

证券研究报告—调研简报

医药保健

化学制药

人福医药 (600079)
推荐

调研简报

2011 年 6 月 13 日

持续增长的麻醉药细分领域龙头

证券分析师:	贺平鸽	0755-82133396	hepg@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026
证券分析师:	丁丹	0755-82139908	dingdan@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006
联系人:	杜佐远	0755-82130473	duzyuan@guosen.com.cn	

事项:

近期调研了人福医药及其子公司宜昌人福,就公司的各项业务经营、公司战略、行业政策与管理层进行了沟通交流。

国信观点:

人福医药依托麻醉药领域的龙头地位,持续投入医药各细分行业,目前初步完成各业务板块布局:麻药、血液制品、基因工程药、计生药、维药、出口制剂各模块逐步清晰,各自发展相对独立且各具特色,而快速进入医药商业也彰显公司作为区域龙头的雄心,同时对公司工业发展也有协同作用。

公司是国信医药 6 月推荐组合的 6 支股票之一,并首次给予了“推荐”评级。我们认为未来 3-5 年公司有望充分受益于持续、快速增长的麻醉药细分领域,并保持该业务板块高盈利能力。短期业绩增长主要来源仍是麻醉药,并从手术领域向镇痛领域拓展,未来将向血制品、基因工程药品、制剂出口等多元化方向发展。限制性股权激励已实施,有望激发管理层能动性,可持续成长值得期待。2011 年是公司投入较大、全面储备的一年,将会摊薄一定业绩,12-13 年业绩有望逐步释放。预计 11-13 年 EPS 0.62/0.80/1.05 元,当前股价较股权激励授予价格溢价约 16%,具一定安全边际,维持一年期目标价 26-28 (12PE33~35x),中线看好。

敬请关注国信医药即将发布的人福医药深度研究报告。

评论:

■ 有望顺利完成 2011 年经营目标

年初公司制定的 2011 年经营目标是收入约 34.5 亿元增长 56%,其中:工业 16.62 亿元(较 2010 年增加 5.02 亿元即增长 43%),商业 14.85 亿元(较 2010 年增加 8.37 亿元即增长 129%),其他 3 亿元。从前 5 个月经营情况来看,完成全年目标没有太大悬念。

商业占比大幅增加后毛利率将下降:2010 年毛利率 46.50%较 2009 年下降 6.59 个百分点,预计 2011 年毛利率仍将下降 6-7 个百分点,主要原因是商业占比增加。公司其他业务板块正常,受通胀影响很小。

■ 各业务板块:依托麻醉药领域龙头地位,逐步布局医药各业务板块

➢ 子公司宜昌人福:持续、快速增长的麻醉药细分领域龙头

麻醉药远远没有满足市场需求: 国外麻醉药升级换代的进程和趋势明显:起效快、用量少、成瘾性小的麻醉药替代起效慢、用量多、成瘾性大的麻醉药。国内麻醉药产品远远没有满足市场需求,麻醉药的市场容量巨大。

麻醉药临床应用需靠大量的学术推广：麻醉药专业性强，需要投入大量的学术营销，教育、培养医生会用、敢用、合理使用麻醉药，消除医生对麻醉药的恐惧。并非像传统观念认为的那样——因麻醉药由国家严格管控和计划而不需要学术推广。

芬太尼系列产品将扩大临床推广范围：三个产品中，芬太尼医院覆盖面做得最好，但也还是只到地区城市医院，县级医院很少；瑞芬和舒芬将着重推广手术科室以外的科室，争取 2011 年突破在 ICU 的应用。

麻醉药出口：进展比较缓慢，目前主要进攻东盟市场。

将快速、持续地扩大销售队伍：首先，加大销售队伍培养，坚持走学术推广路线，11 年预计增加 500 人，12、13 年预计增加 500 人，1000 人。其次，做精做强，在扩展医院覆盖面的同时，深度开发现有医院，逐步向 ICU、疼痛科、肿瘤科等科室发展。

在研产品进程：**磷丙泊酚：**预计 12 年完成 3 期临床。**异氟烷：**刚完成 1 期临床。一般情况下新产品上市后需要较长时期的推广和培育，公司的瑞芬、舒芬都是上市三四年才过亿并进入销售放量阶段。

研发策略：研发主要还是围绕麻醉药相关系列，强化公司的优势地位。公司对建设研发基地比较谨慎，主要方式是合资、合作开发，或者购买相对成熟的品种进行二次开发，研发投入也比较多。

