

增持 首次

股票价格

20090209 收盘价	6.08 元
6 个月内目标价	6.75 元
59 周内股价波动	2.88-10.16 元

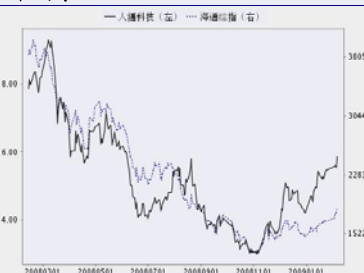
主要估值指标

	2007	2008E	2009E
市盈率	34.07	31.23	24.16
市净率	2.34	2.21	2.05
EV/EBITDA	15.94	15.63	13.76

股本结构

总股本 (万股)	38908.57
流通 A 股 (万股)	32524.52
B 股/H 股 (万股)	0.00/0.00

市场表现



资料来源：海通证券研究所

相关研究

医药行业高级分析师
王友红

电话：021-23219407
Email: wangyh@htsec.com

人福科技 (600079)

2009 年 02 月 09 日

医药主业逐步清晰，估值将获提升

公司医药主营越来越清晰，房地产业务将退出，将成为主流医药企业，估值水平将获得提升，值得长期跟踪。

主要财务数据及预测

	2007	2008E	2009E	2010E
净利润增长率 (%)	-32.40	9.07	29.27	31.78
毛利率 (%)	45.57	49.15	48.71	50.30
净资产收益率 (%)	7.42	7.49	9.14	11.21
每股经营性现金流 (元)	0.14	0.86	0.38	0.32
每股收益 (元)	0.18	0.19	0.25	0.33

资料来源：海通证券研究所

- **公司医药主业逐步清晰。**公司属于控股型企业，旗下子公司较多，但主要集中在医药行业，目前的医药资产大多数是 2001 年后形成的。近年来公司收缩了房地产业务，医药主业逐步清晰。2007 年公司药品的收入达到 70%，未来这一比例还将继续提升。
- **麻醉药品是公司主要的亮点。**控股子公司宜昌人福是国家麻醉药品定点生产开发骨干企业，产品主要为芬太尼系列和哌替啶等。2003 年以来公司的麻醉药保持 30% 的复合增长率。2007 年公司枸橼酸芬太尼销售收入将近 1 亿元，主要竞争对手是西安杨森和沈阳第一制药，公司的市场份额超过 50%；瑞芬太尼属于国家二类新药，销售收入连续保持快速增长，2007 年销售额近亿元；舒芬太尼进行市场开拓后销售收入进入快速增长期。芬太尼系列占目前麻醉药品中市场份额的一半左右，而公司的芬太尼系列市场份额达到 60%。麻醉药品的利润贡献比重不断提高，成为公司未来几年利润主要增长点。
- **生殖健康产业的旗舰企业。**公司旗下的葛店人福拥有米非司酮的专利技术，上海华联退出后的市场份额被少数几家企业瓜分，公司的收入和利润也借此机会获得快速增长。天津中生作为国家定点采购的企业，避孕套业务稳步增长，自有品牌产品的比重提升，公司利润率逐步提升。
- **房地产业逐步退出，教育和环保产业稳定。**未来几年公司逐步退出房地产业务，委托开发项目进入尾期，投资收益将逐步降低，自有土地将开发完毕。公司投资于大学教育的资金较多，收益逐步增长，但教育产业的公益性较强，收益率不会太高。环保产业也将稳步发展。
- **盈利预测与投资建议。**在对麻醉药品和公司其他主业深入分析的基础上，我们对公司未来几年的收入和利润作了预测。我们预测 2008-2010 年的每股收益分别为 0.19 元、0.25 元和 0.33 元，对应的动态市盈率分别为 32 倍、24 倍和 18 倍。利用 DCF 估值模型估值以及相对估值法我们得到公司价值区间在 5.20-6.75 元，首次给予“增持”的投资评级。
- **主要不确定因素。**配股的进程以及扩产进度；药品价格变化；房地产市场低迷等。

目 录

1. 公司医药主业逐步清晰	3
1.1 公司概况	3
1.2 公司业务分析	3
2. 麻醉药品成为公司最大的亮点	5
2.1 麻醉药品背景分析	5
2.2 麻醉药品龙头地位确立	6
2.3 生殖健康产业的旗舰企业	7
2.4 主要制药企业经营情况	7
2.5 房地产将逐步退出	8
2.6 教育产业公益性较强	8
3. 财务指标分析	8
4. 盈利预测	9
5. 估值分析和投资建议	10
5.1 DCF 估值	10
5.2 相对估值法	11
5.3 投资建议	11
附表：财务报表分析和预测	12

图目录

图 1 公司控股股东构成	3
图 2 2007 年公司收入构成	3
图 3 公司近五年收入构成情况(万元)	3
图 4 公司对其他企业的权益投资情况	4
图 5 公司医药产品收入和毛利率情况	5
图 6 公司药品收入构成	5
图 7 麻醉药品销售规模(万元)	7
图 8 近 3 年公司财务指标分季情况	9
图 9 公司近几年盈利能力指标	9
图 10 公司近几年偿债能力指标	9
图 11 公司近几年运营能力指标	9

表目录

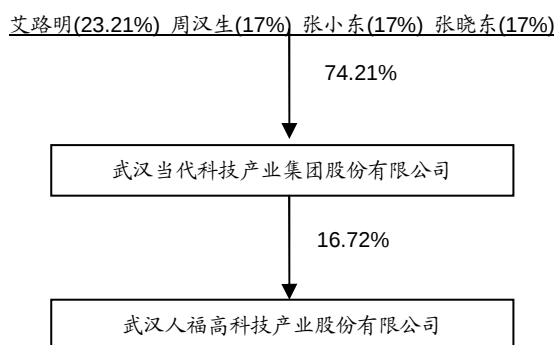
表 1 国内生产和使用的麻醉药品	6
表 2 主要子公司经营情况	8
表 3 房地产业务经营情况	8
表 4 教育产业成本法投资收益	8
表 5 未来两年收入和毛利率预测	10
表 6 DCF 估值假设与结果	10
表 7 敏感性分析	10
表 8 人福科技和国内化学制药上市公司估值比较	11

