

2009年7月14日

医药行业

人福科技 (600079)

增持

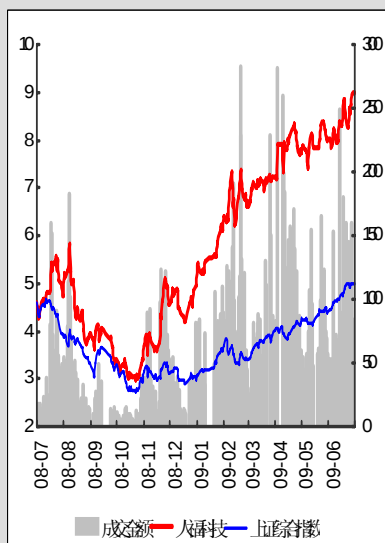
医药行业研究员

李伟志

010-88086830-676

liwz@rxzq.com.cn

人福科技与上证指数走势对比图



麻醉药、计生药、基因药-公司未来重点发展领域

投资要点

- **以麻醉镇痛药为主的综合性企业。**人福科技是一家综合性控股企业，其主业比较复杂，目前是以麻醉镇痛药、计生药物及用品、房地产和教育投资为主的四大业务板块。06年开始，公司决定将医药业务作为公司发展的主要方向，并逐渐退出房地产和教育产业。公司目前股权结构比较简单，公司的法人控股股东为武汉当代科技产业集团股份有限公司，其余全部股东为9位自然人。武汉当代集团持有公司16.41%左右的股份。
- **麻醉镇痛药增长较快，其它业务逐渐退出。**公司08年主营业务收入和利润分别为10.2亿和4.9亿元，同比增长44%和52%。综合毛利率同比提升两个百分点到48%，主要原因为公司的药品收入（同比增长35%）和安全套收入（同比增长70%）大幅增长推动的。公司以麻醉药为主的药品业务是其利润增长点，08年收入和利润分别为6.7亿和3.8亿元，同比增长35%和38%，过去三年收入和利润复合增长率超过30%，收入和利润占总比高达66%和78%，其业务毛利率是所有业务中最高的（08年57%），其中主打产品瑞芬太尼很有可能进入新一期的国家基本药物目录。房地产和其他投资业务曾经是重要的利润来源，在公司的医药资产尚未成熟之前支撑了企业的发展。08年两者收入和利润合计为2.1亿和6600万元，占总收入和利润比已经下降到20%和14%。目前公司战略上决定要重点发展医药产业，其中涉及麻醉药/计生药/基因药三大细分领域。
- **盈利预测和估值。**我们预计公司09、10年净利润分别为1.1亿元和1.8亿元，每股收益0.29和0.46元。如果考虑公司09年定向发行1亿股，摊薄后每股收益分别为0.23元和0.37元。公司09/10年动态PE39倍和24倍，短期估值略高，但鉴于公司在麻醉镇痛药领域里的领导地位以及其对医药未来发展的专注，我们给与其长期“增持”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入	705,059,759	1,016,804,560	1,324,394,182	1,875,497,073
增长率	-5%	44%	30%	42%
毛利率	46%	48%	48%	50%
净利润	69,440,558	78,197,554	113,714,628	179,825,583
增长率	-32%	13%	45%	58%
每股收益	0.18	0.20	0.29	0.46

1、公司概况

人福科技是一家综合性控股企业，其主业比较复杂，目前是以麻醉药、计生药物及用品、房地产和教育投资为主的四大业务板块。06年开始，公司决定将医药业务作为公司发展的主要方向，并逐渐退出房地产和教育产业。公司目前股权结构比较简单，公司的法人控股股东为武汉当代科技产业集团股份有限公司，其余全部股东为9位自然人。武汉当代集团持有公司16.41%左右的股份。

主要控股子公司	股权比例	业务方向
宜昌人福	70%	麻醉药、原料药及成药
武汉人福	100%	冻干粉针剂、小容量注射剂
葛店人福	94.65%	计划生育用药及甾体类原料药
新疆维吾尔药业	55%	维吾尔药品
深圳新鹏生物	52%	生物工程产品
天津中生	90%	计生用品
武汉当代物业	85%	房地产开发
武汉理工大华夏学院	100%	教育学院
武汉杰士邦	10%	计生用品

数据来源：公司年报 日信证券

2、09 年一季度业绩分析

公司 09 年一季度主营业务收入为 3 亿元，同比增长 38%；主营业务利润为 1.6 亿元，同比增长 59%；净利润为 852 万元，同比减少 21%。一季度主营收入和利润增长的主要原因是麻醉镇痛药芬太尼系列收入 30%增长推动的，其中净利润减少主要原因为资产减值损失同比大幅增加 236%（公司对存货的计提跌价准备增加）以及投资净收益同比减少 90%（房地产业务中按权益法核算的国际花园委托开发项目投资收益减少）造成的。实际上公司主营业务收入和利润增长稳定，毛利率也从 08 年同期的 46% 大幅提升到 09 年一季度的 53%，

	2006 年一季度	2007 年一季度	2008 第一季度	2009 第一季度
主营业务收入	193,358,719	144,769,738	216,511,802	299,134,285
增长率		-25%	50%	38%
主营业务利润	68,866,694	69,741,946	99,006,296	157,550,197
增长率		1%	42%	59%
毛利率	36%	48%	46%	53%
期间费用合计	53,478,247	66,106,856	91,829,750	133,574,728
增长率		24%	39%	45%

期间费用率	28%	46%	42%	45%
资产减值损失	215,491	2,039,862	730,615	2,452,931
增长率		847%	-64%	236%
投资净收益	5,898,652	15,789,691	14,151,100	1,448,691
增长率		168%	-10%	-90%
净利润	7,043,022	8,844,240	10,730,585	8,517,616
增长率		26%	21%	-21%

3、主营业务分析

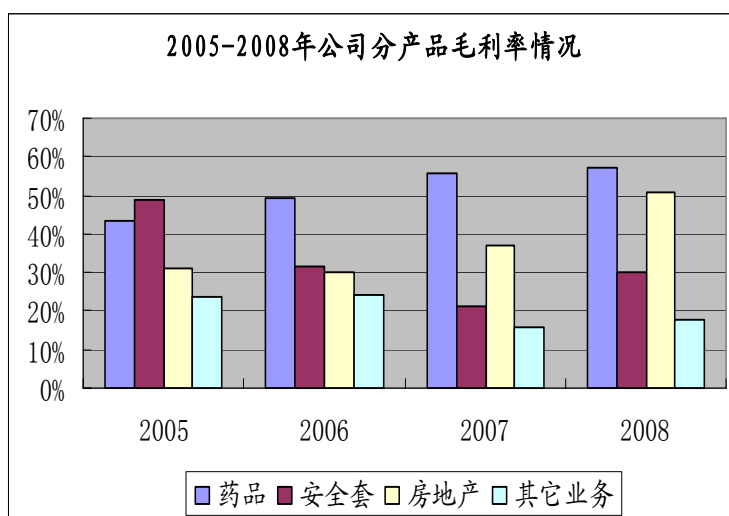
公司08年主营业务收入和利润分别为10.2亿和4.9亿元，同比增长44%和52%。综合毛利率同比提升两个百分点到48%，主要因为公司的药品收入（同比增长35%）和安全套收入（同比增长70%）大幅增长推动的。公司的麻醉药品是其利润增长点，08年收入和利润分别为6.7亿和3.8亿元，同比增长35%和38%，过去三年收入和利润复合增长率超过30%，收入和利润占比高达66%和78%，其业务毛利率是所有业务中最高的（08年57%）。在连续两年负增长之后，公司08年收购杰士邦经销商中生爱佳药具发展有限公司、上海飞盾贸易有限公司、广州康为贸易有限公司和东莞骏文贸易有限公司，安全套业务一改颓势，收入和利润分别达到1.3亿和3937万元，同比大幅度提升70%和144%，占总收入和利润比提升到13%和8%，08年业务毛利率达到30%。

房地产和其他投资业务曾经是公司重要的利润来源，在公司的医药资产尚未成熟之前支撑了企业的发展。目前公司战略上决定要重点发展医药产业，逐渐退出地产业和教育等领域，因此近年来都没有再继续拿地。08年两者收入和利润合计为2.1亿和6600万元，占总收入和利润比已经下降到20%和14%左右。

	2005	2006	2007	2008
营业收入				
药品	320,122,636	373,430,460	498,072,762	670,197,752
增长率		17%	33%	35%
占比	44%	50%	71%	66%
安全套	144,019,389	96,669,463	76,486,692	129,920,132
增长率		-33%	-21%	70%
占比	20%	13%	11%	13%
其他业务	73,367,718	72,308,903	93,593,240	130,887,495

增长率		-1%	29%	40%
占比	10%	10%	13%	13%
房地产	182,009,729	199,239,866	36,907,064	85,799,181
增长率		9%	-81%	132%
占比	25%	27%	5%	8%
总营业收入	719,519,472	741,648,692	705,059,759	1,016,804,560
增长率		3%	-5%	44%
营业利润				
药品	138,428,680	184,716,639	277,836,724	383,378,038
增长率		33%	50%	38%
占比	49%	63%	86%	78%
安全套	70,582,932	30,610,210	16,105,760	39,356,695
增长率		-57%	-47%	144%
占比	25%	10%	5%	8%
其他业务	17,288,019	17,504,788	14,731,422	23,002,229
增长率		1%	-16%	56%
占比	6%	6%	5%	5%
房地产	56,545,756	59,880,086	13,728,241	43,563,207
增长率		6%	-77%	217%
占比	20%	20%	4%	9%
总营业利润	282,845,387	292,711,723	322,402,147	489,300,170
增长率		3%	10%	52%

数据来源：日信证券



数据来源：日信证券

4、麻醉药及其所在行业分析

4.1 公司产品所在行业分析

从大类别上来看，08年中期国内神经系统药物在大城市主要医院的用药领域中增长速度最为迅猛，同比增长43%。根据南方医药经济研究所的分类，神经系统行业主要分为精神兴奋类、精神安定药、麻醉剂、止痛药、抗帕金森氏药物等类别。其中人福科技的麻醉镇痛药属于大类的止痛药，主要为阿片类麻醉镇痛药，包括吗啡、杜冷丁、芬太尼、曲马多等，其中大部分药品都兼有麻醉的特性，在临床上也可以被用作麻醉，因为该类药品长期使用容易上瘾，因而被严格管制，也通常被列为“管制类的麻醉药”，而通常用于麻醉的异丙酚、依托咪酯、咪达唑仑等则被称为“麻醉剂”，其管制也没有麻醉镇痛类药物那么严格。2007年神经系统药物国内市场规模大约在360亿元左右，其中止痛药占比11%，而其中的麻醉镇痛药市场规模为20亿元左右，同比增长44%。

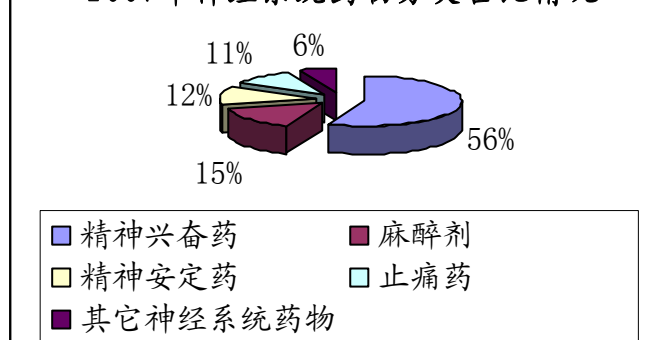
从具体产品来看，最理想的麻醉镇痛药是镇痛效果好，成瘾性低的产品，但大多数麻醉镇痛药都不能满足这个条件，曲马多、右丙氧芬等产品成瘾性低，但镇痛强度也低，海洛因的镇痛效果是吗啡的4-8倍，但其成瘾性是吗啡的10倍，目前海洛因已经不再被用作药品。比较而言，芬太尼系列产品的镇痛效果是吗啡的几十倍甚至上千倍，而成瘾性却比吗啡低，因而从疗效上看，芬太尼系列无疑目前是最理想的麻醉镇痛药。2007年芬太尼系列（包括瑞芬太尼，舒芬太尼和枸橼酸芬太尼）在所有麻醉镇痛药品中使用占比高达63%，是目前医院的首选药物。借助芬太尼系列产品的良好效果，宜昌人福07年在国内市场占有率高达36%，从趋势来看，其领先优势越来越明显，在05年还与公司共享市场第一的北京萌蒂目前国内市场占有率已经下降到21%。可以说宜昌人福在麻醉镇痛药市场上的竞争优势明显。

城市主要医院药品市场份额和增长情况

	2002 市场份额	2008H 市场份额	2008H 同比增长 (%)
抗感染药	27%	24%	29%
肿瘤类和免疫药物	13%	18%	39%
心血管系统药物	15%	14%	37%
消化系统药物	13%	12%	31%
神经系统药物	6%	8%	43%

数据来源：南方经济研究所 日信证券

2007年神经系统药物分类占比情况



数据来源：南方经济研究所 日信证券

神经系统药物分类

类别	代表性产品	市场特定	相关厂家
精神兴奋类	神经节甙脂、奥拉西坦、依达拉奉市场容量大帕罗西汀、氟西汀、舍曲林	市场容量大，潜在空间巨大	齐鲁制药，江苏先声、大连辉瑞
麻醉剂	异丙酚、依托咪酯、咪达唑仑七氟烷、异氟烷罗哌卡因、利多卡因	市场大，垄断性高，增长速度快	恩华药业，恒瑞医药
精神安定药	奥氮平、利培酮	增长速度快，市场还较小	恩华药业，西安杨森
止痛药	芬太尼系列、吗啡、杜冷丁、曲马多阿司匹林、美洛昔康	进入壁垒高、增长速度快	西安杨森、宜昌人福、北京萌蒂、德国 IDT 拜耳
抗帕金森氏药	左旋多巴、卡比多巴	仍为外资垄断	罗氏、默沙东

数据来源：南方经济研究所 日信证券

2005-2007 年麻醉镇痛药国内市场占有情况

	2005	2006	2007
宜昌人福	24%	31%	36%
北京萌蒂	24%	23%	21%
西安杨森	15%	14%	15%
德国 IDT	19%	16%	9%
其它公司	18%	16%	19%

数据来源：南方经济研究所 日信证券

4.2 公司麻醉药分析

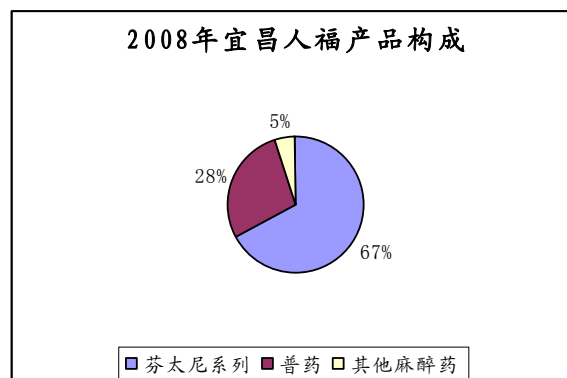
公司下属子公司宜昌人福是公司旗下最具特色的制药企业，主要产品为瑞芬太尼、枸橼酸芬太尼注射液、杜冷丁注射液等麻醉注射药品。宜昌人福实施的麻醉系列新药产业化项目已被国家发改委列入国家高新技术产业化示范工程。公司生产经营204个品种、品规的制剂及原料药，拥有国内独家生产的枸橼酸芬太尼原料及制剂；拥有国家二类新药盐酸瑞芬太尼原料及冻干粉针剂，而枸橼酸芬太尼和瑞芬太尼很有可能以独家产品的身份进入新一期的国家基本药物目录。08年公司完成4.2亿的收入规模和7180万的净利润，同比大幅度增长38%和53%，从过去几年来看，子公司成长性很好，收入和利润复合增长率超过30%，是上市公司的主要利润贡献者。

宜昌人福目前产品主要以芬太尼系列为主，08年芬太尼系列收入达到2.8亿元，占比高达67%。此外，宜昌人福的研发能力十分强大，公司还有大量的后续产品，在强镇痛领域有阿芬太尼、氢吗啡酮、纳布啡，在中度镇痛领域有美普他酚、氨酚曲马多，在麻醉领域有异氟烷和磷丙泊酚，其中纳布啡和氨酚曲马多已经申报生产，预计将在最近一两年获批。

公司控股子公司宜昌人福收入利润情况

	2005	2006	2007	2008
收入	20478	24429	30198	41719
增长率		19%	24%	38%
利润	2675	3471	4697	7180
增长率		30%	35%	53%

数据来源：公司数据 日信证券



数据来源：公司数据 日信证券

药品	用途	类别	新药类别	在研阶段	已有生产厂家	申报时间
氨酚曲马多	中度镇痛	二类精神	3.2	申报生产	杨森、双鹭、九州	2008 年
异氟烷	吸入麻醉	麻醉剂	2	批准临床	雅培、百特	2006 年
磷丙泊酚	麻醉镇静	麻醉剂	1.1	申报临床	卫材	2008 年
阿芬太尼	麻醉镇痛	止痛类	3.1	批准临床	强生	2007 年
美普他酚	中度镇痛	止痛类	3.1	申报临床	Shire	2006 年
氢吗啡酮	强镇痛	止痛类	3.1	申报临床	Purdue Pharma	2005 年
纳布啡	中重度镇痛	止痛类	3.1	申报生产	卫材	2008 年

数据来源: STDA药品评审中心 日信证券

5、增发项目及其它

公司定向增发目前进展顺利,已经将材料上报到证监会,预计近两个月会有结果,本次非公开发行股票的数量不超过1亿股,其中第一大股东当代科技按不低于本次发行总量的16.408%比例认购,如果发行成功,其持股比例将会超过30%,这表明第一大股东看好人福科技未来发展并提升持股比例。本次非公开发行股票募集资金预计为4.8亿元,集中投资到三个子公司的医药领域(宜昌人福的麻醉药/葛店人福的计生药/深圳新鹏的基因药)。并建设好麻醉药、抗菌抗病毒药、甾体类计划生育药、中成药、基因工程药、生殖健康产品的专业研发基地和实验室,公司争取每年上市20个以上的新品种,5年内要推出几个一类新药。根据我们了解到的情况,子公司深圳新鹏生物的国家一类新药重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体目前刚上报到药监局进行新药审批的程序,还没有进行临床实验,预计距离产品上市还要很长时间。

6、盈利预测

公司药品收入主要以宜昌人福的麻醉镇痛药为主,08年占总药品收入达到63%,而宜昌人福08年收入同比增长38%,在终端医院以神经系统药物用药比例不断增大以及主打产品芬太尼以独家产品身份进入基本药物目录的前提下,预计09年药品收入增长率为40%,10年麻醉镇痛药项目投产后产量将增加一倍,我们预计收入增长率将达到60%,毛利率保持在57%;由于08年公司收购杰士邦经销商中生爱佳药具发展有限公司、上海飞盾贸易有限公司等计生药品公司,预计09、10年安全套收入增长为20%;房地产业务08年同比增长132%,主要是新增国际花园房产项目收入推动的,目前公司国际花园项目销售良好,但由于08年

基数较大, 09 年根据公司财务预算报告显示, 房地产业务收入将同比下降 30%左右, 而预计 10 年公司将会剥离此业务, 这里不计入收入表。预计公司 09、10 年净利润分别为 1.1 亿元和 1.8 亿元, 每股收益 0.29 和 0.46 元。如果考虑公司 09 年定向发行 1 亿股, 摊薄后每股收益分别为 0.23 元和 0.37 元。公司 09/10 年动态 PE39 倍和 24 倍, 短期估值偏高, 但鉴于公司在麻醉镇痛药领域里的领导地位以及其对医药未来发展的专注, 我们给与其长期“增持”的投资评级。

	2007	2008	2009E	2010E
营业收入				
药品	498,072,762	670,197,752	938,276,853	1,501,242,966
增长率	33%	35%	40%	60%
毛利率	56%	57%	57%	57%
安全套	76,486,692	129,920,132	155,904,158	187,084,990
增长率	-21%	70%	20%	20%
毛利率	21%	30%	30%	30%
其他业务	93,593,240	130,887,495	170,153,743	187,169,117
增长率	29%	40%	30%	10%
毛利率	16%	18%	17%	17%
房地产	36,907,064	85,799,181	60,059,427	
增长率	-81%	132%	-30%	
毛利率	37%	51%	35%	
总收入	705,059,759	1,016,804,560	1,324,394,182	1,875,497,073
增长率	-5%	44%	30%	42%
药品毛利收入	277,836,724	383,378,038	534,817,806	855,708,490
安全套毛利收入	16,105,760	39,356,695	46,771,247	56,125,497
房地产毛利收入	13,728,241	43,563,207	21,020,799	0
其他业务毛利收入	14,731,422	23,002,229	28,926,136	31,818,750
总毛利收入	322,402,147	489,300,170	631,535,990	943,652,737
税金及附加占收入比	0.9%	1.2%	1.2%	1.2%
营业税金及附加	6,653,747	11,709,691	15,251,945	21,598,538
期间费用率	39.7%	39.9%	39%	40%
期间费用合计	279,974,375	406,152,640	516,513,731	740,821,344
资产减值损失	4,416,258	4,227,503	4,321,881	4,321,881
投资净收益	72,769,632	50,040,743	61,405,187	61,405,187
营业外净收入	(3,390,012)	(243,357)	(243,357)	(243,357)
利润总额	101,560,847	117,485,399	156,610,264	238,072,806
所得税	10,725,803	15,609,728	20,359,334	35,710,921

少数股东损益	21,394,486	23,678,117	22,536,301	22,536,301
净利润	69,440,558	78,197,554	113,714,628	179,825,583
每股收益	0.18	0.2	0.29	0.46

数据来源：日信证券

7、投资风险

- * 公司经营业务较多，其它业务增长可能会低于预期值。
- * 房地产业务的不确定性给公司业绩构成一定压力。

投资评级说明

公司投资评级:

以报告日后的6-12个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

买入 (Buy) : 相对强于市场表现20%以上;

增持 (outperform) : 相对强于市场表现5% ~ 20%;

中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5% ~ +5%之间波动;

减持 (underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业投资评级:

以报告日后的6-12个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下:

看好 (overweight) : 行业超越整体市场表现;

中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平;

看淡 (underweight) : 行业弱于整体市场表现。

免责声明

本研究报告由日信证券有限责任公司研究部撰写, 研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则, 以合法渠道获得这些信息, 尽可能保证可靠、准确和完整, 但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据, 不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证, 无论是否已经明示或者暗示。日信证券有限责任公司研究所将随时补充、更正和修订有关信息, 但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。

本报告版权仅为日信证券有限责任公司研究部所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布, 需注明出处为日信证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

日信证券有限责任公司研究部对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。