- **葛店人福稳定发展：**原葛店人福逐步转换为公司原料药生产基地，主要生产黄姜资源和高端原料药，黄姜、皂素可开发环丙孕酮等甾体类激素。性激素、孕激素主要出口国外。公司正在研发 1 个短效避孕药（人们认识到紧急避孕药副作用大，对生殖健康特别不好，觉得短效避孕药比较好）和 1 个保胎药。米非司酮新适应症开发正在进行中，还没有最新进展。
- **新疆维药 11 年快速增长：**经过 1 年的调整和拓展，预计 2011 年收入增长 70%，利润增长 90%。
- **血液制品：**预计 11 年贡献 1000-1500 万元净利润

中原瑞德（上市公司控股 70%）：原有存浆量约 50 吨，2011 年将全部处理完，年处理能力为 100 吨，预计为上市公司贡献 1000-1500 万元净利润。中原瑞德现有 2 个浆站，恩施 1 个、罗田 1 个，正在申请孝感和巴东的浆站。估计采浆量约 50 吨/年/个。目前可生产人血白蛋白等 6 种血制品。未来可能收购其他血液制品公司。

- **光谷人福生物预计 2014 年将有一类新药上市：**光谷人福生物将是公司未来的基因工程药物平台，公司出资 1 亿元从军科院购买了 6 个具有竞争力的新药，是军科院吴院士（吴祖泽）主导开发的基因工程药物，任何一个新药成功上市都将获得超过 1 亿元的净利润。现在公司正在和军科院进行交接，预计 2014 年将有一类新药上市。
- **出口基地稳步推进：**武汉的 cGMP 基地现在在进行设备安装，宜昌的估计要到 12 年 6 月。基地建设从开始的选址，到后面的设计、施工、内部设备等各个方面都是在美国专家的指导下实施，预计通过认证会较快。美国普克购买了 6 个 ANDA 文号，预计最快上市的是维生素 D 软胶囊，2011 年目标是实现盈亏平衡。
- **基药生产主要响应政府制度：**公司的基药产品一方面是为了社会责任，响应政府的基药制度，积极配合生产与配送，虽然利润贡献小，但会给公司带来品牌美誉度。另一方面基药生产也会和商业的发展形成良性搭配。
- **商业通过外延式扩张迅速做大做强：**商业开拓主要依靠外延式发展，目标是区域商业龙头，快速做大企业规模，在政府订单与相关投标中获得区域龙头的实惠。收购标的是湖北地、县级市且和当地医院关系好的小型商业公司。现在在武汉完成商业布局之后，逐步向恩施、荆州、襄阳各城市发展，一般是收购 51% 的股权，收购

尽量沿用原管理团队，并在当地市场加大投入，巩固当地市场竞争力。

- **房地产业务将逐步退出：**当代项目 2006 年是 18w 平方米，规划 7 层楼，是容积率较低的高档社区，后来提高容积率，从 7 层变为 18 层。前几年出售了一些，现在还有 10w 平方米左右，预计还可以出售 3 年以上。2011 年计划出售 2 亿元左右。

■ 公司战略：股权激励着眼于长远

公司的股权激励酝酿已久，近几年公司逐渐走上正轨，即将进入发展快车道，现在推出股权激励很关键：将公司利益和管理层利益绑定到一起，同时为公司储备充足的资金，有利于公司长远健康发展。

■ 行业政策：麻醉药生产方面的政策逐步有利公司发展

- **麻醉药生产方面的政策变化：**麻醉药生产方面的政策经历了三个阶段：限量制-计划制-备案制，前两个制度下，企业都没有自主权，生产多少由政府指定，企业不接触市场，不知道市场需求。现在实行备案制，企业根据市场需求制定生产计划，年初上报备案，若年中发现不够，可以再补报一次。
- **公司注重麻醉药质量安全：**麻醉药有体内蓄积问题，这也是贴剂最重要的副作用，公司生产注射剂，都是在严密监测之下给病人使用，保证用药安全。6 月 1 日 SFDA 到宜昌人福调研，对公司产品的质量安全比较满意。
- **麻醉药降价可能性较小：**目前公司的麻醉药价格是 2000 年左右申请的价格，这十年来物价、人工等成本上升很多，目前降价可能性较小。

表 1: 人福医药分行业/子公司预测 (百万元)

