

医疗器械III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12个月目标价: 35.00元

当前股价: 22.50元

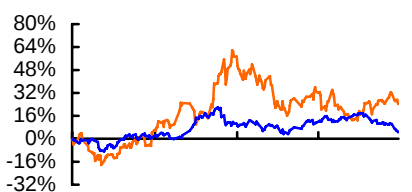
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2709.95
总股本(百万)	472
流通股本(百万)	398
流通市值(亿)	90
EPS (TTM)	0.49
每股净资产(元)	4.94
资产负债率	45.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
人福医药	3.12	-6.41	-20.91
上证综合指数	-7.37	-5.86	-5.63



2010/5 2010/8 2010/11 2011/2

— 人福医药 — 上证综合指数

相关报告

《人福医药-年报符合预期, 麻醉品将延续高增长, 生物制品及制剂出口投资值得关
《人福医药-股权激励方案出台, 有利于公司长远发展》2011-2-20

《人福医药-主业增长符合预期, 未来成长确定》2010-10-26

人福医药

600079

强烈推荐

麻醉品提供安全边际, 在研新药提升估值水平, 生物制品和制剂出口打开成长空间

近日我们调研了宜昌人福, 与人福医药总经理进行了充分交流。

投资要点:

■ 麻醉药品是投资公司的安全边际, 未来2-3年快速增长几无悬念。

✓ 10年芬太尼收入约6亿, 其中瑞芬太尼(短效)2.5亿, 增长43%; 舒芬太尼(长效)2.02亿, 增长78%, 芬太尼(长效)在舒芬的强势推广下仍然保持了1.4亿的销售。

✓ 麻醉药品国际上用在镇痛、镇静、镇咳、戒毒, 目前在中国的增长主要来源于镇痛, 该领域的人均用量与国外相比还非常低, 具有极大的发展空间。公司目前高端品种的销售仅覆盖了70%左右的三甲医院, 10-20%的县级医院, 拓展空间巨大。低端品种芬太尼达到100%覆盖, 我们预计平稳增长。

✓ 公司正在拓展麻醉药销售队伍, 11年计划从现有的500人拓展到1000人, 目前新增已到位200余人, 剩余人员三季度将全部到位。新员工培训半年后将逐步见成效, 随后由手术麻醉向ICU、疼痛科等拓展。若以目前宜昌人福人均120万/年的销售计, 1000人队伍成熟后将达到12亿, 保守估计也有10亿。

✓ 竞争产品获批还有待时日: 公司芬太尼、瑞芬太尼注射液和原料药均为独家, 恩华正在申报芬太尼原料药和制剂, 瑞芬制剂; 国药正在申报瑞芬制剂、原料药以及芬太尼制剂; 舒芬太尼唯一竞争对手是德国IDT, 未有国内厂商申报。我们预计竞品芬太尼今年获批, 作为基础用药不会对公司产生大影响; 竞品瑞芬最快明年获批, 由于目前可拓展空间非常大, 与竞争者可共同分享成长, 未来2-3年增长不用担心。

■ **新品提升估值水平。**公司在研品种众多, 大多数遵循了管制、独家的研发思路。二氢吗啡酮、纳布啡正在申报生产, 12年有望获批; 阿芬太尼、异氟烷、磷丙泊酚钠均在临床II期, 有望诞生下一个重磅品种。

■ **生物制品和制剂出口打开成长空间。**公司收购中原瑞德布局血制品, 意在培育另一个高度管制的市场, 进一步的收购也正在洽谈。美国普克相关的ANDA申报正在进行, 未来2-3年将成为公司的新看点。

■ **持续增长可以期待, 维持强烈推荐评级。**在考虑华夏学院转让完成及股权激励费用前提下, 我们预测11-13年EPS为0.69、0.86和1.12元。

■ **风险提示:** 新药获批速度和进军新领域的经营风险。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2205	3208	4545	7062
同比(%)	66%	46%	42%	55%
归属母公司净利润(百万元)	216	325	404	530
同比(%)	7%	50%	24%	31%
毛利率(%)	46.5%	51.1%	47.3%	46.2%
ROE(%)	11.1%	14.3%	15.1%	16.5%
每股收益(元)	0.46	0.69	0.86	1.12
P/E	49.02	32.64	26.29	20.01
P/B	5.43	4.66	3.96	3.30
EV/EBITDA	24	18	15	12

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2278	2952	3897	5631	营业收入	2205	3208	4545	7062
现金	466	654	505	300	营业成本	1180	1570	2396	3800
应收账款	428	622	881	1370	营业税金及附加	33	49	69	107
其它应收款	219	319	452	703	营业费用	417	719	939	1520
预付账款	448	393	599	950	管理费用	198	363	509	791
存货	632	841	1284	2036	财务费用	41	40	12	27
其他	85	124	176	273	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	1950	1389	1433	1420	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	832	314	314	314	投资净收益	23	30	0	0
固定资产	427	599	675	678	营业利润	353	492	614	811
无形资产	176	176	176	176	营业外收入	22	22	22	22
其他	515	300	268	253	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	4228	4341	5330	7051	利润总额	368	506	629	826
流动负债	1842	1501	1917	2891	所得税	64	61	75	99
短期借款	917	300	300	515	净利润	304	446	553	727
应付账款	180	240	366	581	少数股东损益	88	121	150	197
其他	745	961	1250	1795	归属母公司净利润	216	325	404	530
非流动负债	58	67	86	106	EBITDA	438	574	682	901
长期借款	34	54	73	93	EPS (元)	0.46	0.69	0.86	1.12
其他	24	13	13	13					
负债合计	1901	1568	2003	2997	主要财务比率				
少数股东权益	375	496	646	842	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	472	472	472	472	成长能力				
资本公积	737	737	737	737	营业收入	65.7%	45.5%	41.7%	55.4%
留存收益	744	1069	1473	2003	营业利润	32.2%	39.2%	24.9%	32.1%
归属母公司股东权益	1952	2278	2681	3212	归属于母公司净利润	7.4%	50.2%	24.2%	31.4%
负债和股东权益	4228	4341	5330	7051	获利能力				
					毛利率	46.5%	51.1%	47.3%	46.2%
					净利率	9.8%	10.1%	8.9%	7.5%
					ROE	11.1%	14.3%	15.1%	16.5%
					ROIC	17.8%	23.3%	20.2%	18.9%
					偿债能力				
					资产负债率	45.0%	36.1%	37.6%	42.5%
					净负债比率	50.03%	22.57%	18.65%	20.31%
					流动比率	1.24	1.97	2.03	1.95
					速动比率	0.89	1.41	1.36	1.24
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.75	0.94	1.14
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.72	7.47	7.90	8.02
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.46	0.69	0.86	1.12
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.24	0.57	-0.12	-0.77
					每股净资产(最新摊薄)	4.14	4.83	5.69	6.81
					估值比率				
					P/E	49.02	32.64	26.29	20.01
					P/B	5.43	4.66	3.96	3.30
					EV/EBITDA	24	18	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性：预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避：预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好：预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性：预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡：预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；
余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；
余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；
江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；
王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434