1. 公司医药主业逐步清晰

1.1 公司概况

人福科技是一家由自然人创立并不断发展起来的综合性企业。公司将近20年的发展历程中，业务不断丰富，主营包括医药品、房地产、环保产品、教育产业等。公司是医药类上市公司中主业比较复杂的，也是比较有特色的一家。

图 1 公司控股股东构成



资料来源：公司公告

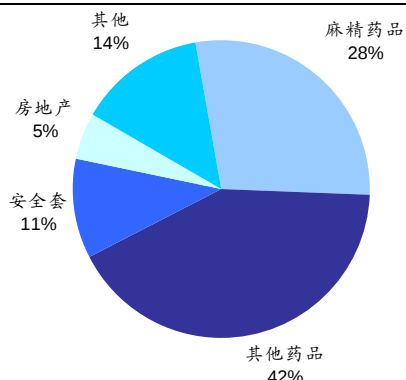
近年来公司的医药品收入和利润占比不断上升，公司医药主业也逐步清晰。形成了以麻醉药品、计生药品、民族药品、安全套四大领域为主的医药主业，其中麻醉药品的地位显著，也是近年来公司增长的亮点。

1.2 公司业务分析

公司属于控股型企业，旗下子公司较多，但主要集中在医药行业，其中宜昌人福是国家定点的麻醉药品生产企业，天津中生是国家定点生产避孕套的企业，葛店人福是生产计生药品的企业。公司目前的医药资产大多数是2001年后形成的。教育产业是公司近几年投资的，目前拥有武汉理工大学华夏学院的全部股权。另外公司还投资环保产业，参股券商等。

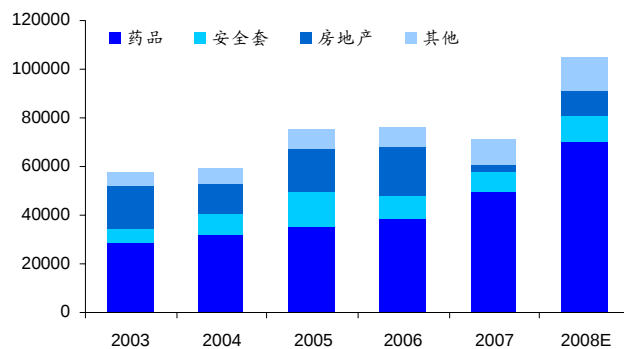
近年来公司收缩了房地产业务，采用项目开发的形式开发大股东的土地。随着医药品的快速增长医药主业进一步突出。2007年公司药品的收入达到70%，未来这一比例还将继续提升。

图 2 2007 年公司收入构成



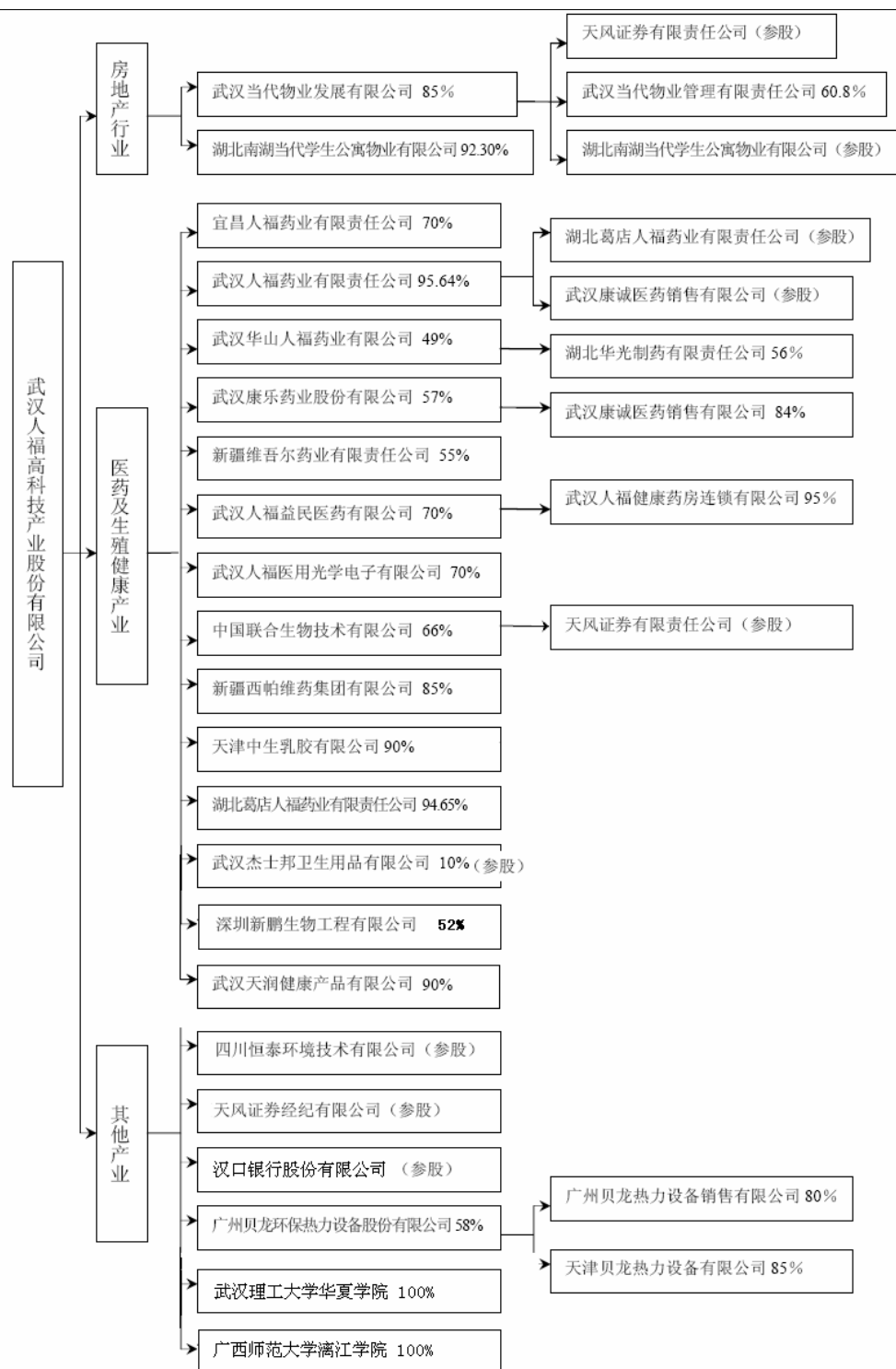
资料来源：海通证券研究所

图 3 公司近五年收入构成情况(万元)



资料来源：海通证券研究所

图 4 公司对其他企业的权益投资情况



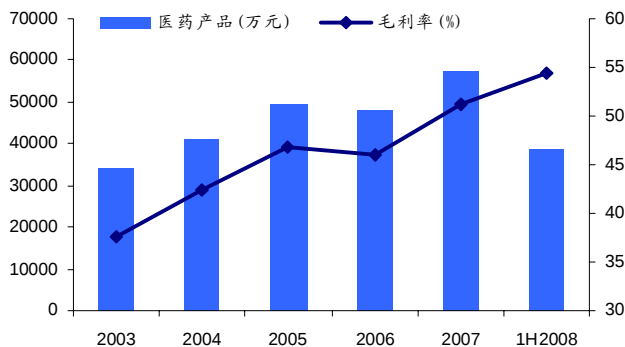
资料来源：公司公告，海通证券研究所

药品收入的五年复合增长率为19.43%，远超过全部业务12.87%的复合增长率；药品的主营业务利润占全部主营业务利润的80%。医药产品的毛利率不断提升，主要是高毛利的麻醉药品增长较快。

不断投入新产品研发是公司医药产业快速发展的主要动力。2007年研发费用达到

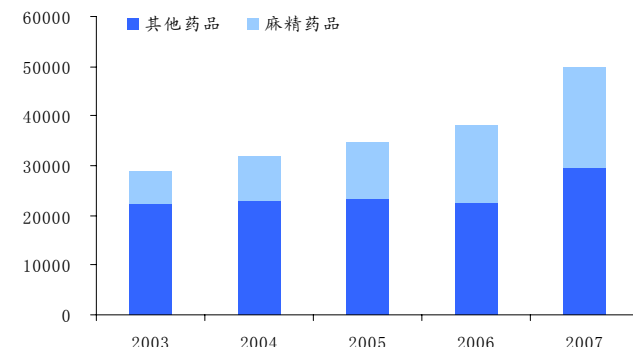
1700万元，目前在研的潜力品种“异复烷”待批临床，I类新药“注射用重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体”待批临床。

图 5 公司医药产品收入和毛利率情况



资料来源：海通证券研究所

图 6 公司药品收入构成



资料来源：海通证券研究所

2. 麻醉药品成为公司最大的亮点

2.1 麻醉药品背景分析

麻醉药品是指能产生使全身或局部感觉特别是痛觉消失及记忆遗忘状态的药物。目前临床上常用的麻醉药物分为两大类：(1)全身麻醉药，包括吸入麻醉药，如乙醚、氧化亚氮、氟烷及氟醚类；静脉麻醉药，包括硫喷妥钠、氯胺酮、羟基丁酸钠等。(2)局部麻醉药，包括氨基酯类，如普鲁卡因、地卡因等；氨基酰胺类，如利多卡因、丁吡卡因等。还有一类被广泛用于辅助麻醉。包括：(1)麻醉性镇痛药吗啡、哌替啶、芬太尼；(2)肌肉松弛剂琥珀碱、箭毒类、潘可罗宁、卡肌宁；(3)神经安定药吩噻嗪、异丙嗪、乙酰丙嗪及丁酰苯类的氟哌啶；(4)控制性降压药如硝酸甘油、硝普钠等。

对于麻醉药品、精神药品企业数量，国家食品药品监督管理局规定，麻醉药品主要品种原料药同品种定点生产企业1~2家，麻醉药品主要品种单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业1~3家，含麻醉药品主要品种的复方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业1~7家，精神药品原料药同品种定点生产企业1~5家，第一类精神药品单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业1~5家，第二类精神药品单方制剂同品种（含不同规格）定点生产企业1~10家。

目前国内麻醉型镇痛药品生产企业的数量较少，主要包括宜昌人福药业、青海制药厂、沈阳第一制药等，进口商包括EuroCept B.V.、NAPP Pharm等。一类精神麻醉药品的生产、运输、使用和储存都有严格管理，生产企业较少导致行业竞争程度远低于其他药品。

表 1 国内生产和使用的麻醉药品

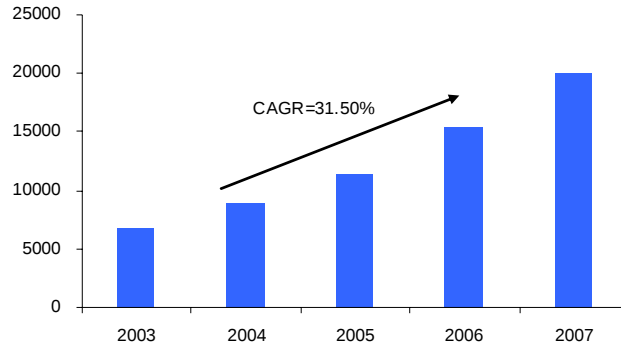
品名称	英文名	主要生产企业
阿法罗定	Alphaprodine	
可卡因	Cocaine	济南海泰医药、山东诚创医药科、内蒙古诺医药
罂粟壳	Poppy Shell	
罂粟秆浓缩物	Concentrate of poppy straw	
二氢埃托啡	Dihydroetorphine	北京四环医药
地芬诺酯	Diphenoxylate	合肥久联制药
芬太尼	Fentanyl	宜昌人福药业、西安杨森制药、EuroCept B.V.、常州四药制药
瑞芬太尼	Remifentanyl	宜昌人福药业
舒芬太尼	Sufentanyl	宜昌人福药业、EuroCept B.V.
氢可酮	Hydrocodone	青海制药厂、马林科罗制药
美沙酮	Methadone	青海制药厂、马林科罗制药
羟考酮	Oxycodone	河北奥星集团药业、北京四环医药、浙江众益药业 NAPP Pharm
哌替啶	Pethidine	宜昌人福药业、青海制药厂、沈阳第一制药
蒂巴因	Thebaine	
布桂嗪	Bucinnazine	
可待因	Codeine	马林科罗制药、青海制药厂
双氢可待因	Dihydrocodeine	厦门明龙制药、陕西九州制药、奥美制药
复方樟脑酊	Compound Camphor Tincture	
右丙氧芬	Dextropropoxyphene	上海美优制药、内蒙古天行健医药
福尔可定	Pholcodine	河北奥星集团、南昌立健药业、PCAS 集团、奥美制药厂
阿桔片	Compound Platycodon Tablets	
阿片	Opium	
吗啡	Morphine	沈阳第一制药、威海路坦制药、爱的发制药、NAPP Pharm
吗啡阿托品注射液	Morphine and Atropine Sulfate Injection	沈阳第一制药、
乙基吗啡	Ethylmorphine	

资料来源国：SFDA，海通证券研究所

2.2 麻醉药品龙头地位确立

宜昌人福是国家麻醉药品定点生产开发骨干企业，产品主要为芬太尼系列和哌替啶等。麻醉药品2007年的收入达到2亿元，2008年预计达到2.7亿元。芬太尼系列占目前麻醉药品中市场份额的一半左右，而公司的芬太尼系列市场份额达到60%。据相关统计数据，麻醉药品的市场规模在5-6亿元，公司的市场份额已经从2005年的25%上升到30%以上。

图 7 麻醉药品销售规模(万元)



资料来源：公司公告

2003年以来公司的麻醉药保持30%的复合增长率。2007年公司枸橼酸芬太尼销售收入将近1亿元，主要竞争对手是西安杨森和沈阳第一制药，公司的市场份额超过50%；瑞芬太尼属于国家二类新药，销售收入连续保持快速增长，2007年销售额近亿元；舒芬太尼进行市场开拓后销售收入进入快速增长期。

公司对麻醉药品的投入不断增加，2006年融资主要投向麻醉药品的扩产和GMP改造，公司计划2009年进行融资继续麻醉药品的生产能力。2008年11月28日宜昌人福医药工业园3000万支冻干粉针及乳剂cGMP项目已经奠基，这将帮助麻醉药品走向国际市场。近几年手术量处于快速增长期，麻醉药品的使用也保持了快速的增长，公司产品将继续保持30%的收入增长率。

2.3 生殖健康产业的旗舰企业

葛店人福是专业生产甾体原料药、生育调节药物和抗肿瘤药物的现代制药企业，公司拥有“十一五”专利技术米非司酮，产品规格较多。2007年后葛店人福的销售规模进入快速增长期，主要是公司的市场开拓能力加强，加上主要竞争对手之一的上海华联被吊销营业证书让出市场份额。2008年葛店人福的主营收入达到8000万左右，增长100%以上，净利润预计达到1600万。目前主要竞争对手为北京紫竹药业和浙江仙居药业等。

天津中生乳胶有限公司是国家定点生产避孕套的企业，具备6亿只的生产能力。另外八家安全套定点生产商，大连乳胶制品有限公司、沈阳天地乳胶有限公司、青岛双碟集团股份有限公司、上海乳胶厂、桂林乳胶厂、广橡企业集团双一乳胶厂、河北安琪胶业有限公司和江阴梦蒂尔乳胶制品有限公司。据统计，全国年销售避孕套60亿只，2007年国家采购了17亿只左右。2004年政府向公司采购1.54亿只；2005年国家采购1.73亿只，占比10.63%，公司总销量为3.5亿只；2006年国家采购2.6亿只，占比15.29%。2008年的采购价格0.182元/只。比前几年提升了0.02元。公司除国家采购外市场销售的避孕套毛利较高，公司的利润率将提升。

公司普药产品较多，包括抗生素甲磺酸培氟沙星注射液(万辅)以及片剂(倍泰)，小牛去血清提取物注射液，中药保护品种健肝乐颗粒和清淋冲剂等。公司旗下的维吾尔药业是民族药生产企业。

2.4 主要制药企业经营情况

宜昌人福和葛店人福是公司旗下具有特色的医药企业，也是公司利润主要的贡献者。维吾尔药业的成长性较好，天津中生的业务稳定增长。

表 2 主要子公司经营情况

子公司	项目	2005	2006	2007	1H2008	2008E
宜昌人福	收入	20478	24429	30198	20887	42000
	利润	2675	3471	4697	3009	6000
葛店人福	收入	2362	2473	3347	4082	8200
	利润	351	157	201	723	1500
武汉人福	收入	2431	2046	3289	-	4200
	利润	62	70	328	-	420
维吾尔药业	收入	891	1357	2218	-	3000
	利润	40	145	362	-	500
天津中生	收入	5958	7699	7653	5276	10500
	利润	650	399	393	-	700

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

2.5 房地产将逐步退出

根据公司2002年度股东大会决议, 武汉当代科技产业集团股份有限公司协议委托公司经营、开发其所有的当代国际花园项目, 规划建筑面积约36.53万平方米。该项目产生的收益由本公司享有, 并由本公司向武汉当代科技产业集团股份有限公司支付收益补偿金19720万元。根据武汉房地产信息网的数据, 当代国际花园项目总套数为3030套, 剩余1100套未售。基本完成开发, 后期销售正在进行。按销售2/3获益11184万元, 公司未来的收益在5000万元左右。预计2008年下半年收益2000万元, 2009年2000万元, 2010年1000万元。

表 3 房地产业务经营情况

房地产业务	2005	2006	2007	1H2008
当代国际花园投资收益	1560	3301	4229	2094
房地产营业收入	18201	19924	3691	3776

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

公司房地产开发的自有土地剩余100亩左右, 目前房地产前景不明朗的情况下预计开发进度较慢。投资性房地产为南湖学生公寓, 投资额为12800万元, 贡献的利润有限。

2.6 教育产业公益性较强

公司大量资金投资于教育产业, 其中武汉理工大学华夏学院的投资额达到20580万元, 广西师范漓江学院投资额达到1858万元。从近几年的情况来看, 教育产业的利润不断增长, 但按成本法进行核算对公司的净利润影响不大。教育产业的公益性较强, 将通过稳定分红的形式收回投资。

表 4 教育产业成本法投资收益

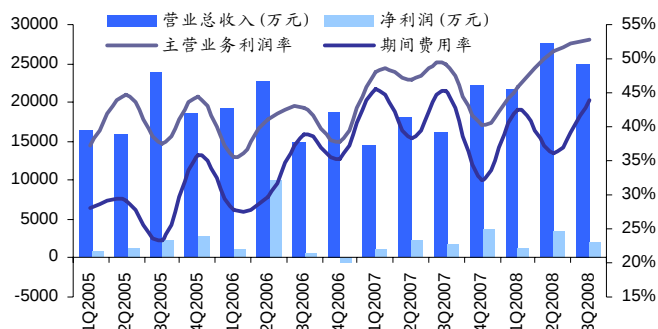
成本法核算投资收益	2004	2005	2006	2007	1H2008
投资收益	200	550	1100	1500	1646

资料来源: 公司公告, 海通证券研究所

3. 财务指标分析

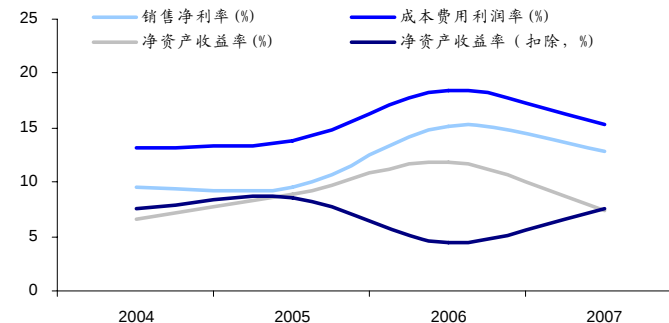
我们对公司2005-2008年第三季度的盈利指标进行分季分析, 销售收入从2007年以来收入和利润逐步提升, 主营业务利润率明显提高。2008年费用率比2007年有所降低, 公司盈利能力在增强。

图 8 近 3 年公司财务指标分季情况



资料来源：公司公告，海通证券研究所

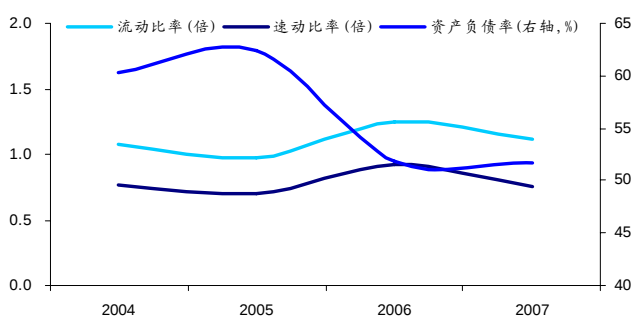
图 9 公司近几年盈利能力指标



资料来源：公司公告，海通证券研究所

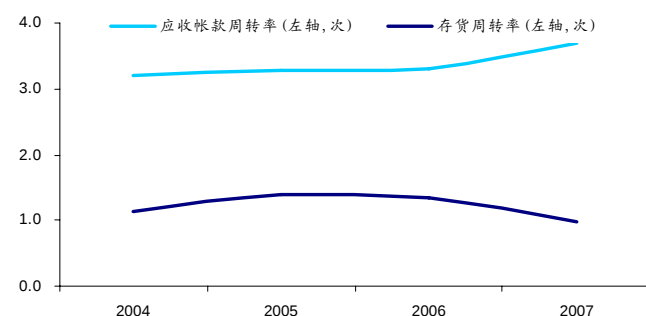
公司的偿债能力指标低于行业平均水平，2008 年相比前几年已经有明显改善；公司的存货中开发成本及开发产品占比超过 50%，这些产品的消化将提升公司的运营效率。

图 10 公司近几年偿债能力指标



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 11 公司近几年运营能力指标



资料来源：公司公告，海通证券研究所

4. 盈利预测

我们在对公司主要业务进行预测的基础上对公司三大表进行预测（见附表）。基本假设如下：

- 麻醉药品未来两年保持 30% 的增速，其他普药保持 20-25% 的增速；毛利率维持 2008 年的水平。安全套收入保持稳步增长，利润率略有提升；
- 房地产投资收益 2009 年和 2010 年分别为 2000 万元和 1000 万元，学生公寓租金保持稳定；
- 教育产业的投资收益逐步增长，但反映在合并利润表上较少；
- 所得税率 2009 年恢复到 15%；

表 5 未来两年收入和毛利率预测

项 目		2006	2007	2008E	2009E	2010E
药品	营业收入	38243	49807	70500	86800	112000
	毛利率	51.19%	55.78%	58.20%	58.50%	59.00%
安全套	营业收入	9667	7649	10500	12500	14000
	毛利率	31.65%	21.06%	30.52%	30.50%	30.50%
房地产	营业收入	19924	3691	10300	6000	4000
	毛利率	24.70%	37.19%	51.00%	35.00%	35.00%
其他	营业收入	8054	9775	13500	16000	18000
	毛利率	23.70%	15.10%	15.00%	15.00%	15.00%
合计	营业收入	75888	70922	104800	121300	148000
	毛利率	38.83%	45.46%	49.15%	48.71%	50.30%

资料来源：公司公告，海通证券研究所

主要不确定性：

- 公司麻醉药品占市场份额较大，有可能获益政府招标采购，但也可能面临行政性降价；
- 房地产业务在整体宏观环境较差的情况下，收入和利润有可能低于预期；
- 公司扩产计划依赖大量资金，公司计划配股解决资金紧张问题，融资后公司业绩短期将被摊薄。

5. 估值分析和投资建议

5.1 DCF 估值

表 6 DCF 估值假设与结果

		FCFF估值	现金流折现值（万元）
无风险收益率	3.5%	现值总额	76522
风险溢价	8%	终值现值	219934
贝塔值	1.1	企业核心价值	296457
股权成本	12.30	现金余额	13842
债权成本	5.50%	资产价值	354040
目标资产负债率	50.00%	债务价值	96125
边际税率	15.00%	内在股权价值	257914
加权资本成本（wacc）	8.49%	总股本(万股)	38909
永续增长率（g）	1.00%		

资料来源：海通证券研究所

表 7 敏感性分析

		g						
	6.63	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	2.50%	3.00%
W a c c	5.00%	7.09	7.85	8.79	10.00	11.61	13.87	17.26
	6.00%	5.82	6.32	6.92	7.66	8.58	9.76	11.33
	7.00%	4.91	5.26	5.68	6.17	6.75	7.47	8.37
	8.00%	4.22	4.49	4.79	5.14	5.54	6.02	6.59
	9.00%	3.69	3.89	4.12	4.38	4.67	5.01	5.41
	10.00%	3.27	3.43	3.60	3.80	4.02	4.27	4.56
	11.00%	2.92	3.05	3.19	3.34	3.52	3.71	3.93

资料来源：海通证券研究所

根据DCF估值，公司股票的合理价值区间在3.60-6.75元。

5.2 相对估值法

我们选取国内主要的化学制药上市公司与公司进行估值比较。预测2009年市盈率平均为20.78倍，动态市盈率35.50倍。根据预测人福科技2008和2009年的EPS分别为0.19元和0.25元，相对估值区间5.20-6.75元。

表 8 人福科技和国内化学制药上市公司估值比较

股票代码	股票名称	总股本(万股)	流通 A 股(万股)	动态 P/E(倍)	预测 09 年 P/E(倍)	P/B(倍)
000513	丽珠集团	30604	28073	81.80	15.88	3.25
600062	双鹤药业	47641	28126	31.71	22.85	4.02
600267	海正药业	44928	25106	35.73	24.07	4.46
600276	恒瑞医药	51729	35409	52.50	29.72	10.44
600664	哈药股份	124201	81030	18.39	16.27	2.73
平 均		59820	39549	35.50	20.78	4.58
600079	人福科技	38909	32525	30.94	22.24	2.20

注：数据采用 2009-2-4 的市场数据

资料来源：海通证券研究所

5.3 投资建议

基于以上分析，我们认为人福科技目前的估值水平较高。结合海通证券DCF估值模型和相对估值法，得到公司的合理估值区间在5.20-6.75元，首次给予公司股票“增持”的投资评级。

附表：财务报表分析和预测

价值评估 (倍)	2007	2008E	2009E	2010E
P/E	34.07	31.23	24.16	18.33
P/B	2.34	2.21	2.05	1.92
P/S	3.34	2.26	1.95	1.64
EV/EBITDA	15.94	15.63	13.76	10.36

偿债能力指标	2007	2008E	2009E	2010E
负债权益比率	1.07	1.04	1.03	1.01
借款/股东权益	0.63	0.58	0.54	0.49
已获利息倍数	3.26	3.06	4.79	5.93
流动比率	1.12	1.21	1.29	1.38
速动比率	0.75	0.83	0.92	1.00
现金比率	0.11	0.37	0.44	0.47

盈利能力指标	2007	2008E	2009E	2010E
毛利率	45.57	48.74	47.78	49.07
息税摊销折旧利润率	26.66	16.16	15.07	16.11
净利润率	9.79	7.23	8.07	8.96
净资产收益率	7.42	7.49	9.14	11.21
资产回报率	2.87	2.93	3.55	4.32
投资回报率	3.66	3.79	4.68	5.83

经营效率指标 (%)	2007	2008E	2009E	2010E
应收帐款周转率	2.91	3.19	3.05	3.17
存货周转率	0.84	1.08	1.20	1.27
总资产周转率	0.28	0.39	0.42	0.47
固定资产周转率	1.85	2.95	3.72	4.87

