

人福医药（600079）

强烈推荐（上调）**三好标的，投资正当其时****市场数据**

报告日期	2011-6-8
收盘价(元)	23.16
总股本(百万股)	471.59
流通股本(百万股)	398.32
总市值(百万元)	10921.92
流通市值(百万元)	9225.12
净资产(百万元)	2006.94
总资产(百万元)	5222.27
每股净资产	4.26

主要财务指标

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2205	3160	4354	5647
同比增长(%)	65.7%	43.3%	37.8%	29.7%
净利润(百万元)	216	301	401	541
同比增长(%)	7.4%	38.9%	33.4%	34.9%
毛利率(%)	46.5%	43.0%	41.1%	39.9%
净利率(%)	9.8%	9.5%	9.2%	9.6%
净资产收益率(%)	11.1%	13.3%	15.1%	16.9%
每股收益(元)	0.46	0.64	0.85	1.15
每股经营现金流(元)	0.24	0.86	1.19	1.62

相关报告

《麻醉药快速成长,生物制品值得期待》2011-4-15

《享受麻醉药市场的美好时光》2011-3-29

《主业逐渐清晰,拐点言之尚早》2009-3-11

分析师 王晔

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

联系人: 项军

021-38565838

xiangjun@xyzq.com.cn

投资要点

- 我们看好人福医药的核心逻辑在于：**好行业（麻醉镇痛药壁垒高，不降价）、好产品（芬太尼系列竞争力强，公司独家生产）和好的投资时点（股权激励促成管理层和流通股东利益高度一致）。**
- **麻醉镇痛药是化学药中的蓝海。**我国麻醉镇痛药的人均用量和全球平均用量相比处于极低的水平，在低基数上有着巨大的成长空间。此外，麻醉镇痛药系列由于是国家定点生产，严格管制，基本上不存在降价的压力，是药品降价风暴中的避风港。
- **人福的芬太尼系列将尽享行业盛宴。**公司的芬太尼系列产品是麻醉镇痛药的主流用药，将继续享受行业未来的高增长。此外，宜昌人福的在研产品也十分丰富，销售人员今年翻倍，研发和营销的双轮驱动将给公司带来快速成长。
- **股权激励带来投资良机。**公司对管理层实施了股权激励，短期而言授予价（20.07 元）为现有股价提供了较高的安全边际；**长期来看使得管理层和流通股东的利益一致，持有即可与管理层一起分享成长。**
- **盈利预测。**我们预估公司 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.64、0.85 和 1.15 元，短期内有较高的安全边际，长期成长空间巨大，我们上调至“强烈推荐”评级，建议长期配置，与管理层一起分享公司的持续成长。
- **风险提示。**新产品上市时间有一定的不确定性；房地产业务的盈利能力可能受国家宏观调整的影响。

目 录

投资概要	- 4 -
1、近三年表现最好的化学药企业	- 5 -
1.1 业务多变的民营控股型企业	- 5 -
1.2 以宜昌人福为核心的控股模式	- 7 -
1.3 从黑马到白马，近三年涨幅最大的化学药企业	- 9 -
2、麻醉镇痛药是化学药中的蓝海	- 10 -
2.1 麻醉药简介	- 10 -
2.2 快速增长的麻醉药行业	- 11 -
2.3 麻醉镇痛药：高壁垒的蓝海	- 11 -
3、芬太尼系列将尽享行业盛宴	- 13 -
3.1 前景广阔的麻醉镇痛药市场	- 14 -
3.2 芬太尼系列在麻醉镇痛药中独领风骚	- 15 -
4、宜昌人福引领高增长，股权激励带来投资良机	- 19 -
4.1 宜昌人福将继续高增长	- 19 -
4.2 其他子公司情况	- 22 -
4.3 股权激励带来投资良机	- 25 -
5、盈利预测与估值	- 26 -
图 1、公司最新的股权结构及下属主要子公司	- 6 -
图 2、2010 年主要子公司和分业务贡献的净利润比例	- 7 -
图 3、2002-2010 年宜昌人福营业收入的增长情况	- 8 -
图 4、2001-2010 年宜昌人福净利润的增长情况	- 8 -
图 5、2001-2010 年宜昌人福为公司贡献的净利润及占比	- 8 -
图 6、2008.11.1 至今人福医药的股价表现	- 9 -
图 7、2005-2010 年 22 个重点城市样本医院麻醉药增长情况	- 11 -
图 8、国内化学药企业的可能发展方向	- 13 -
图 9、2003-2009 年我国住院病人手术人次	- 14 -
图 10、芬太尼在样本医院的增长情况	- 17 -
图 11、人福的芬太尼在样本医院增长	- 17 -
图 12、2005-2010 年瑞芬太尼在样本医院的增长情况	- 18 -
图 13、舒芬太尼在样本医院增长情况	- 18 -
图 14、人福舒芬太尼在样本医院增长	- 18 -
图 15、米非司酮在国内样本医院的竞争格局	- 22 -
图 16、2004-2010 营业收入增长情况	- 23 -
图 17、2004-2010 年净利润增长情况	- 23 -
表 1、公司的历史沿革	- 5 -
表 2、公司历史上的重大资本运作	- 6 -
表 3、2010 年人福主要子公司的收入和利润情况	- 7 -
表 4、2008.11.1 以来医药板块和化学药板块涨幅前十的公司	- 9 -
表 5、麻醉药主要种类、品种及相关公司	- 10 -
表 6、2008-2010 年麻醉药行业各厂家所占市场份额	- 11 -
表 7、SFDA 对麻醉药品生产和销售环节的管制	- 12 -

表 8、国内化学药企业四大发展方向的比较.....	- 13 -
表 9、2007-2009 年主要麻醉镇痛药用量中国与其他国家的比较	- 14 -
表 10、癌通三阶梯止痛原则	- 15 -
表 11、主要麻醉镇痛药品种比较.....	- 16 -
表 12、芬太尼系列三个品种的比较	- 16 -
表 13、2010 年样本医院前十大麻醉药产品.....	- 16 -
表 14、宜昌人福在研产品列表	- 20 -
表 15、宜昌人福盈利预测及对上市公司的贡献.....	- 22 -
表 16、未来几年公司各项业务发展前景预测.....	- 25 -
表 17、公司各子公司和分业务盈利预测假设.....	- 26 -
表 18、公司盈利预测结果	- 27 -
表 19、人福医药与可比公司估值比较	- 28 -
附表	- 29 -

投资概要

人福医药虽然是业务多元化的控股型企业，但核心资产还是以麻醉药为主的宜昌人福。我们对公司的判断是：短期内股价有较高的安全边际，长期受益于麻醉镇痛药行业的持续增长，芬太尼系列以及未来上市的新产品有望带来超预期的可能性。

1、估值及投资建议

我们预估公司 2011-2013 年的 EPS 分别为：0.64、0.85 和 1.15 元（不考虑股权激励摊薄），未来三年行业增长前景确定，公司的寡头垄断地位也不会改变，产品更是不会受到药品降价的冲击，无论短期还是长期来看都是不可多得的优质投资标的，上调到“强烈推荐”评级，建议长期配置，与管理层一起分享未来的持续成长。

2、关键假设

见盈利预测关键假设

3、股价表现催化剂

新产品获批；芬太尼系列产品的增长继续超预期

4、风险提示

新产品获批的时间取决于 SFDA，难以把握；房地产和血制品业务的盈利情况均有一定的不确定性。

1、近三年表现最好的化学药企业

1.1 业务多变的民营控股型企业

武汉人福医药集团股份有限公司（以下简称人福医药）在历史上是一家主营业务历经多次变迁的企业，在过去二十年多年的发展历程中，公司共涉足了医药、房地产、教育产业、精细化工、电子信息、计生用品、环保、金融等多项业务。经过多年的探索和发展，如今公司的业务虽然看起来还是比较多元化，但已经开始逐渐聚焦医药主业，2010年4月公司将名称从“武汉人福高科技产业股份有限公司”改为“武汉人福医药集团股份有限公司”就是明证。

表 1、公司的历史沿革

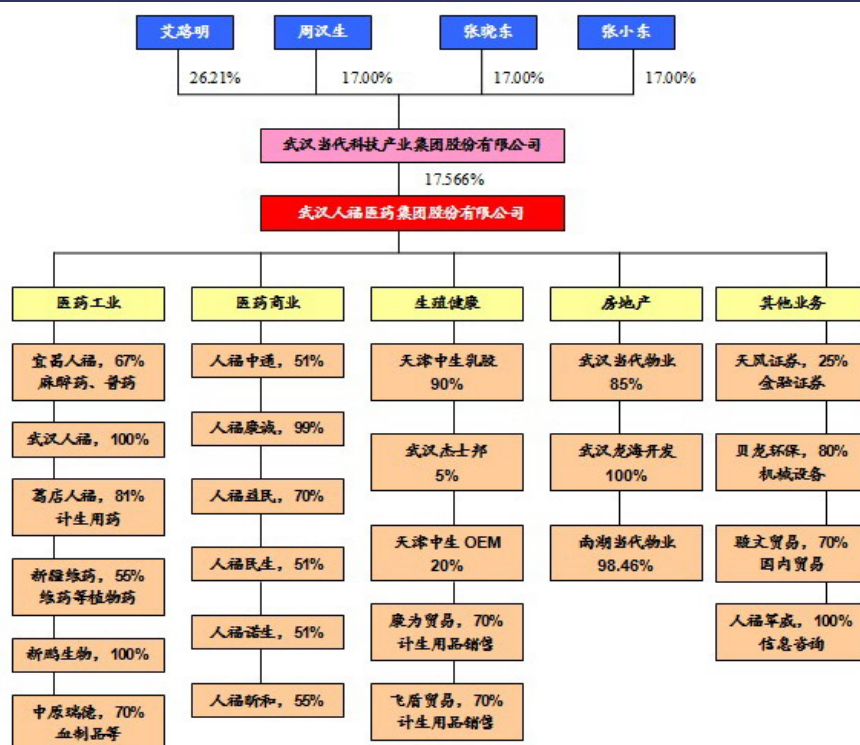
时间	重要里程碑事件
1988 年	当代生物化学技术研究所成立（人福医药集团的前身）
1993 年	武汉当代高科技产业股份有限公司（原当代生物化学技术研究所）注册成立
1993-1997 年	武汉当代高科技产业股份有限公司先后组建了当代物业公司、正代生物化学公司、东湖分公司、系统工程分公司、机电设备配套分公司、广州人合公司、兼并扬子江生化制药厂后成立了武汉人福药业有限责任公司、广州贝龙环保热力设备有限责任公司、武汉人福医用光学电子有限公司、武汉人福益民医药有限公司和武汉新新彩印制制版有限责任公司
1997 年	武汉当代高科技产业股份有限公司上市，当代科技股票（代码 600079）在上海证券交易所正式挂牌交易。不久，当代科技正式更名为武汉人福高科技产业股份有限公司
1998 年	武汉人福高科技产业股份有限公司退出了精细化工行业，确立了医药、环保为主产业。同年，武汉人福高科技产业股份有限公司参股成立杰士邦（武汉）卫生用品有限公司，医药生殖健康产业进一步成为公司的发展共识
2000-2002 年	武汉人福高科技产业股份有限公司先后参股或控股并购了武汉康乐药业有限公司、武汉华山制药有限公司、中国联合生物技术有限公司、新疆维吾尔药业有限责任公司，组建了宜昌人福药业有限公司，成立了湖北葛店人福药业有限责任公司，兴建了人福科技医药工业园
2003-2006 年	武汉人福高科技产业股份有限公司进一步完成主产业的迅速扩张过程，形成了包括医药、生殖健康、环保、房地产、金融五大产业的产业格局。宜昌人福药业、杰士邦公司、当代物业等一批骨干企业相继崛起
2007 年	进一步明确了以医药产业为主导、以大学学历教育投资为辅的发展格局。拥有的核心产品为宜昌人福药业麻醉药系列、武汉人福药业有限责任公司生化药系列、葛店人福药业计生药系列、深圳新鹏的基因药系列、康乐药业与新疆维药的中成药与民族药系列等，还有天津中生的计生药具
2009 年	公司全面主打医药的发展，揭开了短期内为实现医药产业销售收入 50 亿而奋斗的序幕，并且成功完成非公开增发，融资 5.9 亿元
2010 年	武汉人福高科技产业股份有限公司加大退出和剥离非医药产业的工作力度，并于 4 月将“武汉人福高科技产业股份有限公司”正式更名为“武汉人福医药集团股份有限公司”
2011 年	推出首期期权激励计划，实施对高管的有效激励机制

