

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

目标价: 22.41 元

当前股价: 16.12 元

评价调整: 首次

基本信息

上证综指 2450.29

总股本 471,585,686

流通股本 325,245,176

EPS(ttm) 0.4970

PE(ttm) 32.43

投资要点:

近期, 我们对人福医药进行了实地调研, 首次给予公司“买入”的投资评级。

q 公司将进一步聚焦于医药主业。近期公司出售华夏学院的全部股权, 实现了在教育产业的退出。随着房地产业务在 2012 年之前完成结算, 公司将进一步聚焦医药主业, 逐步形成以麻醉药为核心, 计生药、安全套等多元化发展的医药产业格局, 并带动整体盈利能力的提升。

q 麻醉药龙头地位巩固, 高增长持续可期。子公司宜昌人福是国内麻醉药龙头企业, 也是公司的主要收入和利润来源, 近年来保持了 40%以上的高增长。由于精麻类药品受到国家严格监管, 麻醉药定点生产企业只有宜昌人福、国药集团和恩华药业三家, 未来不会再增加, 垄断的行业格局不会改变。考虑到公司具有先发优势以及对原料药的掌控, 宜昌人福的龙头地位不可动摇。我们继续看好麻醉药的市场前景: 一方面, 随着医保体系的完善和医疗条件的提高, 我国手术量快速增长, 手术用麻醉药增速在 30%左右; 另一方面, 麻醉药正逐步向疼痛领域延伸, 尤其在癌症镇痛领域推广十分迅速。综合来看, 我们认为公司麻醉药业务仍将保持 40%以上的高增长。

q 多元化发展, 争做细分领域的领导者。公司将围绕医药主业, 打造多个具有核心竞争力的领域。目前, 葛店人福的计生药业务借助上海华联制药停产整顿的契机, 快速抢占市场份额, 已经形成了与紫竹药业和仙琚制药三分天下的局面, 有望成为下一个“宜昌人福”; 新疆维吾尔药业近年来增速超过 100%, 未来将发展目标定位于奇正藏药, 已具备一定的做大做强的潜质; 而人福普克将定位于制剂出口基地, 未来同样极具潜力。另外, 不排除未来公司针对细分领域的优势品种、项目或者公司进行收购的可能。

q 产能瓶颈突破在望, 普药销售有望恢复性增长。2009 年定向增发后, 公司募投项目进展顺利, 其中麻醉药注射剂小针项目已投产, 冻干粉针也将于今年底前投产; 而计生药扩产项目由于需要 GMP 认证将推迟至明年中期投产。随着主导产品的产能问题在 2011 年得到缓解, 公司将继续推广普药, 届时普药销售有望实现了恢复性增长。

q 房地产: 最后的晚餐依旧丰盛。公司计划在 2012 年之前完成当代国际花园项目的交房结算, 而后退出房地产业务。目前, 项目尚剩余约 10 万平方米未交付, 按照当前 5500-6000 元/平的均价计算, 未来三年可确认收入 5 亿元以上, 预计每年可贡献利润约 5000 万元, 仍相当可观。

q 盈利预测及投资评级

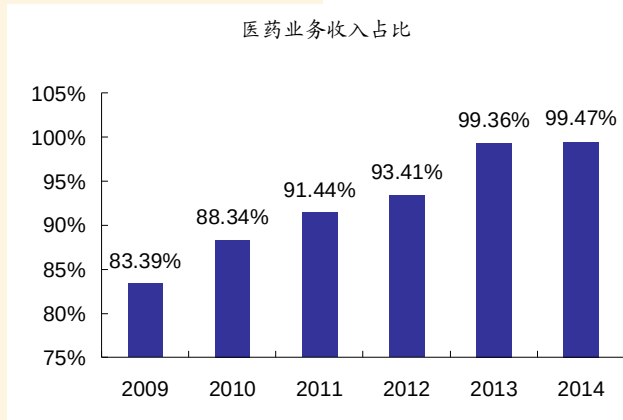
我们预测人福医药 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元和 0.91 元。随着非医药业务的退出, 以麻醉药为核心的医药业务的高增长将进一步提升公司的盈利能力, 成长性比较明确, 故我们首次给予人福医药“买入”的投资评级, 6-12 个月目标价为 22.41 元。我们认为, 从长期来看, 该股已具备投资价值, 短期提醒投资者注意 9 月 1 日增发限售股解禁带来的股价压制因素, 一旦下行将是一个建仓的良机。

q 风险提示: 麻醉药的营销风险; 募投项目进展低于预期。

公司将进一步聚焦于医药主业

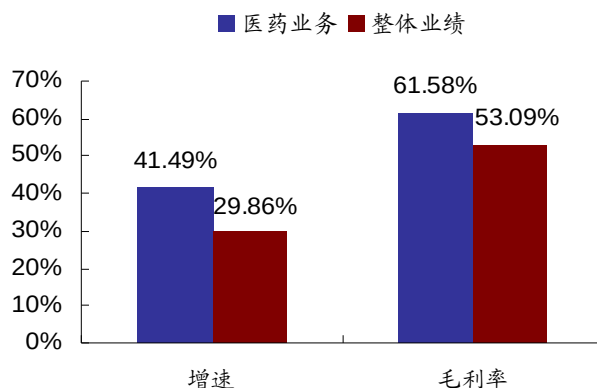
近期公司出售了华夏学院的全部股权，实现了在教育产业的退出，聚焦医药主业的发展战略进一步明晰。随着房地产业务在 2012 年之前完成结算，公司将逐步形成以麻醉药为核心，计生药、安全套等业务多元化发展的医药产业格局。我们预计，到 2013 年，公司高增速、高毛利率的医药业务的收入占比将从 2009 年的 83% 上升至 99% 以上，从而带动整体盈利能力的提升。

图 1 公司医药业务的收入占比预测



数据来源：湘财证券研究所预测

图 2 2009 公司医药业务增速和毛利率均高于整体水平

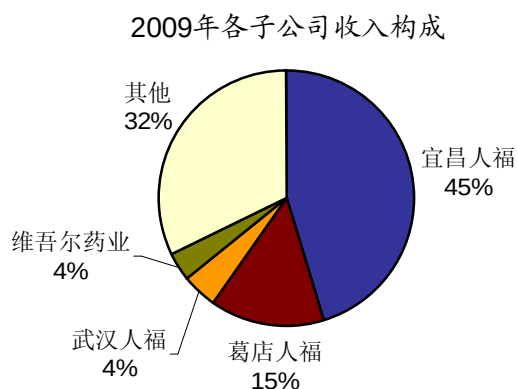


数据来源：Wind，湘财证券研究所预测

麻醉药龙头地位巩固，高增长持续可期

子公司宜昌人福是国内麻醉药龙头企业，也是公司的主要收入和利润来源，其中麻醉药业务近年来保持了 40% 以上的高增长，主导产品为芬太尼系列（包括芬太尼、舒芬太尼和瑞芬太尼三种）。

图 3 我国 PCI 手术年病例数以及增速



数据来源：湘财证券研究所

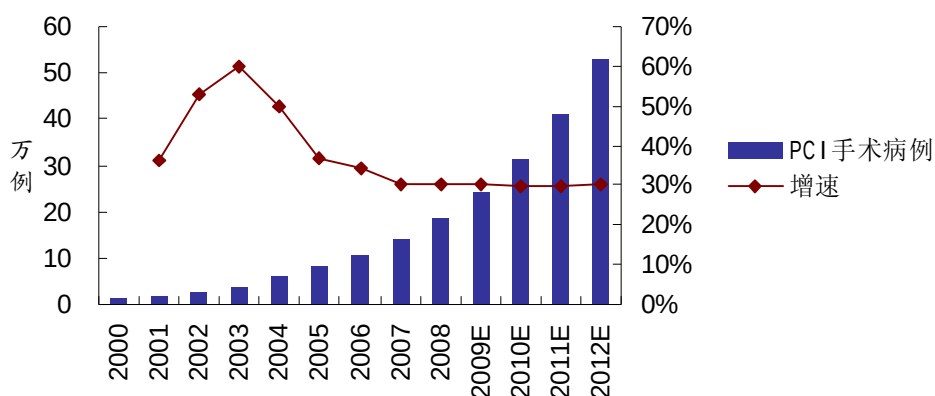
精麻类药品的生产和流通都受到国家的严格监管，生产企业的数量具有行政限制。前期麻醉药定点生产企业由宜昌人福一家扩充至宜昌人福、国药集团和恩华药业三家，目前企业数量已达到行政规定的上限，未来将不会再增加，垄断的行业格局不会改变。据了解，国药集团将获得芬太尼制剂的生产批件，而恩华药业则获得芬太