盈利增长 (%)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入增长率	-6.54	47.77	15.74	18.71
营业利润增长率	-22.76	25.03	19.62	29.60
EBIT 增长率	-19.39	-13.29	9.91	33.89
EBITDA 增长率	-13.97	-10.43	7.92	26.92
净利润增长率	-32.40	9.07	29.27	31.78

利润表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入	70922	104801	121297	143992
营业成本	38599	53721	63341	73335
销售费用	13824	23056	26685	31678
管理费用	9522	13100	15162	17999
财务费用	4651	4288	3015	3261
投资收益	7277	4277	4277	4277
营业利润	10495	13122	15697	20343
EBIT				
折旧摊销	3762	3803	3842	3871
EBITDA				
利润总额	10156	12783	15358	20004
所得税	1073	2684	2304	2801
少数股东损益	2139	2525	3264	4301
归属母公司的净利润	6944	7574	9791	12903
每股收益	0.18	0.19	0.25	0.33

资产负债表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
现金及现金等价物	13842	47207	59378	69518
应收款项	77032	59103	65251	77088
存货	43887	48349	50673	55001
流动资产	134961	154659	175302	201607
固定资产	39765	37040	34081	31075
总资产	241713	258524	275844	298804
应付帐款	10160	12893	15835	18334
长期借款	1300	1300	1300	1300
总负债	124999	131711	139764	150415
少数股东权益	23156	25681	28945	33246
股东权益	116714	126813	136080	148389
付息负债	72969	72969	72969	72969
每股净资产	2.40	2.60	2.75	2.96

现金流量表 (万元)	2007	2008E	2009E	2010E
净利润	9084	10099	13054	17204
折旧摊销	3762	3803	3842	3871
营运资金变动	11047	-16657	2364	9919
经营活动现金流	5505	33556	14920	12409
固定资产投资	1481	514	520	525
无形资产投资	0	0	0	0
资本支出	1597	514	520	525
投资活动现金流	-17528	3963	3757	3752
公司自由现金流	4664	30321	13229	10049
股权自由现金流	514	26934	10666	7244
债务变化	1510	0	0	0
股票发行	0	0	0	0
融资活动现金流	-7370	-4154	-6507	-6021
现金净流量	-19393	33365	12171	10140
每股经营性现金流	0.14	0.86	0.38	0.32

资料来源：公司公告，海通证券研究所

信息披露

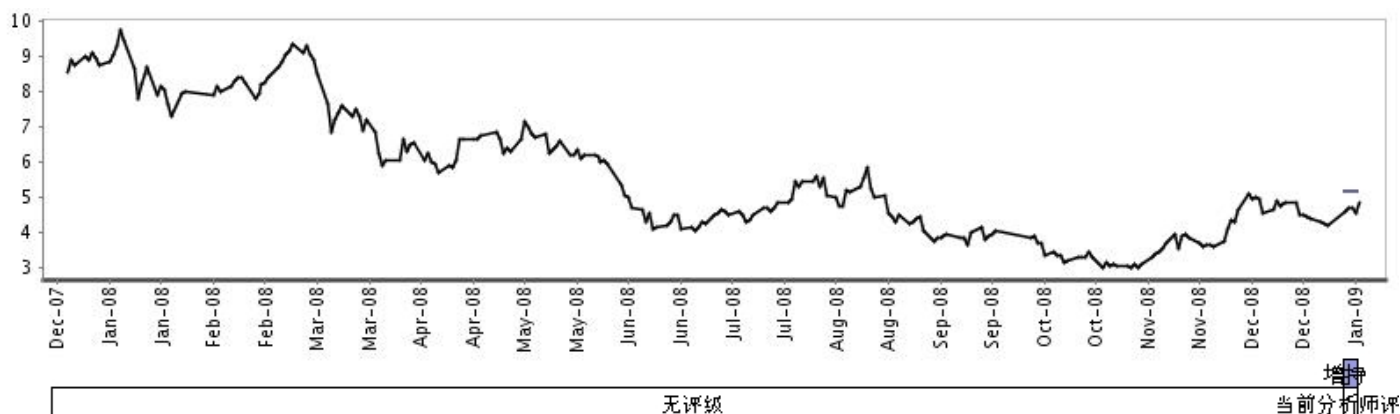
投资建议分布

右表为海通证券研究所对重点上市公司投资建议分布的汇总表。第一列为各评级的上市公司数,第二列为与海通证券有投资银行业务关系的上市公司的比例。

上市公司投资建议分布 (2009 年 2 月 9 日)

	公司数 (家)	与海通投行有业务关系 (%)
买入	84	7
增持	92	14
中性	41	12
减持	0	0
卖出	0	0
总数	217	11

股价表现与投资建议历史跟踪



资料来源: 海通证券研究所

分析师负责的股票研究范围

王友红: 医药行业

重点研究上市公司: 恒瑞医药、海正药业、天坛生物、科华生物、华兰生物、华东医药、华海药业

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级,这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为:

公司评级

买入: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅在15%以上;

增持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间;

中性: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间;

卖出: 我们预计未来6个月内, 个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报高于市场整体水平5%以上;

中性: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间;

减持: 我们预计未来6个月内, 行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 海通证券研究所力求准确可靠, 但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 据此投资, 责任自负。本报告不构成个人投资建议, 也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构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。本报告仅向特定客户传送, 未经海通证券研究所授权许可, 任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。