资料来源：公司网页，兴业证券研究所

公司自上市以来，作为一家控股型企业，频繁开展股权转让、收购兼并等资本运作，目前旗下已拥有超过 40 家控股或参股子公司，其中 2001 年组建的宜昌人福成为了公司目前盈利的主要来源，这也是公司迄今为止最为成功的商业运作。经历多次的资本运作，公司已形成了以化学药和植物药（麻醉药、计生用药、维药及其他普药）、生物制品、医药商业、房地产、生殖健康等为主的多元化业务，未

来房地产业务还将逐渐淡出，公司将进一步聚焦医药主业。

图 1、公司最新的股权结构及下属主要子公司



数据来源：公司公告，兴业证券研究所

表 2、公司历史上的重大资本运作

时间	事件	点评
2001.6	与湖北宜药集团合资组建宜昌人福药业有限责任公司，公司出资 3,060 万元，占 51% 的股权	组建宜昌人福，涉足麻醉药领域，奠定了公司目前的核心业务
2003.2	耗资 1,140 万元从宜昌人福药业有限公司工会购买宜昌人福 19% 的股权，共持有宜昌人福 70% 的股权	进一步增持核心子公司宜昌人福的股权，达到绝对控股地位
2006.2	公司与 PDIPL、邓禄普中国签署《股权购买协议》，以现金总价人民币 1.37 亿元出售公司持有的武汉杰士邦 70% 的股权；其中 PDIPL 受让武汉杰士邦 30% 的股权，邓禄普中国受让武汉杰士邦 40% 的股权，公司持有武汉杰士邦 10% 的股权	转让武汉杰士邦的股权，逐渐剥离计生用品业务，聚焦医药主业
2006.11	公司与当代科技签署协议，以现金 3,196 万元购买当代科技持有的新鹏生物 33% 的股权，共持有新鹏生物 52% 的股权	利用新鹏生物平台，涉足生物基因药研发和生产
2008.10	耗资 2,390 万元从武汉市仁军投资咨询有限责任公司受让新疆西帕维药集团有限公司 85% 股权	开展维药的开发和生产业务
2010.3	以 1.55 亿元向上海西就信息技术有限公司转让联合生物 66% 的股权，不再拥有漓江学院的权益，逐步退出教育投资领域	剥离漓江学院的权益，开始退出教育投资领域
2009.8	与 P.D.International Pty.Ltd. 公司签署《股权转让合同》，以现金 2,511.70 万元出售持有的武汉杰士邦 5% 的股权，转让后公司仍持有武汉杰士邦 5% 的股权	进一步剥离计生用品业务
2009.8	投资 5,000 万元，成立人福普克药业有限公司，公司持有其 100% 的股权	利用人福普克开展制剂出口业务，开始国际化进程
2010.7	以 3.4 亿元向武汉思博瑞科教发展有限责任公司出售武汉理工大学华夏学院的所有权益	完全退出教育投资领域，进一步聚焦医药主业
2010.11	以 3,885 万元从云玉生物制药有限公司收购深圳	使得新鹏生物成为公司的全资子公司

	新鹏生物技术有限公司 48%股权，结束后公司持有新鹏生物 100%的股权	公司
2010.12	耗资 1.64 亿元从武汉中科元通生物工程有限公司和武汉智衡智点商务管理咨询有限公司收购武汉中原瑞德生物制品有限公司 70%股权	收购武汉中原瑞德生物，涉足血制品业务

资料来源：公司公告，兴业证券研究所

1.2 以宜昌人福为核心的控股模式

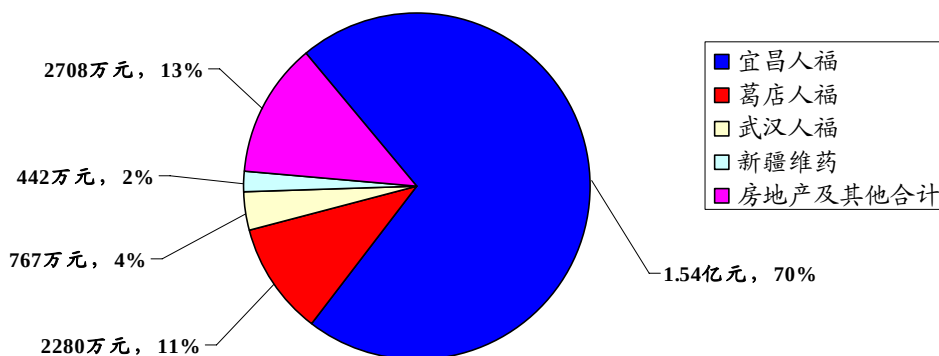
公司作为控股型企业，表面上看起来子公司众多，业务繁杂，但实际上其主要业务领域还是集中在医药产业，尤其是医药工业，房地产、生殖健康等其他非主营业务将逐渐退出。而医药工业中，以麻醉药业务为主的宜昌人福堪称公司最为核心的资产，成为了公司利润的主要来源，2010 年宜昌人福为上市公司贡献的净利润为 1.54 亿元，占公司利润的比例高达 70%。

表 3、2010 年人福主要子公司的收入和利润情况

子公司	主要产品	控股比例	营业收入	净利润
宜昌人福	以芬太尼系列为主的麻醉药制剂及原料药	67%	80,059 万元	23,058 万元
葛店人福	米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊等计生用药及甾体类原料药和制剂	81.07%	12,423 万元	2,815 万元
武汉人福	奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用阿昔洛韦等	100%	6,343 万元	767 万元
新疆维吾尔药业	祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊、益心巴迪然吉布亚颗粒、复方木尼孜其颗粒、炎肖迪娜儿糖浆等维吾尔药品	55%	7058 万元	804 万元

资料来源：公司年报，兴业证券研究所

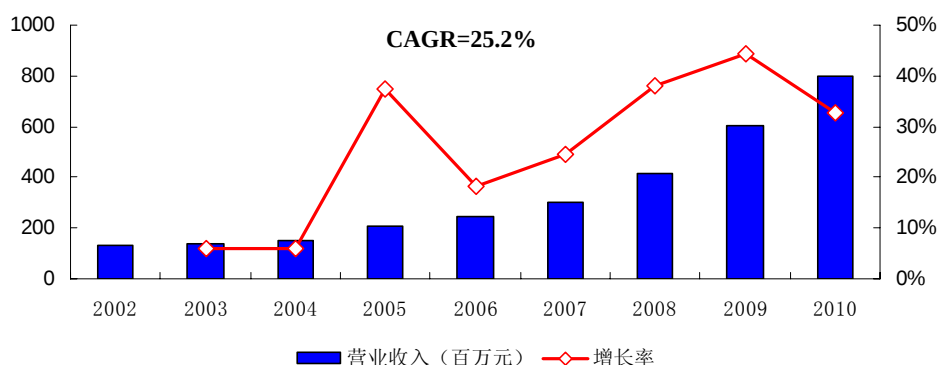
图 2、2010 年主要子公司和分业务贡献的净利润比例



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

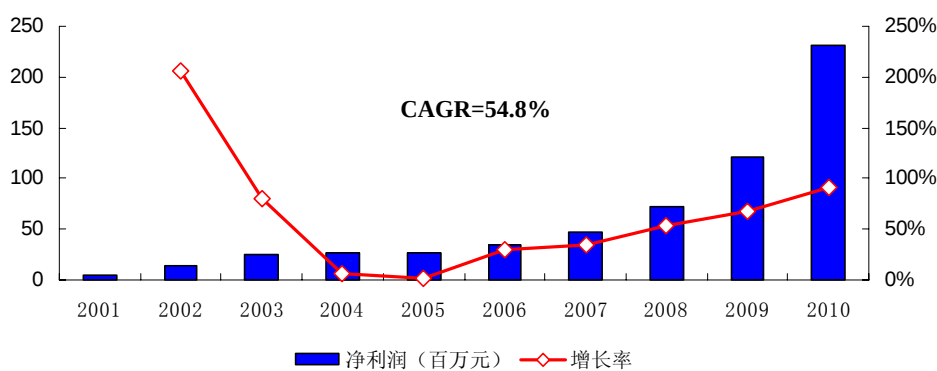
宜昌人福是公司 2001 年与湖北宜药集团合资组建的子公司，公司出资 3,060 万元，占有 51% 的股权；2003 年公司以 1,140 万元再次增持宜昌人福 19% 的股权，共持有 70% 的股权；此后拿出 3% 的股权用于宜昌人福管理层的股权激励，目前公司持有宜昌人福 67% 的股权（国药股份占 20% 的股权，管理层占剩下 13% 的股权）。2001-2010 年，宜昌人福营业收入的复合增长率为 25.1%；净利润的复合增长率为 54.8%。宜昌人福占公司净利润的比重越来越高，2010 年达到了 70% 以上。

