2,895
非流动资产	3,346	4,394	5,827	7,485	7,298	7,712
%总资产	42.6%	45.3%	47.9%	51.1%	45.1%	40.9%
资产总计	7,861	9,707	12,167	14,647	16,198	18,874
短期借款	1,382	1,304	2,288	3,561	3,334	3,567
应付款项	1,197	1,141	2,182	2,831	3,575	4,599
其他流动负债	594	994	131	196	231	277
流动负债	3,173	3,439	4,601	6,588	7,139	8,442
长期贷款	367	459	439	439	439	440
其他长期负债	671	728	1,399	1,199	1,199	1,199
负债	4,212	4,627	6,439	8,227	8,778	10,082
普通股股东权益	3,022	4,342	4,723	5,215	5,975	7,067
少数股东权益	627	738	1,005	1,205	1,445	1,725
负债股东权益合计	7,861	9,707	12,167	14,647	16,198	18,874

比率分析

	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益	0.823	0.790	0.854	0.442	0.644	0.903
每股净资产	6.125	8.212	8.932	9.863	11.300	13.365
每股经营现金净流	0.349	0.942	0.951	0.496	1.164	1.283
每股股利	0.040	0.040	0.070	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	13.43%	9.62%	9.57%	10.90%	13.86%	16.43%
总资产收益率	5.16%	4.30%	3.71%	3.88%	5.11%	6.15%
投入资本收益率	10.25%	9.34%	7.63%	7.45%	9.47%	11.01%
增长率						
主营业务收入增长率	46.82%	13.04%	17.33%	37.84%	26.75%	28.32%
EBIT 增长率	36.63%	17.18%	9.19%	12.78%	34.79%	31.24%
净利润增长率	35.17%	2.90%	8.14%	25.80%	45.74%	40.18%
总资产增长率	27.40%	23.48%	25.34%	20.38%	10.59%	16.52%
资产管理能力						
应收账款周转天数	72.5	98.2	113.8	120.0	120.0	120.0
存货周转天数	96.2	86.5	95.3	85.0	85.0	85.0
应付账款周转天数	48.0	60.9	73.5	70.0	70.0	70.0
固定资产周转天数	82.1	99.0	111.4	104.2	73.2	63.6
偿债能力						
净负债/股东权益	38.60%	22.75%	42.71%	66.97%	53.98%	48.22%
EBIT 利息保障倍数	5.6	5.3	5.4	5.6	6.2	8.2
资产负债率	53.57%	47.66%	52.92%	56.17%	54.19%	53.42%

来源：公司年报、国金证券研究所

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	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

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)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-04-08	增持	27.65	35.00~40.00

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。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

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作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：021-60753903

传真：021-61038200

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：010-66216979

传真：010-66216793

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：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD