

增发聚焦医药主业

人福科技 (600079)

评级: 增持 (首次)

股价: 8.73 元

目标价: 10.04

调研简报

2009 年 7 月 30 日 星期四

医药化工研究小组

张飞、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药/生物制品行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 10.04 元

升值潜力 (%) 15

目标价确定日期: 2009-7-29

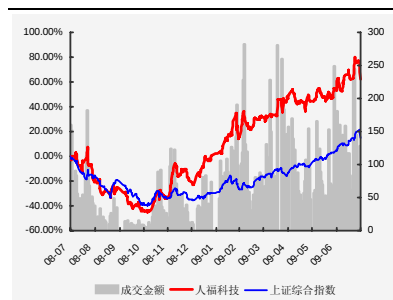
重要数据

总股本(亿股)	3.89
流通股本(亿股)	3.25
总市值(亿元)	33.96
流通市值(亿元)	28.37

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	5.82	-3.97
3 个月	10.38	-21.96
6 个月	61.01	-3.08

个股相对上证综指走势图



投资要点

- 公司目前的医药主业包括: 宜昌人福的麻醉药业务、湖北葛店的计生药业务、安全套业务以及新疆维吾尔制药的维药业务, 其中对公司业绩贡献最大的麻醉药业务。其他非医药主业包括房地产和教育投资
- 公司 08 年实现营业收入 10.24 亿元, 同比增长 44.44%。其中医药产业实现营业收入 8 亿元, 同比增长 39.26%, 增长主要靠麻醉药和计生药拉动, 医药占主业的比重达到了 78.13%。实现归属母公司所有者净利润 7819.76 万元, 同比增长了 15.64%。利润增长的速度低于收入增长的速度主要是对国际花园房地产项目以及天风证券权益法核算的投资收益减少所致。由于公司加大了销售投入的力度, 销售费用有所增加, 从 07 年 19.49% 增加到 08 年的 21.21%
- 公司表示, 芬太尼作为成熟的麻醉药产品, 亦是国际上主流的麻醉药品种, 镇痛作用强, 成瘾性低, 预计进基本药物目录不成问题, 公司倾向于将价格最低的芬太尼进基本药物目录, 来促进销量的提升, 高端的产品仍然维持高价格, 二三线以下的城市将借助新农合和国家推进基本药物目录的机遇取得增长, 鉴于公司在麻醉药领域的龙头地位以及进入基本药物目录对产品上量的贡献, 我们认为未来三年维持 30%-40% 的高速增长
- 公司控股 94.65% 的湖北葛店人福是我国计生药品产品国内四大定点厂商之一, 08 年实现主营收入近 7000 万元, 同比增长 103.38%, 预计 09 年销售会过亿, 并逐渐成为公司利润新的驱动点。
- 我们预计人福科技 09 年、10 年 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元, 当前股价相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 34.92 倍、25.68 倍。我们看好公司在麻醉药领域的龙头价值以及公司在计生药领域的增长前景, 给予公司 6 个月 10.04 元的目标价, 相对于当前 8.73 元的股价仍有 15% 的涨幅, 给予“增持”评级。

□ 公司基本情况

公司前身为当代生物化学技术研究所，1997 年上市，上市后公司涉猎了医药、房地产、教育投资等多项业务，发展思路不够清晰，公司自 06 年开始逐渐收缩了在其他领域的投资，集中精力发展医药主业。公司目前的医药主业包括：宜昌人福的麻醉药业务、湖北葛店的计生药业务、安全套业务以及新疆维吾尔制药的维药业务，其中对公司业绩贡献最大的麻醉药业务。其他非医药主业包括房地产和教育投资。

□ 08 年经营情况分析

公司 08 年实现营业收入 10.24 亿元，同比增长 44.44%。其中医药产业实现营业收入 8 亿元，同比增长 39.26%，增长主要靠麻醉药和计生药拉动，医药占主业的比重达到了 78.13%。实现归属母公司所有者净利润 7819.76 万元，同比增长了 15.64%。利润增长的速度低于收入增长的速度主要是对国际花园房地产项目以及天风证券权益法核算的投资收益减少所致。由于公司加大了销售投入的力度，销售费用有所增加，从 07 年 19.49% 增加到 08 年的 21.21%。

从公司 08 年情况来看，医药主业特别是麻醉药和计生药增长明显，鉴于在这两个领域的管制体制，未来医药主业维持较高的增速问题不大，曾经占收入比例较大的房地产业务公司表示将在未来 3 年内退出，预计最近三年对公司的收入和利润影响较大，制约公司短期业绩增长。

□ 麻醉药领域龙头公司，有望保持高速增长

公司控股 70% 的宜昌人福药业有限公司为我国麻醉药定点生产企业，08 年贡献利润 7000 多万，为利润的主要来源，主要产品为芬太尼系列，包括瑞芬太尼、舒芬太尼、芬太尼（原料药和制剂批文），其中芬太尼为国内独家，瑞芬太尼为二类新药，首仿药也是独家品种，三者 08 年销量分别为 1.15 亿、0.58 亿、1.05 亿，除此之外尚有杜冷丁等产品，行业年增长速度在 30-40%，公司 08 年在麻醉药领域的增速为 35%，据统计我国麻醉药人均使用量仅为美国的 1%。芬太尼是国际市场上 70 年代开始流行的成熟的产品，具有镇痛效果高、成瘾性小的特点，毛利率在 70-80%，公司占有麻醉药市场 40% 左右的市场份额，产品覆盖了大部分三甲以上的医院，新的设计产能在 1 亿只左右，解决公司未来 5 年对产能的要求。恩华药业去年拿到了芬太尼一个制剂的生产批文（但没有原料药的批文），公司亦取得了恩华主打产品咪达唑仑的生产批文，双发在市场开拓方面达成了一定的共识，避免了恶性竞争。

公司表示，芬太尼作为成熟的麻醉药产品，亦是国际上主流的麻醉药品种，镇痛作用强，成瘾性低，预计进基本药物目录不成问题，公司倾向于将价格最

低的芬太尼进基本药物目录,来促进销量的提升,高端的产品仍然维持高价格,二三线以下的城市将借助新农合和国家推进基本药物目录的机遇取得增长。同时芬太尼还在做 FDA 认证,未来有望面向美国市场出口。鉴于公司在麻醉药领域的龙头地位以及进入基本药物目录对产品上量的贡献,我们认为未来三年维持 30%-40% 的高速增长。

□ 计生类药品情况

公司的计生类药品主要包括公司控股 94.65% 的湖北葛店人福和控股 90% 的天津中生乳胶有限公司。

葛店人福是我国计生药品产品国内四大定点厂商之一(其余三家为北京紫竹制药、浙江仙居、上海华联)。其中上海华联由于产品质量事故被吊销资质,空出近 2 亿的市场份额,在此基础上公司计生类药物(流产用药)米非司酮实现了高速增长,上海华联被吊销的资质通过政府公关又恢复了,虽然其丢失的市场预计将不易恢复,但公司要保持去年的增长也绝非易事。公司销售目前主要集中在华中、华南和华东。葛店人福 08 年实现主营收入近 7000 万元,同比增长 103.38%,预计 09 年销售会过亿,并逐渐成为公司利润新的驱动点。

安全套业务去年实现销售收入 1.30 亿元,同比增长 70%,但由于汇率变动以及橡胶等原料涨价等因素,公司安全套业务为亏损约 400 多万。国内定点生产 7-11 家左右,年采购量在 10-15 亿只。公司设计产能 6 亿只,政府采购部分在 2-3 亿只,每只采购价格 1 毛钱左右,基本不赚钱,国外代工部分占其产量的三分之一左右,利润微薄,自销的部分比例很小。公司表示近年由于橡胶等原料成本下降及国家采购价格的略微提高,情况有所好转,但是盈利能力依然不佳。公司近两年通过收购上海飞盾、广州康为、东莞骏文的股权,逐步扩大安全套的销售渠道,未来将通过创立自有品牌的方式增强安全套产品的赢利能力。

□ 维药在新医改下有一定的机会,需要较长的市场导入期

公司持股 55% 的新疆维吾尔制药有限公司生产维药 20 多个产品,包括数个国内独家产品和国家中药保护产品长,其中玫瑰花糖膏、复方木尼孜其颗粒属国内独家生产产品;祖卡木颗粒、复方斯亚旦生发酊、复方斯亚旦生发油属于国药中药保护品种。新医改有望增加中药以及民族药的生存空间,但由于维药市场不规范,预计培育期较长,未来将实现平稳的增长。

□ 房地产、教育投资情况

公司目前公司正在开发的项目包括“当代国际花园”三期、“当代光谷智

慧城”五期，拟开发的项目为“当代国际花园”四、五期，预计在 2011 年前完成房地产开发。当代国际花园三期位于武汉核心地段，周围房价在 5000 元/平左右，基本地价在 1000 元/平左右，利润空间较大。