图 3、2002-2010 年宜昌人福营业收入的增长情况



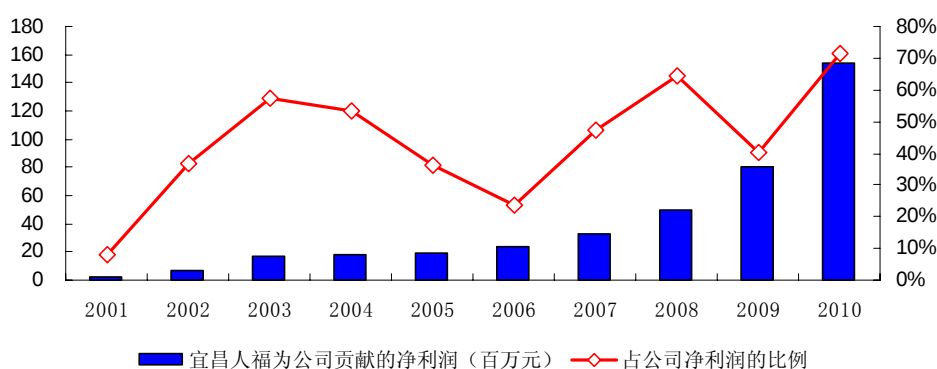
数据来源：公司年报，兴业证券研究所

图 4、2001-2010 年宜昌人福净利润的增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

图 5、2001-2010 年宜昌人福为公司贡献的净利润及占比



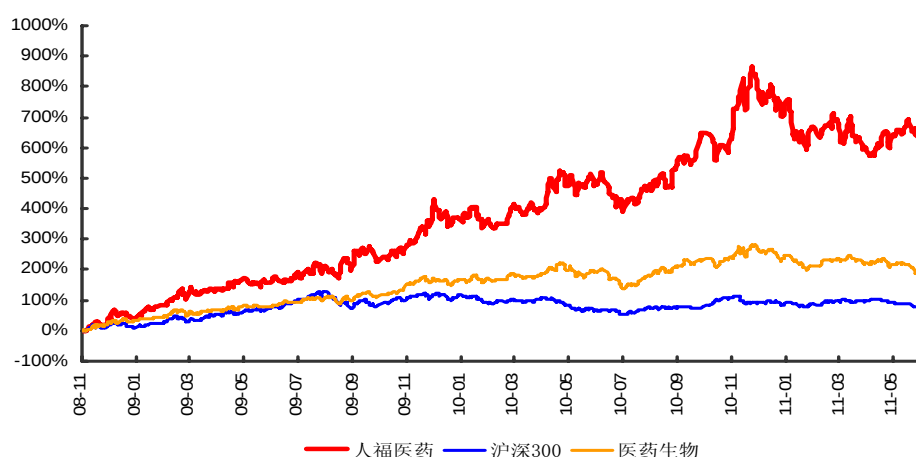
数据来源：公司年报，兴业证券研究所

从图 5 可以看出，宜昌人福占公司净利润的比重持续提升，2009 年之所以占比大幅下降，主要原因并非宜昌人福的利润下滑，而是公司出售资产带来大量的投资收益所致。我们认为，宜昌人福未来持续快速增长的趋势没有改变，而公司也将逐步退出房地产业务，可以预见，宜昌人福今后在公司的核心地位将越来越稳固，净利润占比还有可能继续提升。

1.3 从黑马到白马，近三年涨幅最大的化学药企业

从 2008.11.1 以来，医药板块迎来了一轮波澜壮阔的大牛市，行业指数涨幅超过 200%，而我们统计期间医药个股的涨幅，发现人福医药的涨幅高居化学药板块之首，即使放在整个医药板块，其股价涨幅也在前十之列，这多少有点出乎市场的意料。从认同度不高的黑马，到倍受机构追捧的白马，人福医药堪称近三年来表现最好的化学药企业。

图 6、2008.11.1 至今人福医药的股价表现



数据来源：Wind，兴业证券研究所（截止 2011.6.3）

表 4、2008.11.1 以来医药板块和化学药板块涨幅前十的公司

医药板块			化学制剂板块		
排名	公司	涨幅	排名	公司	涨幅
1	中恒集团	2189%	1	人福医药	669%
2	迪康药业	937%	2	联环药业	372%
3	长春高新	797%	3	美罗药业	298%
4	紫鑫药业	703%	4	华东医药	274%
5	鱼跃医疗	698%	5	海南海药	255%
6	人福医药	669%	6	丰原药业	251%
7	华神集团	641%	7	恩华药业	248%
8	康恩贝	582%	8	白云山 A	236%
9	江苏吴中	507%	9	丽珠集团	152%
10	独一味	512%	10	哈药股份	130%

数据来源：Wind，兴业证券研究所（截止 2011.6.3）

人福医药过去三年在资本市场能有如此耀眼的表现，主要有两个原因：

- **核心子公司宜昌人福的优异表现。**从图 3 和图 4 我们可以看出，宜昌人福的增长非常迅猛，其中 2008-2010 年其营业收入增长 91.90%，净利润增长 221.24%。
- **房地产业务贡献一定弹性。**2008 年是房地产行业最为困难的时期，公司的股价也随之跌到了最低谷；2009 年房地产行业从底部反转，景气度迅速回升，为公司的业绩带来了一定的弹性。在化学药企业中，华东医药与人福医药较为类似，同样拥有一部分房地产业务，近三年来华东医药的股价表现也相当可观，涨幅远远超过了恒瑞医药等一线白马，这也在一定程度上归功于房地产业务带来估值和业绩的弹性。

公司今后会继续聚焦医药主业，房地产业务将择机退出，对公司业绩的影响越来越小，宜昌人福的表现将对公司的业绩起到决定性的作用。展望未来，麻醉镇痛药行业与芬太尼系列是否还有潜力高增长？为了解答这个问题，下面我们将对麻醉镇痛药行业、芬太尼系列产品等多方面进行深入分析。

2、麻醉镇痛药是化学药中的蓝海

公司的麻醉药主打产品为枸橼酸芬太尼（以下简称芬太尼）、盐酸瑞芬太尼（以下简称瑞芬太尼）和枸橼酸舒芬太尼（以下简称舒芬太尼），在麻醉药行业中应该属于细分的麻醉镇痛药，而在上海医药工业研究院的数据库（PDB）中，芬太尼属于神经大类中的镇痛类药物，而瑞芬太尼和舒芬太尼则属于麻醉药大类中的全麻药系列。实际上，我们认为芬太尼系列产品应该属于麻醉镇痛药类别。

2.1 麻醉药简介

麻醉药是个非常广泛的概念，品种繁多，在临床上按作用来分，主要有四类：全麻用药、局麻用药、肌松用药和麻醉镇痛药等；按给药方式来分，全麻用药可以分为静脉麻醉和吸入麻醉两大类。（关于麻醉药行业更为详细的分析，请关注我们后面将要发布的麻醉药行业深度报告）

表 5、麻醉药主要种类、品种及相关公司

种类	临床作用	主要品种	是否管制	相关公司
全麻药	能可逆地广泛抑制中枢神经系统，引起不同程度意识、感觉与反射暂时消失，骨骼肌松弛，利于进行手术的药物，用于大型手术	静脉注射类：异丙酚、依托咪酯、咪达唑仑；吸入类：七氟烷、异氟烷	非管制类	阿斯利康（异丙酚）、恩华药业（依托咪酯和咪达唑仑）、恒瑞医药（七氟烷）
局麻药	能暂时、完全和可逆性阻断神经冲动的产生和传导，在意识清醒状态下使局部痛觉等感觉暂时消失，而对各类组织无损伤性影响的药物，一般用于小型手术	普鲁卡因、利多卡因、罗哌卡因等	非管制类	阿斯特拉（罗哌卡因）、清华紫光医药（利多卡因）
肌松药	全身麻醉中的辅助用药，用于浅麻醉下的肌肉松弛，便于手术操作	阿曲库铵、罗库溴铵、维库溴铵等	非管制类	恒瑞医药（阿曲库铵）、欧加农大药厂（罗库溴铵、维库溴铵）等
麻醉镇痛药	在手术中与麻醉剂配合使用，用于手术病人的止痛，但易于成瘾，被严格管制使用	芬太尼系列、吗啡、杜冷丁、曲马多等	管制类	人福医药（芬太尼系列）、东北制药（杜冷丁）

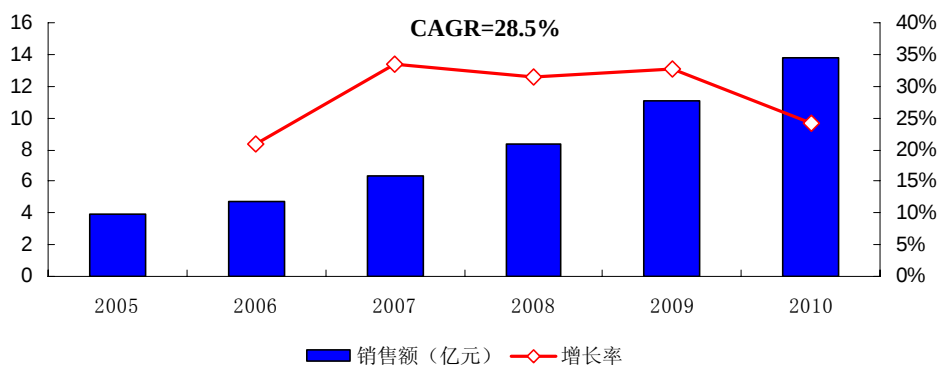
数据来源：公开信息，兴业证券研究所

必须指出的是，麻醉镇痛药虽然也被称为“麻醉药”，但其主要的功能还是用于麻醉过程中的止痛，而且由于长期使用易于成瘾，因此被严格管制使用；而异丙酚、依托咪酯、七氟烷等则主要用于手术前的麻醉作用，止痛功能较弱，手术中需要与麻醉镇痛药一起配合使用，通常被称为“麻醉剂”，不易成瘾，其管制没有麻醉镇痛药严格。由此可见，麻醉镇痛药是麻醉药中壁垒最高的细分子行业。

2.2 快速增长的麻醉药行业

由于上海医药工业研究院的数据库（PDB）中没有麻醉镇痛药这个细分行业，我们只能参考整个麻醉药行业（包括全麻药、局麻药和肌松药）的增长情况。根据 22 个重点城市样本医院的数据，我国麻醉药行业在较低的基数上持续快速增长，2005-2010 年销售额复合增长率为 28.5%，快于医药行业平均增速；在麻醉药行业中，全麻药所占的比重最高，2010 年达到了 71.2% 的比例，局麻药和肌松药的用量相对较小。

图 7、2005-2010 年 22 个重点城市样本医院麻醉药增长情况



数据来源：PDB，兴业证券研究所

根据 PDB 的数据，2010 年人福医药在麻醉药行业占据的市场份额达到了 10.98%，国内排名第三，仅次于外资企业阿斯利康和国内企业恒瑞医药。实际上，考虑到芬太尼没有在包含在统计序列（PDB 中芬太尼属于镇痛药，非麻醉药），人福所占的市场份额可能更高。

表 6、2008-2010 年麻醉药行业各厂家所占市场份额

公司	2008 市场份额	2009 市场份额	2010 市场份额
阿斯利康有限公司	28.22%	26.09%	24.62%
恒瑞医药股份有限公司（江苏恒瑞+上海恒瑞）	9.67%	12.78%	13.94%
湖北武汉人福药业有限责任公司	8.77%	10.11%	10.98%
MARUISHI PHARMACEUTICAL	7.54%	8.56%	9.49%
费森尤斯医药有限公司	5.90%	4.84%	6.17%
东英（江苏）药业有限公司	2.31%	4.61%	5.13%
欧加农大药厂（荷兰）	4.71%	4.25%	3.33%
BAXTER HEALTHCARE	3.36%	3.27%	3.25%
阿斯特拉公司（瑞典）	1.36%	3.52%	2.99%
西安力邦制药有限公司	2.94%	2.34%	2.02%

数据来源：PDB，兴业证券研究所

2.3 麻醉镇痛药：高壁垒的蓝海

国际和国内均高度管制的麻醉镇痛药

由于麻醉镇痛药具有一定的成瘾性，国际上对该类药物实施了严格的管制，由国际麻醉品管理局（INCB）统一监管，各缔约国（共 186 个国家和地区）每年必须向 INCB 报送统计表，包括本国年度麻醉药预计的储存量和用量、麻醉药生产和消费情况等，而且强制要求各缔约国对本国麻醉药生产企业进行严格管制，从事