尼原料药和瑞芬太尼制剂的生产批件，预计在 2011 年可投产。相较之下，公司在麻醉药领域具有先发优势，凭借 10 多年的行业积累，已具备成熟的销售渠道，这不是新进入者短期内可以达到的；而且公司对芬太尼系列的原料药具有掌控能力，因此宜昌人福在麻醉药领域的龙头地位不可动摇。

公司的主导产品芬太尼系列由于具有良好的麻醉镇痛效果和低成瘾性的特点，近年来保持较快的增速。我们继续看好公司麻醉药的发展，主要基于两点理由：

- 1) 随着医保体系的完善和医疗条件的提高，我国手术量快速增长。以 PCI 手术为例，年病例数保持了 30% 左右的高增长。相应地，目前手术用麻醉药增速也在 30% 左右；

图 4 我国 PCI 手术年病例数以及增速



数据来源：湘财证券研究所

- 2) 麻醉药正逐步向疼痛领域延伸，包括癌症镇痛、分娩镇痛以及骨科镇痛等。疼痛治疗本来就属于麻醉科下属疼痛亚专业，在美国疼痛学会的会员中有 82% 具有麻醉科专科医师执照，而我国疼痛治疗的发展相对滞后。目前我国对疼痛治疗逐步重视，尤其是随着临终关怀观念的加强，中晚期癌症患者疼痛治疗的市场空间十分巨大。

综合来看，我们认为公司麻醉药业务仍将保持 40% 以上的高增长。

从主要产品来看：

- 1) 公司生产的**芬太尼**注射液作为基本药物独家品种，将受益于农村市场的放量。而且国家将在主要行政县选择一家以上的县级医院重点加强手术能力，由此将带动芬太尼等基础麻醉药的放量。
- 2) **舒芬太尼**制剂国内目前只有两家企业在销售，另一家是北京协和药业代理的德国进口产品，市场份额大约平分秋色。相对而言，公司产品具有价格优势和营销渠道优势，未来市场份额将逐步向公司倾斜。
- 3) 目前公司独家生产**瑞芬太尼**制剂，且具有原料药的控制权。瑞芬太尼作为全麻类药物的高端品种，具有半衰期短、无蓄积的优点，终端目前以三甲医药为主，未来将逐步渠道下沉，市场空间仍然巨大。尽管恩华药业即将获得制剂批件，但考虑到瑞芬太尼属于增量市场，且原料药仍由公司控制，未来两者不会发生明显的竞争关系。

综上所述,我们认为,公司以芬太尼系列为代表的麻醉药业务仍处于市场主导地位,可以维持市场增速,即保持 40%以上的高增长。

多元化发展,争做细分市场的领导者

公司将围绕医药主业,打造多个具有核心竞争力的领域,争做细分市场的领导者。

从子公司层面来看,葛店人福最有希望。目前,葛店人福主营计生药业务,主导产品为米非司酮,公司借助上海华联制药停产整顿的契机,快速抢占市场份额,已经形成了与紫竹药业和仙琚制药三分天下的局面,加之米非司酮配套用药米索前列醇片的推出以及紧急避孕药的快速增长,未来有望成为下一个“宜昌人福”。

新疆维吾尔药业在股权关系理顺后,加大了投入,近年来增速超过 100%,未来将发展目标定位于奇正藏药,已具备一定的做大做强的潜质。

而人福普克将定位于国外终端大客户的制剂生产出口基地,实现自有药证产品的生产,毛利率会高于普通的 OEM 业务。目前公司已初步进行了北美渠道的构建,计划 3 年内实现盈利,未来同样极具潜力。