海通证券股份有限公司研究所

汪异明
所长
(021) 63411619
wangym@htsec.com

高道德
副所长
(021) 63411586
gaodd@htsec.com

路 颖
所长助理 批发和零售贸易行业首席分析师
(021) 23219403
luying@htsec.com

陈 露
所长助理 宏观经济首席分析师
(021) 23219435
chenl@htsec.com

陈美凤
计算机及通信行业首席分析师
(021) 23219409
chenmf@htsec.com

江孔亮
建筑工程行业首席分析师
(021) 23219422
kljiang@htsec.com

丁 频
农业及食品饮料行业首席分析师
(021) 23219405
dingpin@htsec.com

叶志刚
机械行业首席分析师
(021) 23219399
yezg@htsec.com

詹文辉
电力设备行业首席分析师
(021) 23219412
zhanwh@htsec.com

韩振国
煤炭行业核心分析师
(021) 23219400
zghan@htsec.com

邓 勇
石化及基础化工行业核心分析师
(021) 23219404
dengyong@htsec.com

龙 华
机械行业核心分析师
(021) 23219411
longh@htsec.com

钮宇鸣
港口及水运行业核心分析师
(021) 23219420
ymniu@htsec.com

邱春城
电子元器件行业核心分析师
(021) 23219413
qiucc@htsec.com

邱志承
金融行业核心分析师
(021) 23219396
qiuzc@htsec.com

刘 金
基础化工行业高级分析师
(021) 23219421
liujin@htsec.com

谢 盐
证券信托行业高级分析师
(021) 23219436
xiey@htsec.com

马 婴
航空及机场行业高级分析师
(021) 23219408
maying@htsec.com

王友红
化学制药及生物制药行业高级分析师
(021) 23219407
wangyh@htsec.com

李冠宇
计算机行业分析师
(021) 23219414
ligy @htsec.com

杨红杰
有色金属行业分析师
(021) 23219406
yanghj@htsec.com

刘彦奇
钢铁行业分析师
(021) 23219391
liuyq@htsec.com

汪 盛
批发和零售贸易行业分析师
(021) 23219390
wangs@htsec.com

叶琳菲
传媒行业分析师
(021) 23219397
yelf@htsec.com

周 睿
医药行业分析师
(021) 23219416
zhour@htsec.com

朱 胤
化工行业分析师
(021) 23219378
zhuyin@htsec.com

范坤祥
金融行业分析师
(021) 23219382
fankx@htsec.com

潘洪文
保险行业分析师
(021) 23219389
panhw@htsec.com

帅 虎
房地产行业分析师
(021) 23219401
shuaih@htsec.com

赵晨曦
汽车行业分析师
(021) 23219473
zhaocx@htsec.com

王茹远
互联网行业分析师
(021) 23219474
wangry@htsec.com

陈子仪
TMT 小组助理分析师
(021) 23219244
chenzy@htsec.com

潘鹤
消费小组助理分析师
(021) 23219423
panh@htsec.com

蒲世林
建筑建材及建筑工程小组助理分析师
(021) 23219054
pusl@htsec.com

钱列飞
交通运输小组助理分析师
(021) 23219104
qianlf@htsec.com

张 浩
电力及电力设备小组助理分析师
(021) 23219383
zhangh@htsec.com

李明亮
宏观经济核心分析师
(021) 23219434
lml@htsec.com

汪 辉
宏观经济高级分析师
(021) 23219432
wanghui@htsec.com

陈峥嵘
宏观经济高级分析师
(021) 23219433
zrchen@htsec.com

陈 勇
宏观经济高级分析师
(021) 23219438
chenyong@htsec.com

刘铁军
产业经济高级分析师
(021) 23219394
liutj@htsec.com

于建国
宏观经济高级分析师
(021) 23219431
yujg@htsec.com

陈久红
策略核心分析师
(021) 23219393
chenjiuhong@htsec.com

单 磊
策略高级分析师
(021) 23219428
shanl@htsec.com

吴一萍
策略高级分析师
(021) 23219387
wuyiping@htsec.com

张冬云
策略高级分析师
(021) 23219442
zhangdy@htsec.com

黄泽丰
策略高级分析师
(021) 23219440
huangzf@htsec.com

娄 静
基金首席分析师
(021) 23219450
loujing@htsec.com

胡 倩
估值首席分析师
(021) 23219472
huqian@htsec.com

联蒙珂
固定收益及衍生产品核心分析师
(021) 23219395
lianmk@htsec.com

姜金香
固定收益高级分析师
(021) 23219445
jiangjx@htsec.com

雍志强
期货高级分析师
(021) 23219424
zqyong@htsec.com

单开佳
基金高级分析师
(021) 23219448
shankj@htsec.com

周 健
衍生产品分析师
(021) 23219444
zhouj@htsec.com

吴先兴
定量分析师
(021) 23219449
wuxx@htsec.com

丁鲁明
固定收益及衍生产品助理分析师
(021) 23219068
dinglm@htsec.com

张峰
数量助理分析师
(021) 23219370
zhangfeng@htsec.com

贺振华
机构客户部经理 核心销售经理
(021) 23219381
hzh@htsec.com

潘春晖
核心销售经理
(021) 23219374
panch@htsec.com

高 臻
高级销售经理
(021) 23219386
gaoqin@htsec.com

孙 俊
高级销售经理
(021) 23219454
sunj@htsec.com

胡雪梅
销售经理
(021) 23219385
huxm@htsec.com

季唯佳
销售经理
(021) 23219384
jiwj@htsec.com

黄 毓
销售经理
(021) 23219410
huangyu@htsec.com

毛艺龙
销售经理
(021) 23219373
maoyl@htsec.com

申林英
销售经理
(021) 23219415
shenly@htsec.com

海通证券股份有限公司研究所
地址: 上海市黄浦区广东路 689 号海通证券大厦 13 楼
电话: (021) 23219381
传真: (021) 23219392
网址: www.htsec.com