生产、销售和分配麻醉药的企业都需要发放许可证。

在国内，2005 年 11 月 1 日 SFDA 对麻醉药品的生产和销售环节均作出了严格的规定，国内麻醉药生产企业的数量也受到了限制。

表 7、SFDA 对麻醉药品生产和销售环节的管制

生产或销售性质	SFDA 的规定
麻醉药主要品种的原料药同品种	定点生产企业 1-2 家
麻醉药品主要品种单方制剂同品种	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
主要管制类品种	吗啡、可待因、二氢可待因、福尔可定、乙基吗啡、蒂巴因、羟考酮、氢可酮、右丙氧酚、地芬诺酯、美沙酮、哌替定、 芬太尼系列 等 13 个品种
麻醉药全国总经销企业	限定三家：国药股份、上海医药和重庆医药

数据来源：SFDA，兴业证券研究所

由于芬太尼系列产品属于国家严格管制的麻醉镇痛药，其原料药生产厂家目前仅有宜昌人福一家，处于垄断地位；制剂厂家也非常少，其中瑞芬太尼更是独家品种，今后即使其他厂家获批，也不能超过 3 家企业。由此可见，人福医药在麻醉镇痛药领域无论是原料药还是制剂都拥有极大的先发优势，严格的行政管制壁垒阻断了大量竞争对手的进入。

麻醉镇痛药：高壁垒下的蓝海

众所周知，化学仿制药是国内医药产业链中竞争最为激烈的子行业之一，尤其是以抗生素为代表的众多普药品种，由于产品同质化严重、生产厂家众多，在历年的药品招标中价格竞争非常惨烈，属于典型的红海领域。不过，在过去的十年，国内也有一批优秀的化学仿制药企业脱颖而出，他们的成长路径为**首仿+进口替代**，典型的代表企业为恒瑞医药（多个抗肿瘤首仿产品）、信立泰（首仿重磅品种氯吡格雷）和华东医药（免疫抑制剂、糖尿病等多个首仿品种）等。

在我们此前的深度报告《恒瑞医药：中国的武田，世界的恒瑞》和《新型制剂行业报告：寻找医药的下一片蓝海》中，我们对该模式进行了深入的分析，并且明确指出，首仿模式的成功，很大程度上归功于过去首仿药拥有 8 年的行政保护期，半个专利药待遇的行政壁垒造就了首仿型化学药企业的崛起；然而，如今首仿产品已不再享受行政保护期的待遇，仅仅在定价上拥有一定的优势。展望未来，在竞争日益激烈的化学仿制药行业，哪些化学药企业能够脱颖而出呢？我们认为，在以下四方面拥有优势的化学仿制药企业有可能在未来的竞争中胜出：**专利壁垒（创新药）、技术壁垒（新型制剂）、营销壁垒（高端专科用药）和行政壁垒（麻醉镇痛药）**。

图 8、国内化学药企业的可能发展方向



数据来源：兴业证券研究所

表 8、国内化学药企业四大发展方向的比较

发展方向	特点	优势	劣势	兴业观点
创新药	利用 me-too, me-better 策略发展仿创产品, 申请专利保护, 利用独家品种优势和较高的定价抢占市场	市场空间巨大, 专利期内独家销售, 能获得超额垄断利润	研发投入大, 周期长, 失败的风险高	行业最终的发展方向, 长期看好
新型制剂	利用技术优势, 开发缓控释、靶向制剂、透皮给药等新剂型, 增强产品竞争力, 获取更高的定价权	市场空间巨大, 研发的难度低于创新药, 相对容易成功	需要较强的研发实力和营销能力	行业的发展方向, 长期看好
高端专科用药	组建较大规模的专科营销队伍, 利用医院渠道优势促进产品的销售,	营销队伍一旦成型, 对手短期内较难复制, 即使有好产品也可能销售不佳	组建得力的营销团队非一日之功	短期看好, 如果产品跟不上则长期竞争力不强
麻醉镇痛药	属于国家行政管制的行业, 生产厂家很少, 竞争不激烈	竞争不激烈, 产品降价压力小, 容易获取垄断利润	后来者很难进入, 而且受限于行业市场容量有限	短期和长期均看好

数据来源：兴业证券研究所

从表 8 可以看出, 对于行业壁垒极高的麻醉镇痛药领域, 我们无论是短期还是长期都非常看好, 一方面极高的行政壁垒造就了行业的寡头垄断竞争格局; 另一方面, 由于麻醉镇痛药属于国家定点生产的品种, 可以不参与药品招标, 也避免了药品降价的影响。我们认为, 行业壁垒高、快速增长的麻醉镇痛药行业将是化学仿制药的一片独特蓝海, 虽然市场容量不是很大, 但已经足够让行业内的龙头企业取得持续的快速成长。

3、芬太尼系列将尽享行业盛宴

我国麻醉镇痛药市场处于起步阶段, 未来还有巨大的发展空间, 而芬太尼系列产品又是麻醉镇痛药中的一线用药, 短期内无可替代, 人福医药作为国内芬太尼系列产品的独家生产企业, 在未来 3 年将尽享行业盛宴。

3.1 前景广阔的麻醉镇痛药市场

我国麻醉镇痛药的人均用量远低于全球平均水平，未来还有巨大的提升空间，主要增长来自于两方面：1) 国内手术量的自然增长；2) 目前麻醉镇痛药主要用于手术前和手术中，在手术后、ICU、癌痛、骨科以及妇产科等需要镇痛的领域，国内目前还处于起步阶段，随着人们追求无痛效果的意识不断增强，麻醉镇痛药还有广阔的增长空间。

我国麻醉镇痛药的人均用量大幅低于国际平均水平

近年来虽然我国麻醉镇痛药在小基数上增长很快，但由于起步较晚，人均用药水平在全球来看依然很低。以吗啡为例，我国人均吗啡的用量只有全球平均水平的 8.6%，美国的 0.8%！芬太尼系列我国的人均用量更低，只有全球平均水平的 3.2%。从麻醉镇痛药系列来看，国内只有哌替啶（杜冷丁）的用量接近全球平均水平。我国麻醉镇痛药一方面用药水平较低，另一方面也存在结构升级的需求，定位于中高端的芬太尼系列产品增长潜力很大。无论是美国、欧洲还是全球来看，芬太尼系列都是应用最为广泛的麻醉镇痛药（氢可酮主要在美国使用，美国之外的国家和地区使用率很低）。

表 9、2007-2009 年主要麻醉镇痛药用量中国与其他国家的比较

药品	中国用量	全球平均用量	中国占全球平均的比例	美国用量	欧洲用量
可待因	2	11	17.7%	1	32
芬太尼	37	1,169	3.2%	9,904	3,707
氢可酮	1	1,115	0.1%	20,066	6
吗啡	17	199	8.6%	2,060	398
羟考酮	2	411	0.5%	5,962	288
哌替啶	10	11	87.9%	88	11

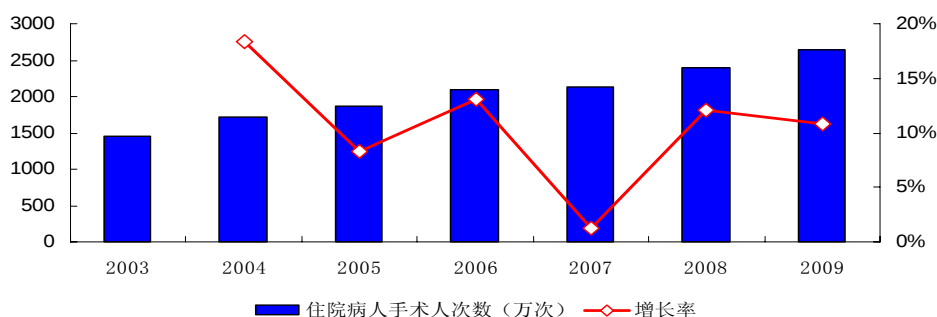
数据来源：INCB（人均用量数据指每百万居民每日统计学限定日剂量，具体单位不详）

预计 2010 年我国麻醉镇痛药市场约 13 亿元，而美国的麻醉镇痛药市场容量在 100 亿美元以上，考虑到国内巨大的人口基数，该市场成长潜力很大。

医院手术量持续稳定增长

根据国家卫生部统计年鉴的数据，2009 年我国住院病人手术人次达到了 2,646 万人次，占住院病人的比例为 20% 左右。2003-2009 年，我国住院病人手术量的复合增长率为 11%，手术量的不断增长为麻醉镇痛药市场带来了稳定的增量。

图 9、2003-2009 年我国住院病人手术人次



数据来源：卫生统计年鉴，兴业证券研究所

手术外镇痛大有可为

根据 WHO 的统计，晚期癌症患者中 50% 以上有疼痛，30% 会出现严重的剧烈疼痛。在中国每天有 100 万的癌症患者遭受疼痛折磨，其中大部分都没得到有效缓解，这主要源于麻醉镇痛药使用的不足。国际麻醉品管理局（INCB）做过问卷调查，关于医疗所需的麻醉镇痛药使用方面存在的障碍，大部分国家政府认为保健专业人员和病人担心成瘾是导致麻醉镇痛药使用量低的主要因素，此外，法律限制过度和条例繁冗也被经常视为极大地限制了该类药物的供应。

1982 年 WHO 提出《癌症三阶梯止痛原则》，疼痛控制治疗从此拥有了有效的学术指导，也日益受到重视，在 2001 年 2 月第二届亚太地区疼痛控制会议上学者提出“消除疼痛是患者的基本人权”。我国对疼痛的重视程度有所不足，上世纪 90 年代卫生部才开始与 WHO 合作，推广三阶梯止痛原则。

表 10、癌通三阶梯止痛原则

阶梯	疼痛程度	推荐使用药物
第一阶梯	轻度疼痛	非阿片类（非甾体抗炎药）加辅助止痛药，如扑热息痛、阿司匹林、双氯芬酸盐、加合百服宁、布洛芬、芬必得、消炎痛、吲哚美辛等
第二阶梯	中度疼痛	弱阿片类加非甾体抗炎药和辅助止痛药，常用药物有可待因、强痛定、曲马多、奇曼丁（曲马多缓释片）、双克因（可待因控释片）等
第三阶梯	重度疼痛	阿片类加非甾体抗炎药和辅助止痛药，如吗啡片、吗啡缓释片、杜冷丁、芬太尼系列等

数据来源：公开信息，兴业证券研究所

在 1989-2009 这二十年间，随着三阶梯止痛原则的出台，用于治疗中度和严重程度疼痛的类阿片镇痛剂全球消费量大幅增加。例如，吗啡的全球消费量增加了七倍，而其他类阿片镇痛剂的增幅更加惊人，例如芬太尼（100 倍）和羟考酮（26 倍）。目前在国内麻醉镇痛药主要用于手术前和手术中镇痛，在手术后、ICU、癌痛、骨科和妇产科等领域的应用刚处于起步阶段，主要源于无痛意识的淡薄：在欧美等发达国家，医生和患者都认为疼痛是病，需要及时治疗，消除疼痛是基本人权，无痛意识深入人心；在国内，传统观念认为，疾病（如大型手术、癌症、ICU、骨科疼痛等）带来的疼痛是不可避免的，病人一般能忍则忍，很少采用药物进行镇痛治疗。此外，手术后镇痛麻醉镇痛药也要和镇痛泵配合使用，而镇痛泵需要患者自费购买（非医保支付），这也影响了患者使用麻醉镇痛药的积极性。