公司于 04 年、07 年投资了武汉理工大学华夏学院和广西漓江师范学院，目前贡献收益的为华夏学院。其中华夏学院拥有学生 1 万名左右，学费 1.2 万/年，运作较为成功，分数线比一般三本要高，师资来自武汉理工大学以及部分社会招聘，成本在 80%左右，收益稳定，08 年贡献投资收益 1800 万。漓江师范学院投资 1858 万，由于刚刚成立，还未贡献投资收益。公司表示这块业务将在合适的时机以合适的方式剥离出去。

□ 增发聚焦医药主业

公司自 06 年开始逐渐收缩房地产等领域的业务，聚集精力做大医药业务，非主业项目主要是房地产和教育投资，其中房地产公司表示开发完现有的楼盘将会退出，教育投资主要是武汉理工大学华夏学院和广西漓江师范学院，将会选择适当的时机退出。

表 1：人福科技本次增发项目

项目名称	必要性	项目全部达产后规模	预计投资金额（万元）	投资回收期（年）
宜昌人福麻醉药注射制剂建设项目	国家 GMP 规范的变动、冻干产能已饱和	建设年产 2,000 万瓶冻干及 1.5 亿支小针的注射制剂车间	13242.78	4.46
葛店人福计生药制剂车间扩产项目	目前产能无法满足需求	新建年产 4,000 万片（粒）计生药生产车间	5007.50	4.60
武汉人福异地搬迁 GMP 改造项目	目前设备陈旧无法满足销售规模需求	1、年产 3000 万支冻干粉针生产线 2、年产 5000 万支小容量注射剂生产线 3、年产 1500 万粒栓剂生产线 4、年产 400 万瓶口服液生产线 5、年产 4000 万粒胶囊剂、1000 万片片剂、1000 万袋颗粒剂固体制剂生产线	8059	5.46
医药物流中心建设项目	GSP 达标及认证的要求、战略布局的需要	新建现代化仓库及辅助设施面积 12,380 平方米	8042.96	7.40
医药工程研发中心及中试基地建设项目	战略发展的需要	新建主体建筑面积为 8,000 平方米的研发大楼	8017	
偿还银行贷款	改善公司财务结构	资产负债率（母公司）降低至 50.10%	6000	

资料来源：公司非公开发行 A 股预案、东海证券研究所

□ 盈利预测

表 2: 人福科技盈利预测表 单位: 亿元

主要财务指标	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	10.2437	12.2924	15.3655
增长率 (%)	44.44%	20%	25%
减: 营业成本	5.3459	6.1696	7.5583
营业毛利	4.8978	6.1228	7.8072
毛利率 (%)	47.81%	49.81%	50.81%
减: 营业税金及附加	0.1171	0.1405	0.1756
销售费用	2.1731	2.7306	3.5663
管理费用	1.2817	1.5381	1.9226
财务费用	0.6068	0.7282	0.9103
费用率 (%)	39.65%	40.65%	41.65%
资产减值损失	0.0423	0.0508	0.0603
投资净收益	0.5004	0.5004	0.7506
营业利润	1.1773	1.435	1.9227
营业外收入	0.0604	0.0725	0.0906
营业外支出	0.0629	0.0755	0.0944
利润总额	1.1749	1.432	1.9189
减: 所得税	0.1561	0.1903	0.2550
实际所得税负比率 (%)	13.29%	13.29%	13.29%
少数股东损益	0.2368	0.2842	0.3553
归属母公司所有者的净利润	0.7820	0.9575	1.3086
增长率 (%)	12.62%	22.44%	36.66%
净利润率 (%)	7.63%	7.79%	8.52%
每股收益	0.20	0.25	0.34

重要假设:

- 1、营业收入整体增长 20%，其中医药增长 30%，房地产减少 30%；
- 2、由于规模扩大及原材料成本的下降，毛利率提升 2 个百分点；
- 3、公司在加强销售导致销售费用率增加 1 个百分点，管理费用率、财务费用率维持 08 年水平。
- 4、投资净收益维持不变，实际所得税税负比率维持不变。

在上述假设的基础上，我们预计人福科技 09 年、10 年 EPS 分别为 0.25 元、0.34 元，当前股价相对于 09 年、10 年 EPS 分别为 34.92 倍、25.68 倍。我们看好公司在麻醉药领域的龙头价值以及公司在计生药领域的增长前景，给予公司 6 个月 10.04 元的目标价，相对于当前 8.73 元的股价仍有 15% 的涨幅，给予“增持”评级。

□ 风险提升

- 1、 产品进入基本药物目录降价的风险;
- 2、 房地产业务减少对于利润的影响;
- 3、 大股东持股比例不高, 减持的风险。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122