另外,不排除未来公司外延式并购的可能性。公司在年报中明确提到“主动寻找有并购意向、专业特色和特色资源的医药企业和医药项目,有选择地进入有一定进入壁垒的,未来一段时间内竞争并不激烈的医药市场细分领域,继而发展成为市场领先者”。

我们认为,无论是内生式发展还是外延式扩张,公司争做细分市场领导者的发展战略是符合公司目前现状的,有利于公司集中力量办大事,未来出现第二个、第三个“宜昌人福”是完全有可能的。

产能瓶颈突破在望,普药销售有望恢复性增长。

2009 年定向增发后,公司募投项目进展顺利,其中麻醉药注射剂小针项目已投产,冻干粉针也将于今年底前投产;而计生药扩产项目由于需要 GMP 认证将推迟至明年中期投产。届时,以芬太尼系列和米非司酮为代表的公司主导产品的产能瓶颈将得到有效突破。

表 1 公司非公开增发生产类募投项目的进展情况

项目	投产时间
宜昌人福药业有限责任公司麻醉药注射剂建设项目	2010 年底
麻醉药冻干粉针	2010 年中期
湖北葛店人福药业有限责任公司计生药制剂车间扩产项目	2011 年中期
武汉人福药业有限责任公司异地搬迁 GMP 改造项目	2011 年中期

数据来源:湘财证券研究所

随着主导产品的产能问题在 2011 年得到缓解,公司将继续推广普药,宜昌人福的普药产能将得到恢复,同时武汉人福有望在 2011 年完成搬迁 GMP 改造项目,届时普药销售有望实现了恢复性增长。

房地产：最后的晚餐依旧丰盛

公司计划在 2012 年之前完成当代国际花园项目的交房结算，而后退出房地产业务。目前，项目尚剩余约 10 万平方米未交付，按照当前 5500-6000 元/平的均价计算，未来三年可确认收入 5 亿元以上，预计每年可贡献利润约 5000 万元，即贡献 EPS 0.11 元，仍相当可观。

盈利预测及投资评级

表 1 分产品营收预测表

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1330.21	1734.10	2386.07	3131.44
营业成本	624.03	734.95	975.34	1219.87
毛利率	53.09%	57.62%	59.12%	61.04%
药品收入	948.24	1330.60	1930.37	2610.77
增速	41.49%	40.32%	45.07%	35.25%
毛利率	61.58%	63.50%	64.32%	66.00%
成本	364.31	485.69	688.73	887.74
麻醉药	450.19	675.28	1012.92	1418.08
增速	49.87%	50.00%	50.00%	40.00%
毛利率	88.00%	89.00%	89.00%	89.00%
成本	54.00	83.59	125.79	155.92
生育调节药	101.39	141.95	198.73	258.35
增速	45.38%	40.00%	40.00%	40.00%
毛利率	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
成本	30.42	42.58	59.62	77.50
维吾尔民族药	50.13	80.21	112.29	145.97
增速	65.94%	60.00%	40.00%	40.00%
毛利率	45.00%	45.00%	45.00%	45.00%
成本	27.57	44.11	61.76	80.29
其他药品	346.53	433.17	606.43	788.36
增速	28.41%	25.00%	40.00%	30.00%
毛利率	27.19%	27.19%	27.19%	27.19%
成本	252.32	315.40	441.56	574.03
安全套	160.98	201.23	251.53	314.41

增速	23.91%	25.00%	25.00%	25.00%
毛利率	34.77%	33.77%	32.77%	32.27%
成本	105.01	133.27	169.11	212.96
房地产	83.53	183.33	183.33	183.33
增速	-2.65%	119.49%	0.00%	0.00%
毛利率	45.79%	45.00%	45.00%	45.00%
成本	45.28	100.83	100.83	100.83
其他收入	137.46	18.94	20.84	22.92
增速	-0.71%	-86.22%	10.00%	10.00%
毛利率	20.40%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	109.43	15.15	16.67	18.34