随着医生和患者无痛意识的不断增强，以及患者可支付水平的持续提升，我们认为未来我国麻醉镇痛药的应用领域将越来越广泛，行业增长前景广阔。

3.2 芬太尼系列在麻醉镇痛药中独领风骚

目前用于临床的麻醉镇痛药主要是阿片类药物，常见的有曲马多、吗啡、芬太尼、羟考酮和杜冷丁等。我们预计 2010 年我国麻醉镇痛药市场约 13 亿元，其中芬太尼系列产品的市场份额就接近 50%，在麻醉镇痛药中占据了绝对的领导地位。

表 11、主要麻醉镇痛药品种比较

品种	适应症	镇痛效果	成瘾性	医保类别
曲马多	中度疼痛和手术镇痛	弱于吗啡，但对呼吸系统副作用小	成瘾性较低，低于吗啡	医保乙类
吗啡	用于短期内的重度镇痛	镇痛效果好，但对呼吸系统副作用较大	有一定的成瘾性	医保甲类
羟考酮	用于各类中度镇痛	镇痛效果与吗啡相当，副作用小于吗啡	有一定的成瘾性，略低于吗啡	医保乙类
杜冷丁	用于手术和各类镇痛	镇痛效果只有吗啡的 1/10-1/8	有一定的成瘾性，基本与吗啡相当	医保甲类
芬太尼	用于手术和各种重度镇痛	镇痛效果是吗啡的 75-125 倍，但易引发呕吐等副反应	成瘾性小，明显低于吗啡	医保甲类
瑞芬太尼	用于手术和各种重度镇痛	镇痛效果与芬太尼相当，但见效更快	成瘾性小，明显低于吗啡	医保乙类
舒芬太尼	用于手术和各种重度镇痛	镇痛效果是芬太尼的 5-10 倍，副作用小于芬太尼	成瘾性小，明显低于吗啡	医保乙类

数据来源：公开信息，兴业证券研究所

从表 11 我们可以看出，综合镇痛效果和成瘾性来看，芬太尼系列在麻醉镇痛药中的优势无可动摇，这也是芬太尼系列成为麻醉镇痛药中主流用药的原因。当然，芬太尼、瑞芬太尼和舒芬太尼这三个品种在价格、适用范围和患者定位中又各有差异，总体而言芬太尼主要定位于中低端，而瑞芬太尼和舒芬太尼则用于高端。

表 12、芬太尼系列三个品种的比较

品种	作用特点	适用范围	副作用	价格
芬太尼	作用效果持续时间较长，在 30 分钟以上	术中和术后镇痛，应用最为广泛	有眩晕、恶心、呕吐及胆道括约肌痉挛等副反应	2ml: 0.1mg 注射剂，出厂价 2.7 元，招标价 4.6 元
瑞芬太尼	作用效果持续时间较短，10 分钟以内	主要用于术中镇痛	有恶心、呕吐、呼吸抑制等副作用，但停药几分钟后即消失	1mg 冻干粉针，出厂价 60 元，招标价 99 元
舒芬太尼	作用效果持续时间在 30 分钟以上，镇痛效果是芬太尼的 5-10 倍	术中和术后镇痛，应用较为广泛	与芬太尼相比，恶心呕吐等副作用相对较小	1ml: 50ug 注射剂，出厂价 32 元，招标价 54.5 元

数据来源：公开信息，兴业证券研究所

根据前面我们罗列的数据，从麻醉镇痛药的市场来看，我国仅杜冷丁的用量与全球平均水平相当，而杜冷丁属于被不断替代的中低端品种，代表主流的芬太尼系列将继续替代其他产品，增长潜力巨大（参见表 9 中我国芬太尼人均用量与全球平均水平的巨大差距）。从芬太尼系列各分产品来看，虽然价格较高，但由于镇痛效果更好、副作用小更安全，代表高端的瑞芬太尼和舒芬太尼也将不断取代中低端的芬太尼，因此瑞芬太尼和舒芬太尼将是麻醉镇痛药中增长最快的品种。从 22 个重点城市样本医院的数据来看，麻醉镇痛药中只有瑞芬和舒芬进入了前十大麻醉药品种（PDB 中芬太尼属于镇痛药序列，没有列入麻醉药类别）。

表 13、2010 年样本医院前十大麻醉药产品

品种	产品类别	主要厂家	金额（百万元）	占比
异丙酚	静脉注射类全身麻醉药	阿斯利康、费森尤斯、西安力邦	494.40	35.99%

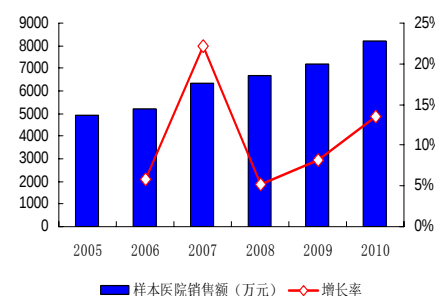
七氟烷	吸入式全身麻醉药	MARUISHI Pharm., 恒瑞医药	259.87	18.92%
阿曲库铵	肌松类麻醉药	恒瑞医药、东英药业、GSK	200.28	14.58%
瑞芬太尼	静脉注射类麻醉镇痛药	宜昌人福, 独家	104.33	7.60%
舒芬太尼	静脉注射类麻醉镇痛药	宜昌人福、德国 IDT 公司	71.88	5.23%
罗哌卡因	局部麻醉药	阿斯特拉公司 (瑞典)	57.29	4.17%
罗库溴铵	肌松类麻醉药	欧加农大药厂	35.76	2.60%
维库溴铵	肌松类麻醉药	欧加农大药厂、仙琚制药	30.10	2.19%
异氟烷	吸入式全身麻醉药	雅培制药	22.39	1.63%
依托咪酯	静脉注射类全身麻醉药	恩华药业、德国贝朗公司	18.78	1.37%

数据来源: PDB, 兴业证券研究所

芬太尼: 进入平稳成熟期

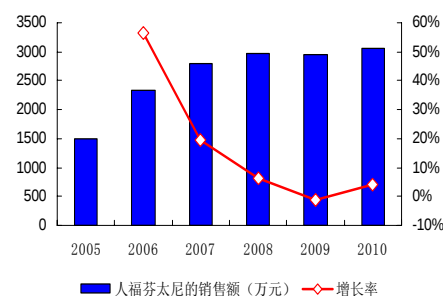
从表 12 我们可以看出, 芬太尼 (Fentanyl) 的优点是应用广泛, 价格低廉, 缺点是副作用较为明显, 属于中低端的麻醉镇痛药, 在我国非常适合基层医院使用。由于芬太尼在医院临床使用中处于被更高端的瑞芬太尼和舒芬太尼替代的地位, 因此近几年销售收入增长缓慢, 已进入了平稳成熟期。人福的芬太尼注射剂于上世纪 90 年代上市, 目前在国内仍然是独家品种, 根据 22 个重点城市样本医院的数据, 2005-2010 年, 芬太尼 (包括贴剂和注射剂) 的销售额复合增长率为 10.8%, 而人福的芬太尼 (注射剂) 的复合增长率为 15.5%。展望未来, 虽然芬太尼仍然面临被其他产品替代的局面, 但由于我国芬太尼的人均用量还处于极低水平 (参见表 11), 未来从手术镇痛 (目前主要是术前和术中) 向术后镇痛以及其他镇痛领域的拓展, 还有一定的增长潜力。我们预计, 公司的芬太尼 2010 年销售收入为 1.5 亿元, 与 2009 年相比保持平稳, 未来可能略有增长。

图 10、芬太尼在样本医院的增长情况



数据来源: PDB, 兴业证券研究所

图 11、人福的芬太尼在样本医院增长



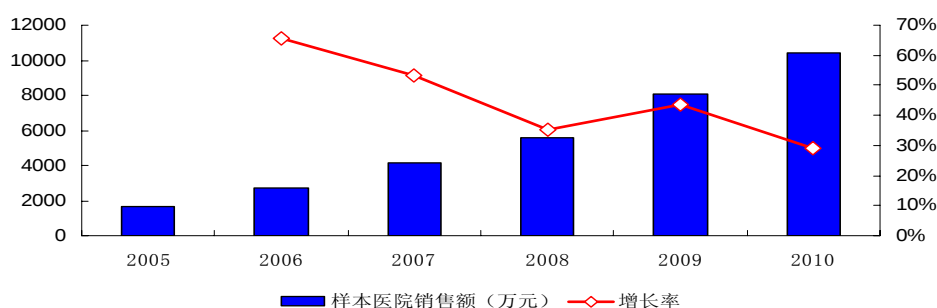
数据来源: PDB, 兴业证券研究所

芬太尼在国内主要有两种剂型: 贴剂和注射剂, 其中芬太尼贴剂的主要厂家为西安杨森制药 (多瑞吉) 和国内的羚锐制药、常州四药, 注射剂则基本是宜昌人福独家垄断。需要指出的是, 芬太尼贴剂和注射剂并非处于同一竞争市场, 国内芬太尼贴剂主要用于重度癌痛的镇痛, 而芬太尼注射剂则用于临床手术中的麻醉镇痛, 因此人福的芬太尼注射剂在国内基本没有竞争对手。

瑞芬太尼：高增长将延续

公司于 2003 年推出瑞芬太尼(Remifentanyl)，目前仍然是独家品种，国内没有竞争对手。瑞芬太尼属于短效的麻醉镇痛药，主要用于术中镇痛，一般与异丙酚联用（异丙酚用于麻醉镇静，瑞芬太尼用于麻醉镇痛），联用后可以减少异丙酚 50-75% 的用量（异丙酚具有累积效应，不能过度使用，迈克尔杰克逊就是死于异丙酚过量）。由于瑞芬太尼作用时间较短（不到 10 分钟），手术中需要持续滴加使用，用量较大，而且瑞芬也是芬太尼系列中单价最高的品种（参见表 13），因此目前瑞芬太尼的销售额最高，预计 2010 年公司的瑞芬达到了 2.5 亿元的销售规模，同比增长 39%，其中 2005-2010 年的复合增长率为 44.8%。我们认为，瑞芬太尼未来的增长主要来自于三方面：1）国内手术量的自然增长；2）对芬太尼的部分替代；3）向镇痛领域的拓展，在今后三年仍然有望保持 30-35% 的快速增长。

图 12、2005-2010 年瑞芬太尼在样本医院的增长情况

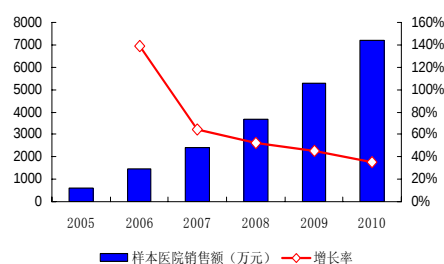


数据来源：PDB，兴业证券研究所

舒芬太尼：后来居上的新品种

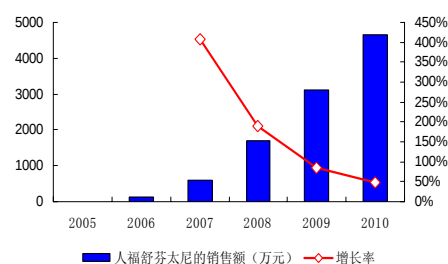
公司于 2005 年推出舒芬太尼(Sufentanyl)，目前国内的唯一竞争对手是德国的 IDT 公司（Impfstoffwerk Dessau-Tornau GmbH），2010 年人福在舒芬太尼的市场份额为 64.7%（PDB 数据）。舒芬太尼属于长效的麻醉镇痛药，其作用时间约为芬太尼的两倍，镇痛效果是芬太尼的 5-10 倍，恶心呕吐等副作用也明显低于芬太尼，是相当理想的术中和术后镇痛药，在临床上一支舒芬太尼可以替代 7-10 支芬太尼。由于舒芬太尼的单价也低于瑞芬太尼，因此上市后增长非常快，根据 22 个重点城市样本医院的数据，2005-2010 年舒芬太尼的复合增长率为 63.7%，而人福的舒芬太尼复合增长率为 152%，与瑞芬太尼相比，大有后来居上之势。预计公司的舒芬太尼 2010 年的销售额为 2 亿元，同比增长 67%，未来三年保持 40% 以上的增速应该问题不大。

图 13、舒芬太尼在样本医院增长情况



数据来源：PDB，兴业证券研究所

图 14、人福舒芬太尼在样本医院增长



数据来源：PDB，兴业证券研究所

4、宜昌人福引领高增长，股权激励带来投资良机

前面我们已经深入分析了麻醉镇痛药行业的巨大机遇，芬太尼系列产品将继续分享行业的盛宴。投资者可能会问，宜昌人福的高增长是否会延续？未来会不会面临更大的竞争压力？公司除了宜昌人福之外的其他资产，盈利情况又如何？公司的管理层是否有足够的动力释放业绩？下面我们将尝试逐一解答这些问题。

4.1 宜昌人福将继续高增长

毫无疑问，看好宜昌人福未来的发展，是投资者关注人福医药的主要理由，芬太尼系列产品未来的增长前景，我们在前面已经讨论过，此外，公司还有多个在研品种，产品线储备也非常丰富，我们认为麻醉药系列将继续引领宜昌人福在未来实现高增长。

芬太尼系列是否会面临更大的竞争？

公司的三个核心产品，芬太尼、瑞芬太尼和舒芬太尼，其中芬太尼和瑞芬太尼都是独家品种，舒芬太尼只有德国的 IDT 公司一个竞争对手，具备进口替代的优势，还没有面临国内厂家的竞争。可以说，就芬太尼系列产品而言，公司处于寡头垄断的地位。前面我们提到过，芬太尼系列属于管制类麻醉药品，单品种原料药只能有 1-2 家生产，制剂只能申报 1-3 家。目前国药顺义和恩华药业都在申报芬太尼和瑞芬太尼，其中国药顺义同时申报原料药和制剂，恩华只申报制剂，预计明年两家企业都能获批。

国药顺义和恩华的介入，能否打破人福寡头垄断的地位？我们认为，国药对人福的威胁不大，恩华虽然将带来一定的竞争，但未来三年之内对人福的影响并不大。

- **国药顺义。**首先，国药是国有企业，机制上没有作为民营企业的人福灵活，而且国药只是全国最大的分销商，并没有独立的医院终端推广队伍，即使从现在开始着手建立销售队伍，也非朝夕之功，因此就算国药的芬太尼和瑞芬太尼在明年能顺利获批，短期内也很难放量，对人福没有太大的威胁。
- **恩华药业。**恩华是民营企业，拥有自己的销售队伍，通过力月西（咪达唑仑）和福尔利（依托咪酯）这两个品种在麻醉科也有不错的销售渠道。不过，恩华只申报了芬太尼和瑞芬太尼的制剂，原料药的供应受制于人福，而且这两个品种推出的初期，市场推广也需要一些时间，因此恩华短期内对人福构成威胁的可能性也不大。

此外，目前宜昌人福的麻醉药有 90% 都通过国药的渠道进行分销，未来国药拥有自己的麻醉药品种之后，是否会对人福的销售有所限制？我们认为，这个可能性也不大，因为上海医药和重庆医药同样能作为分销商为人福销售，国药如果放弃对人福产品的销售，等于将麻醉药的分销业务送给竞争对手。综上所述，我们认为起码在未来三年之内，人福在芬太尼系列的寡头垄断地位不会改变。

新产品储备丰富

除了芬太尼系列的三个产品，氨酚曲马多于 2010 年底获批，盐酸二氢吗啡酮和纳布啡也在申报生产批文，预计今年或明年能正式获批；此外，阿芬太尼、磷丙泊酚钠和乳化异氟烷都在二期临床阶段，公司的新产品储备非常丰富。

- **氨酚曲马多**。主要用于中度至重度急性疼痛的短期治疗，非手术镇痛的治疗领域。根据重点城市样本医院的数据，2010 年曲马多的销售额为 4,646 万元，其中主要的生产厂家为格兰泰大药厂（德国）和北京萌蒂医药，竞争较为激烈。氨酚曲马多的上市，将丰富公司在麻醉镇痛药的产品系列，能贡献一定的销售增量，但由于不是独家，并非公司重点培育品种。
- **盐酸二氢吗啡酮**。盐酸二氢吗啡酮主要用于各类重度疼痛的治疗，在美国的用量都很大，但在国内目前还没有生产厂家，作为潜力品种，该产品上市后公司还需要做一些推广工作，就像当年的瑞芬太尼一样。公司今后将拓展手术之外的镇痛领域，盐酸二氢吗啡酮是主打产品之一。
- **纳布啡**。纳布啡属于阿片类麻醉镇痛药，效果与吗啡类似，但抑制呼吸等副作用比吗啡小，一般用于手术后镇痛，国内目前同样没有厂家生产，具备一定的市场潜力。
- **阿芬太尼**。属于短效镇痛药，镇痛强度为芬太尼的 1/4，作用持续时间为芬太尼的 1/3，但副作用的持续时间也较芬太尼短。阿芬太尼目前国内同样没有厂家生产，上市后将与芬太尼一起主攻中低端市场。
- **磷丙泊酚钠**。从表 14 可以看出，丙泊酚是目前用量最大的麻醉药（国内市场容量预计超过 10 亿元），但具有累积效应，过度使用将导致危险。磷丙泊酚钠是丙泊酚的一种水溶性前体药物，副作用小于丙泊酚，前景乐观，有望取代丙泊酚的巨大市场。
- **乳化异氟烷**。异氟烷是仅次于七氟烷的吸入式麻醉药，但不容易定量，而且对空气有污染，不利于医生的健康，公司将异氟烷乳化做成注射剂，可以定量更加精准，而且消除空气污染带来的安全隐患，这也是公司全球首创的产品，有较大的市场潜力。

表 14、宜昌人福在研产品列表

产品	适应症	类别	生产厂家	预计上市时间
氨酚曲马多	中度镇痛	三类新药	格兰特大药厂和北京萌蒂，还有众多国内生产厂家	2010 年底已正式上市
盐酸二氢吗啡酮	重度镇痛	首仿新药	国内尚无生产厂家，原研厂家为 Purdue Pharma	报生产批文，今年或明年上市
纳布啡	手术后重度镇痛	首仿新药	国内尚无生产厂家	报生产批文，今年或明年上市
阿芬太尼	与芬太尼类似	首仿新药	国内尚无生产厂家	二期临床，上市时间还不确定
磷丙泊酚钠	静脉注射麻醉剂	首仿新药	国内尚无生产厂家，原研厂家为美国 Eisai，2008 年被 FDA 批准上市	二期临床，上市时间还不确定
乳化异氟烷	静脉注射麻醉剂	专利药	异氟烷已有厂家生产，公	二期临床，上市

司将其乳化做成注射剂， 时间还不确定
全球独家首创

数据来源：兴业证券研究所

总体而言，我们认为，盐酸二氢吗啡酮和纳布啡将是公司未来三年重点推广的新产品，有望成为新的大品种；而磷丙泊酚钠和乳化异氟烷的上市可能在 2013 年之后，不过由于这两个产品都具备成为“重磅炸弹”的潜质，对提升公司的估值有一定帮助。

销售人员翻倍，为未来布局

2010 年底宜昌人福有 500 人左右的销售队伍，全部用于麻醉药的推广和销售工作，公司计划今年年底扩充到 1,000 人，目前已达到 700 多人。公司采取如此激进的营销扩张，主要原因有三点：

- **深化销售的需要。**近几年公司的麻醉药增长迅速，而销售人员每年只增加 100 人，很难满足业务发展的需要。目前公司的瑞芬太尼和舒芬太尼对三甲医院的覆盖率为 70% 左右，县级医院只覆盖了 10-20%，公司增加更多的销售人员，一方面可以扩大对更多医院（尤其是县级医院）的覆盖面，另一方面也可以进一步精耕细作，提升已覆盖医院的销售额。
- **向其他领域拓展的需要。**前面我们已经分析过，公司的麻醉镇痛药今后除了用于手术镇痛之外，还将从手术科和麻醉科向肿瘤科、骨科、ICU、疼痛科和妇产科等进行拓展，这都需要销售人员去推广，公司加强销售团队势在必行。
- **推广新产品的需要。**未来几年公司将陆续推出盐酸二氢吗啡酮、纳布啡、磷丙泊酚钠、阿芬太尼和乳化异氟烷等新产品，不仅仅只做现有的麻醉镇痛药，也有麻醉镇静剂（非管制类），要推广日益增加的新产品，公司也需要提前布局，增加大量的销售人员。

公司今年将销售人员翻倍，有利于长远的发展，但短期内也将带来较高的销售费用，同时对管理带来一定的挑战，我们认为公司加强营销的效果将在明后两年得到体现。根据宜昌人福的十二五规划，公司计划在 2015 年达到 50 亿元的销售收入，包括麻醉药、普药和制剂出口，和母公司的武汉普克药业一样，宜昌人福也有制剂出口的计划，主要品种是普药，公司的目标是在几年之后将普药做到和麻醉药等同的销售规模。当然，我们认为麻醉药还是贡献利润的主力，普药等业务可能增收不增利。

宜昌人福未来三年业绩预测

由于人福医药属于控股型企业，旗下各个子公司都独立核算，因此要算清公司未来几年的业绩，有必要对各子公司的盈利情况作一个细致的估算。关键假设：

- 芬太尼保持平稳，瑞芬太尼和舒芬太尼继续快速增长，2011 年之后普药收入高速增长，净利润率有所下降；

- 2011 年销售费用率有所提升，之后保持稳定。

表 15、宜昌人福盈利预测及对上市公司的贡献

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	800.59	1105.88	1682.76	2370.26
增长率	32.84%	38.13%	52.16%	40.86%
净利润率	28.80%	28.20%	26.80%	26.30%
净利润（百万元）	230.57	311.86	450.98	623.38
增长率	91.00%	35.26%	44.61%	38.23%
母公司持股比例	67%	67%	67%	67%
归属母公司股东的净利润（百万元）	154.48	208.94	302.16	417.66

数据来源：兴业证券研究所

我们认为，公司将销售队伍人数翻倍，未来几年迸发出的能量还很难准确估算，手术外镇痛领域的开拓有可能会驱动公司业绩超出市场预期。

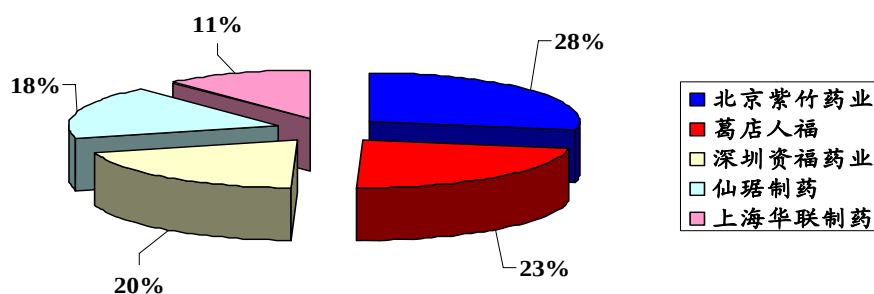
4.2 其他子公司情况

除了核心子公司宜昌人福，公司旗下的主要子公司还有葛店人福、武汉人福和新疆维药等。除了这几个子公司，公司还拥有生物制品、医药商业、房地产、生殖健康等多个业务板块，公司今后还是将不断聚焦医药主业，生殖健康和房地产业务可能将逐渐退出。长期来看，公司将形成麻醉药、计生药物、生物制品、医药商业和制剂出口为核心的多个业务板块。

葛店人福：计生用药稳定增长，原料药是新看点

葛店人福的主要产品有米非司酮片（胶囊）、复方米非司酮片、米索前列醇片、左炔诺孕酮胶囊、非那雄胺、醋酸环丙孕酮、奥卡西平等产品，其中米非司酮是主要产品。米非司酮属于紧急避孕药，在国内的销售仅次于北京紫竹药业的毓婷（左炔诺孕酮），市场潜力较大。人福的米非司酮在国内主要的竞争对手有北京紫竹药业、深圳资福药业和仙琚制药等。

图 15、米非司酮在国内样本医院的竞争格局

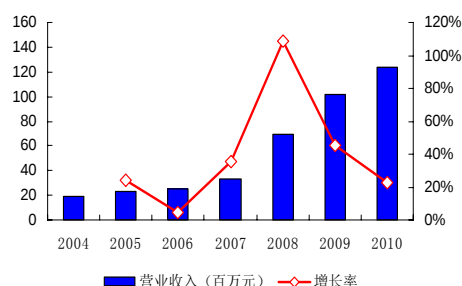


数据来源：PDB，兴业证券研究所

此外，公司还在发展甾体类高端原料药的新业务，预计今年能贡献一定收入，但利润率可能不高。母公司原来持有葛店人福 100% 的股权，2009 年由于实施对葛店人福的管理层激励，持有的股权下降到 81%，公司的治理结构更加合理，管理层也有更强的动力去把公司做大做强。葛店人福 2010 年实现营业收入 12,423 万

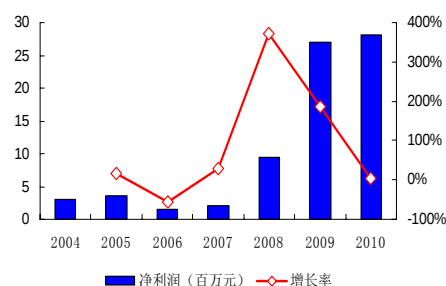
元，同比增长 22.5%；净利润 2,815 万元，同比增长 4.4%，我们认为葛店人福未来将保持平稳增长。

图 16、2004-2010 营业收入增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

图 17、2004-2010 年净利润增长情况



数据来源：公司年报，兴业证券研究所

武汉人福

母公司持有武汉人福 100% 的股权，武汉人福是湖北省 2008 年第二批认定的高新技术企业，目前拥有生产批件 62 个，20 个品种被列入国家医保目录，其中列入甲类医保目录的有 6 个。其主要产品有奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液、注射用阿昔洛韦等普药品种。2010 年主营业务收入 6,342.67 万元，净利润 767.34 万元，无论是营业收入和净利润在母公司的比例都较低，其盈利情况对上市公司的业绩影响较小。

新疆维药

母公司持有新疆维吾尔药业有限责任公司（简称“新疆维药”）55% 的股权。目前新疆维药拥有 7 条 GMP 生产线，20 个国药准字产品文号，其中有 7 个国家医保品种，7 个地方医保品种，4 个中药保护品种。该公司的主要产品是维药为代表的植物药，包括祖卡木颗粒、通滞苏润江胶囊、益心巴迪然吉布亚颗粒、复方木尼孜其颗粒、炎肖迪娜儿糖浆等。2010 年实现营业收入 7,058.02 万元，净利润 803.62 万元，与武汉人福一样，新疆维药也不是影响公司业绩的主要因素。

人福普克：探索制剂出口新模式

2009 年 8 月，公司以自有资金出资 5,000 万元设立全资子公司人福普克，该公司将投资建立达到美国食品及药物管理局 (FDA) 标准的软胶囊药类 cGMP 生产厂，利用中国市场劳动力成本和原料药成本优势，主要面向美国和欧洲主流医药市场开发、生产和销售软胶囊产品、软胶囊非处方药产品和保健品等。公司成立人福普克的目的在于进一步优化在医药产业的布局，拓展美国、欧洲等海外市场。

人福制剂出口的模式和海正、华海等特色原料药企业不一样，海正是原料药和制剂一体化的模式，自主申报 ANDA，立足于大规模的制剂出口；而人福则主要购买 ANDA 文号（主要通过美国的子公司美国普克来运作，目前已拥有 6 个左右的 ANDA 制剂文号），然后直接从国内采购原料药，利用自己的 cGMP 工厂加工成

制剂，最终实现向欧美等规范市场的出口。公司之所以选择软胶囊作为突破口，主要是考虑到美国只有 4 家通过 FDA 认证的软胶囊生产厂家，竞争相对而言不激烈，在软胶囊取得突破之后，公司有可能向其他剂型的制剂出口延伸。人福普克的制剂工厂目前还在建设之中，今年年底可能开展 FDA 的制剂认证，但何时取得突破难以预料，有可能在 2-3 年之后成为公司新的利润增长点。

血制品值得期待

公司于去年耗资 1.6 亿元收购了武汉中原瑞德 70% 的股权，该公司的主要业务是血制品，在湖北拥有两个浆站（恩施和罗田），投浆量在 50-80 吨左右，拥有人血白蛋白、人免疫球蛋白、静丙、乙免、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等 6 种常规血制品的文号。除了中原瑞德，公司后面不排除继续收购其他血制品企业的可能性，进一步扩大在血制品领域的版图。由于国家未来不再开设新的血制品企业，血制品有可能成为牌照式的稀缺资源，假以时日，公司的血制品业务有望在 1-2 年之内成为新的盈利增长点。

其他资产

除了以上子公司，人福旗下还拥有生物制品、医药商业、生殖健康和房地产等业务，整合得当的话都有可能成为公司新的盈利增长点。

- **新鹏生物。**公司拥有深圳新鹏生物 100% 的股权，其主导产品是重组人粒细胞刺激因子注射液和重组人促红素注射液等生物制品，最大的看点在于拥有一个抗肿瘤基因药“重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体”（已经陆续开展了 10 多年研发，处于一期临床阶段），如果能研制成功，将增强公司的产品线，但未来五年之内很难贡献实质性盈利。
- **医药商业。**主要有人福民生医药（51%）、人福益民医药（70%）、人福诺生药业（51%）等子公司，首先在湖北建立完善的商业网络，已开拓了武汉所有的三甲医院，在湖北站稳脚跟之后，今后不排除在全国范围内进行医药商业的拓展，进一步把医药商业做大，做到工商并举。
- **生殖健康。**主要是安全套业务，有两家子公司：天津中生乳胶（90%）和武汉杰士邦（5%）。公司的安全套业务 2010 年实现销售收入 1.56 亿元，同比下降 3% 左右，安全套业务目前不是公司今后的重点发展方向。
- **房地产。**公司今后的战略将进一步聚焦医药主业，房地产业务也将逐渐退出。2007 年之后公司就再也没有参与新地块的竞拍，目前公司还有一些土地没有开发，可能需要 3-4 年时间才能全部结算完毕。2010 年公司房地产业务实现销售收入 2.79 亿元，毛利率 41.9%，对公司盈利的贡献也不可忽视。房地产业务可能在 2013-2014 年全部结算完毕，有望每年为公司提供稳定的现金流。

未来几年公司各项业务发展前景预测

公司未来的发展战略是以麻醉药核心，寻求在多领域（主要是血制品和制剂出口）

的扩张。我们认为，葛店人福、武汉人福、新疆维药以及安全套业务未来的成长性都不算突出，医药商业和普药等业务也增收不增利，公司未来的核心盈利业务将聚焦于麻醉药、生物制品和制剂出口等三大领域，房地产在未来 3-4 年内还能提供稳定的现金流。

表 16、未来几年公司各项业务发展前景预测

业务	产品	前景预测	主要风险
麻醉药	芬太尼系列	未来三年芬太尼保持稳定，瑞芬太尼和舒芬太尼将继续快速增长	向手术外的镇痛领域拓展低于预期
	盐酸二氢吗啡酮和纳布啡两个新品	有望明年上市，将成为 2012 年之后的重要增量	上市进度取决于 SFDA，很难预期
	磷丙泊酚钠和乳化异氟烷两个新药	上市可能在 2013 年之后，有成为重磅炸弹的潜质，对估值有一定提升	新药研发有一定的不确定性
生物制品	血液制品	2012 年将贡献一定盈利，之后有望成为公司仅次于麻醉药的盈利增长点	血制品何时盈利尚有一定的不确定性
	新鹏生物的新药	一期临床阶段，五年之内很难盈利	新药研发不确定
制剂出口	人福普克的软胶囊以及未来其他产品	2012 年之后有望开始盈利，盈利能力和规模还需要观察	制剂出口不确定性较大
房地产	目前在手的商品房	2011-2014 年有望每年稳定贡献 5,000 万以上的净利润	房地产业务受制于宏观调控的风险

数据来源：兴业证券研究所

4.3 股权激励带来投资良机

公司于 2011 年 5 月 12 日正式出台了股权激励方案，采取限制性股票的激励方式，按照一次性授予方式，向激励对象定向发行 2,300 万股人福医药股票，占已发行股本的 4.88%。股权激励方案的细节如下：

- **激励对象。**董事长王学海、总经理李杰等 8 名高管以及其他 65 名核心技术与业务人员。
- **授予价格。**限制性股票的授予价格为每股 20.07 元，即获授后，激励对象可以每股 20.07 元的价格购买依据本次激励计划向激励对象增发的公司限制性股票。
- **解锁条件。**(1) 解锁日上一年度公司的净利润不低于授予日前最近三个会计年度的平均水平且不得为负；(2) 2011 年、2012 年、2013 年公司营业收入分别不低于 30 亿元、40 亿元、50 亿元；(3) 2011 年、2012 年、2013 年公司净利润分别不低于 2.7 亿元、3.25 亿元、3.9 亿元；(4) 2011 年、2012 年、2013 年公司加权平均净资产收益率分别不低于 8%。
- **解锁方式。**激励计划有效期为 48 个月，自限制性股票授予之日（2011 年 5 月 12 日）记，其中禁售期 12 个月，解锁期 36 个月。若达到解锁条件，激励对象可分三次申请解锁，分别自授予日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后各申请解锁获授限制性股票总量的 40%、30%、30%。