数据来源：湘财证券研究所预测

我们预测人福医药 2010-2012 年 EPS 分别为 0.52 元、0.65 元和 0.91 元。随着非医药业务的退出，以麻醉药为核心的医药业务的高增长将进一步提升公司的盈利能力，成长性比较明确。我们以 2010 年业绩为估值基准，其中房地产业务 EPS 为 0.11 元，按照目前房地产板块 2010 年市盈率中值 16.68 计算；而医药业务 EPS 为 0.41 元，参考了类似上市公司的估值水平（恩华药业 55 倍，仙琚制药 45 倍），按照 50 倍 PE 计算，我们认为人福医药 6-12 个月目标价为 22.41 元，首次给予公司“买入”的投资评级。我们认为，从长期来看，该股内在价值明确，已具备投资价值，短期提醒投资者注意 9 月 1 日增发限售股解禁带来的股价压制因素，一旦下行将是一个良好的建仓机会。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	2050	2333	2874	3468
现金	594	666	799	959
应收账款	262	386	464	598
其他应收款	253	342	404	530
预付账款	365	257	309	371
存货	537	659	867	970
其他流动资产	40	23	31	41
非流动资产	1258	1036	1037	1034
长期投资	609	310	310	310
固定资产	383	455	470	477
无形资产	65	62	59	55
其他非流动资产	200	210	198	192
资产总计	3308	3369	3911	4502
流动负债	1185	980	1159	1238
短期借款	554	369	572	629
应付账款	125	148	196	245
其他流动负债	506	463	391	363
非流动负债	42	19	18	18
长期借款	14	-10	-10	-10
其他非流动负债	28	29	28	28
负债合计	1227	998	1177	1256
少数股东权益	325	388	469	581
股本	472	472	472	472
资本公积	738	738	738	738
留存收益	547	773	1055	1456
归属母公司股东权益	1756	1982	2265	2665
负债和股东权益	3308	3369	3911	4502

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	155	67	-8	175
净利润	251	308	387	543
折旧摊销	40	34	39	43
财务费用	39	18	17	22
投资损失	-126	-69	-20	-21
营运资金变动	-62	-208	-436	-421
其他经营现金流	13	-17	5	9
投资活动现金流	-66	260	-20	-20

利润表

单位:百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	1330	1734	2386	3131
营业成本	624	735	975	1220
营业税金及附加	15	20	27	36
营业费用	345	449	618	811
管理费用	155	203	291	397
财务费用	39	18	17	22
资产减值损失	11	15	22	27
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	126	69	20	21
营业利润	267	363	456	639
营业外收入	19	6	6	6
营业外支出	6	6	6	6
利润总额	280	363	456	639
所得税	30	54	68	96
净利润	251	308	387	543
少数股东损益	49	64	80	112
归属母公司净利润	201	245	307	431
EBITDA	346	415	512	704
EPS (元)	0.43	0.52	0.65	0.91

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	29.9%	30.4%	37.6%	31.2%
营业利润	127.0%	35.7%	25.7%	40.2%
归属于母公司净利润	157.6%	21.5%	25.6%	40.2%
获利能力				
毛利率(%)	53.1%	57.6%	59.1%	61.0%
净利率(%)	15.1%	14.1%	12.9%	13.8%
ROE(%)	11.5%	12.3%	13.6%	16.2%
ROIC(%)	20.9%	20.1%	19.6%	22.9%
偿债能力				
资产负债率(%)	37.1%	29.6%	30.1%	27.9%
净负债比率(%)	47.09%	35.98%	47.74%	49.32%
流动比率	1.73	2.38	2.48	2.80
速动比率	1.27	1.71	1.73	2.01
营运能力				
总资产周转率	0.45	0.52	0.66	0.74

资本支出	118	110	40	40	应收账款周转率	5	5	6	6
长期投资	-96	-304	0	0	应付账款周转率	4.68	5.39	5.68	5.54
其他投资现金流	-45	67	20	20	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	378	-255	161	4	每股收益(最新摊薄)	0.43	0.52	0.65	0.91
短期借款	-154	-184	203	57	每股经营现金流(最新摊薄)	0.33	0.14	-0.02	0.37
长期借款	-24	-24	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.72	4.20	4.80	5.65
普通股增加	83	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	482	0	0	0	P/E	20.20	16.63	13.24	9.44
其他筹资现金流	-8	-46	-41	-53	P/B	2.32	2.05	1.80	1.53
现金净增加额	466	72	133	160	EV/EBITDA	8	7	6	4

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。