公司的股权激励计划类似于向管理层的定向增发，既解决了公司短期内的资金需求，又达到了激励高管的效果。我们认为，此次股权激励一方面显示了管理层对公司未来三年的发展充满了信心，因为高管花费真金白银以 20.07 元的价格购买公司的股权（截止 2011.6.3 日收盘价为 23.14 元），考虑到税负和资金成本的因素，

高管们实际的成本与目前的股价也相差无几，如果公司的股价没有上涨，管理层也无法兑现自己的收益；另一方面，股权激励之后管理层拥有一定的股权，其个人的利益与流通股东的利益一致，具备更强的动力将公司的业绩做得更好。

前面我们已经分析过，未来三年公司的芬太尼系列产品还不会面临对手的实际威胁，寡头垄断的地位不会改变，公司一方面加强营销，将销售人员扩充到 1,000 人，另一方面加快新产品开发，并且从手术镇痛向其他镇痛领域进行拓展，将尽享麻醉药行业的盛宴。此外，血制品、房地产、制剂出口等其他业务，也能给公司的利润贡献一定的增量。我们认为，借股权激励的东风，未来三年正是公司管理层充分抓住行业机遇，不断将公司做大做强的最好时机，管理层的利益与流通股东高度一致，而目前公司的股价与管理层的授予价相差无几，正是投资公司的良好时机，我们只需长期持有即可与公司管理层一起分享收益。

5、盈利预测与估值

由于人福是一个业务多元化的控股型企业，旗下拥有众多子公司，业务也非常繁杂，医药商业在销售收入上占医药主业的比重也很大，因此很难按照通常的估值模型来进行测算（毛利率和期间费用率无法准确预测，出入很大）。不过，人福下属子公司均独立核算，而且 95% 以上的净利润来自于宜昌人福、葛店人福、武汉人福、新疆维药、房地产等子公司和分业务，因此我们对以上各子公司分别进行估算，对公司未来盈利的预测可能更为准确。

关键假设：

- 假设公司房地产业务 2011-2013 年每年的收入与 2010 年持平，利润率为 25%；
- 血制品业务 2011 年略有盈利，2012 年开始贡献实质性利润；暂不考虑制剂出口的贡献；其他所有业务盈亏相抵；
- 假设华夏学院的转让为 2011 年贡献 2,000 万元的一次性投资收益（税后）；
- 暂不考虑 2,300 万股限制性股票对公司股本的摊薄。

表 17、公司各子公司和分业务盈利预测假设

年份		2010	2011E	2012E	2013E
宜昌人福	主营收入（百万元）	800.59	1105.88	1682.76	2370.26
	同比增长率 %	32.84%	38.13%	52.16%	40.86%
	净利率 %	28.80%	28.20%	26.80%	26.30%
	净利润（百万元）	230.57	311.86	450.98	623.38
	同比增长率	91.00%	35.26%	44.61%	38.23%
	母公司持股比例	67%	67%	67%	67%
	归属母公司净利润（百万元）	154.48	208.94	302.16	417.66
葛店人福	主营收入（百万元）	124.23	186.35	260.88	326.10
	同比增长率 %	22.53%	50.00%	40.00%	25.00%
	净利率 %	22.66%	20.00%	18.00%	18.00%
	净利润（百万元）	28.15	37.27	46.96	58.70
	同比增长率	4.40%	32.39%	26.00%	25.00%
	母公司持股比例	81%	81%	81%	81%

武汉人福	归属母公司净利润（百万元）	22.83	30.22	38.08	47.60
	主营收入（百万元）	63.43	72.94	83.89	96.47
	同比增长率 %	10.81%	15.00%	15.00%	15.00%
	净利润率 %	12.10%	13.00%	13.50%	13.50%
	净利润（百万元）	7.67	9.48	11.32	13.02
	同比增长率	19.10%	23.59%	19.42%	15.00%
	母公司持股比例	100%	100%	100%	100%
新疆维药	归属母公司净利润（百万元）	7.67	9.48	11.32	13.02
	主营收入（百万元）	70.58	91.75	119.28	149.10
	同比增长率 %	40.80%	30.00%	30.00%	25.00%
	净利润率 %	11.39%	11.50%	11.50%	11.50%
	净利润（百万元）	8.04	10.55	13.72	17.15
	同比增长率	-17.37%	31.31%	30.00%	25.00%
	母公司持股比例	55%	55%	55%	55%
房地产	归属母公司净利润（百万元）	4.42	5.80	7.54	9.43
	主营收入（百万元）	278.81	280.00	280.00	280.00
	同比增长率 %		0.43%	0.00%	0.00%
	净利润率 %	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
	净利润（百万元）	69.70	70.00	70.00	70.00
	同比增长率		0.43%	0.00%	0.00%
	母公司持股比例	100%	100%	100%	100%
血制品	归属母公司净利润（百万元）	69.70	70.00	70.00	70.00
	净利润（百万元）		5.00	30.00	50.00
	同比增长率			500.00%	66.67%
	母公司持股比例		70%	70%	70%
上市公司实际净利润	归属母公司净利润（百万元）		3.50	21.00	35.00
	以上业务贡献的净利润（百万元）	259.10	327.95	450.10	592.72
	同比增长率 %		26.57%	37.25%	31.68%
	相关费用（百万元）	42.43	47.00	50.00	52.00
	一次性投资收益（百万元）	0.00	20.00	0.00	0.00
	归属母公司股东的净利润（百万元）	216.67	300.95	400.10	540.72
	增长率	7.44%	38.90%	32.95%	35.14%
	公司股本（百万股）	471.59	471.59	471.59	471.59
	EPS	0.46	0.64	0.85	1.15

数据来源：兴业证券研究所（注：归属母公司的净利润=各项业务贡献净利润之和-相关费用+一次性投资收益）

我们预估公司 2011-2013 年 EPS（不考虑股权激励的摊薄）分别为 0.64、0.85 和 1.15 元。公司的盈利未来还存在超预期的可能性：1）如前面所分析，宜昌人福的盈利情况有可能会超预期；2）血制品和制剂出口的盈利贡献超预期。

表 18、公司盈利预测结果

项目	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	2205	3160	4354	5647
增长率 %	65.7%	43.3%	37.8%	29.7%
营业利润（百万元）	353	500	687	936
增长率 %	32.2%	41.6%	37.3%	36.3%
净利润（百万元）	216	301	401	541
增长率 %	7.4%	38.9%	33.4%	34.9%
最新摊薄每股收益（元）	0.46	0.64	0.85	1.15
每股净资产（元）	4.14	4.78	5.63	6.78
动态市盈率（倍）	50.41	36.28	27.20	20.17

市净率（倍）	5.59	4.84	4.11	3.42
--------	------	------	------	------

数据来源：兴业证券研发中心整理

与同类化学药企业相比，人福的估值不算低（略低于同类企业恩华药业），但我们认为，人福的麻醉药业务在未来几年寡头垄断的地位不会改变，也不会受药品降价的影响，收入将继续快速增长，产品结构升级很可能使得利润的增速超出市场预期。短期来看，管理层股权激励 20.07 元的授予价很难跌破，和现有股价相比，有很高的安全边际；长期来看，人福在化学药企业中受政策影响最小、增长最为确定，未来三年正是管理层大展拳脚将公司做大做强的最好时机。无论是考虑行业增长前景、政策影响还是管理层的利益导向，人福都是化学药企业里的绝佳投资标的，我们上调评级至“强烈推荐”，建议逢低配置，长期持有。

表 19、人福医药与可比公司估值比较

公司	EPS（元）			PE（以 2011-6-3 日股价）			市值 （亿元）
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E	
恒瑞医药	0.84	1.06	1.31	37.45	29.68	24.02	354
信立泰	1.30	1.74	2.28	27.02	20.18	15.40	128
华东医药	0.96	1.21	1.48	25.47	20.21	16.52	106
恩华药业	0.46	0.64	0.87	40.33	28.98	21.32	43.4
人福医药	0.64	0.85	1.15	36.15	27.22	20.12	109

数据来源：Wind，兴业证券研究所

附表

资产负债表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2278	2883	3338	4377
货币资金	466	632	578	1048
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	428	517	611	752
其他应收款	219	314	433	562
存货	632	697	847	996
非流动资产	1950	2383	2600	2777
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	832	937	937	937
投资性房地产	149	149	149	149
固定资产	427	610	745	827
在建工程	128	99	80	64
油气资产	0	0	0	0
无形资产	176	281	386	491
资产总计	4228	5266	5938	7154
流动负债	1842	2457	2551	2982
短期借款	917	1176	900	900
应付票据	8	12	17	23
应付账款	180	275	392	519
其他	737	994	1241	1540
非流动负债	58	58	58	58
长期借款	34	34	34	34
其他	24	24	24	24
负债合计	1901	2516	2609	3040
股本	472	472	472	472
资本公积	737	737	737	737
未分配利润	639	909	1271	1757
少数股东权益	375	497	674	919
股东权益合计	2328	2750	3329	4114
负债及权益合计	4228	5266	5938	7154

现金流量表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	216	301	401	541
折旧和摊销	43	45	58	68
资产减值准备	10	19	19	23
无形资产摊销	4	4	4	4
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	41	55	54	46
投资损失	-23	-25	0	0
少数股东损益	88	122	177	244
营运资金的变动	63	98	156	159
经营活动产生现金流量	308	404	563	762
投资活动产生现金流量	-673	-443	-286	-246
融资活动产生现金流量	314	204	-330	-46
现金净变动	-51	166	-54	470
现金的期初余额	594	466	632	578
现金的期末余额	542	632	578	1048

利润表

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2205	3160	4354	5647
营业成本	1180	1801	2565	3393
营业税金及附加	33	48	66	86
销售费用	417	502	618	751
管理费用	198	272	357	429
财务费用	41	55	54	46
资产减值损失	6	8	7	7
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	23	25	0	0
营业利润	353	500	687	936
营业外收入	22	18	18	18
营业外支出	7	9	8	8
利润总额	368	509	697	946
所得税	64	87	118	161
净利润	304	423	578	785
少数股东损益	88	122	177	244
归属母公司净利润	216	301	401	541
EPS (元)	0.46	0.64	0.85	1.15

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长性(%)				
营业收入增长率	65.7%	43.3%	37.8%	29.7%
营业利润增长率	32.2%	41.6%	37.3%	36.3%
净利润增长率	7.4%	38.9%	33.4%	34.9%
盈利能力(%)				
毛利率	46.5%	43.0%	41.1%	39.9%
净利率	9.8%	9.5%	9.2%	9.6%
ROE	11.1%	13.3%	15.1%	16.9%
偿债能力(%)				
资产负债率	45.0%	47.8%	43.9%	42.5%
流动比率	1.24	1.17	1.31	1.47
速动比率	0.89	0.89	0.98	1.13
营运能力(次)				
资产周转率	0.59	0.67	0.78	0.86
应收帐款周转率	5.99	6.29	7.26	7.79
每股资料(元)				
每股收益	0.46	0.64	0.85	1.15
每股经营现金	0.24	0.86	1.19	1.62
每股净资产	4.14	4.78	5.63	6.78
估值比率(倍)				
PE	50.41	36.28	27.20	20.17
PB	5.59	4.84	4.11	3.42

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5%~15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5%~5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层
邮编: 200135
传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层
邮编: 100140
传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及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业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。