		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入合计		1024.37	1330.21	2204.80	3466.17	4746.18	6192.36
	增长率	44.4%	29.9%	65.7%	57.2%	36.9%	30.5%
	毛利率	47.8%	53.1%	46.5%	39.6%	38.7%	38.2%
制药工业							
	收入	570.2	769.24	1,003.34	1460.80	2003.52	2697.53
	增长率	30.2%	34.9%	30.4%	45.6%	37.2%	34.6%
	毛利率	61.38%	70.15%	77.53%	76.0%	76.1%	76.1%
宜昌人福							
	收入	417.2	602.7	800.6	1040.0	1500.0	2100.0
	增长率	38.2%	44.5%	32.8%	29.9%	44.2%	40.0%
葛店人福							
	收入	69.8	101.4	124.2	152.2	213.1	255.7
	增长率	108.4%	45.4%	22.5%	25.0%	40.0%	20.0%
新疆维药							
	收入	30.2	50.1	70.6	105.9	135.5	169.4
	增长率	36.2%	65.9%	40.8%	50.0%	28.0%	25.0%
武汉人福							
	收入	42.6	57.2	63.4	72.9	87.5	103.3
	增长率	29.4%	34.5%	10.8%	15.0%	20.0%	18.0%
其他							
	收入	10.5	-42.2	-55.5	80.0	150.0	280.0
	增长率	-78.0%	-502.5%	31.5%		87.5%	86.7%
医药商业							
	收入	100.0	179.0	648.0	1485.0	2153.3	2971.5
	增长率	66.67%	79.00%	262.01%	129.2%	45.0%	38.0%
	毛利率	4.1%	4.2%	3.8%	3.7%	3.6%	3.5%
安全套							
	收入	129.92	160.98	156.54	172.19	189.41	208.35
	增长率	69.9%	23.9%	-2.8%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	30.29%	34.77%	32.02%	32.0%	32.0%	32.0%
房地产							
	收入	85.8	83.53	278.81	218.26	250.00	150.00
	增长率	132.5%	-2.6%	233.8%	-21.7%	14.5%	-40.0%
	毛利率	50.77%	0.00%	41.91%	41.9%	41.9%	41.9%
其他 (投资/租金/环保等)							
	收入	138.45	137.46	118.11	129.92	150.00	165.00
	增长率	41.6%	-0.7%	-14.1%	10.0%	10.0%	10.0%
	毛利率	41.1%	80.5%	68.1%	47.5%	47.5%	47.5%

资料来源: wind、国信证券经济研究所

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	466	917	1016	1307	营业收入	2205	3466	4746	6192
应收款项	732	1378	1887	2461	营业成本	1180	2093	2907	3828
存货净额	632	687	796	841	营业税金及附加	33	53	72	94
其他流动资产	448	681	932	1216	销售费用	417	537	721	923
流动资产合计	2278	3663	4631	5825	管理费用	198	267	358	459
固定资产	638	771	888	944	财务费用	41	52	62	66
无形资产及其他	176	169	162	155	投资收益	23	26	5	5
投资性房地产	305	305	305	305	资产减值及公允价值变动	(6)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	832	782	782	782	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4228	5689	6767	8011	营业利润	353	483	622	820
短期借款及交易性金融负债	917	1300	1400	1500	营业外净收支	15	16	18	20
应付款项	188	540	750	990	利润总额	368	499	640	840
其他流动负债	737	1198	1651	2163	所得税费用	64	87	111	146
流动负债合计	1842	3038	3802	4653	少数股东损益	88	119	152	200
长期借款及应付债券	34	64	79	79	归属于母公司净利润	216	293	376	494
其他长期负债	24	29	34	39					
长期负债合计	58	93	113	118	现金流量表 (百万元)				
负债合计	1901	3131	3915	4771		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	375	458	565	705	净利润	216	293	376	494
股东权益	1952	2099	2287	2534	资产减值准备	(5)	4	1	1
负债和股东权益总计	4228	5689	6767	8011	折旧摊销	43	62	80	92
					公允价值变动损失	6	8	8	8
					财务费用	41	52	62	66
关键财务与估值指标					营运资本变动	(201)	(112)	(199)	(146)
	2010	2011E	2012E	2013E	其它	40	79	105	139
每股收益	0.46	0.62	0.80	1.05	经营活动现金流	100	334	372	588
每股红利	0.27	0.31	0.40	0.52	资本开支	(247)	(200)	(200)	(150)
每股净资产	4.14	4.45	4.85	5.37	其它投资现金流	0	0	0	0
ROIC	14%	16%	19%	23%	投资活动现金流	(469)	(150)	(200)	(150)
ROE	11%	14%	16%	19%	权益性融资	2	0	0	0
毛利率	47%	40%	39%	38%	负债净变化	20	30	15	0
EBIT Margin	17%	15%	14%	14%	支付股利、利息	(130)	(147)	(188)	(247)
EBITDA Margin	19%	17%	16%	16%	其它融资现金流	460	383	100	100
收入增长	66%	57%	37%	30%	融资活动现金流	242	266	(73)	(147)
净利润增长率	7%	36%	28%	31%	现金净变动	(127)	451	99	291
资产负债率	54%	63%	66%	68%	货币资金的期初余额	594	466	917	1016
息率	1.2%	1.3%	1.7%	2.3%	货币资金的期末余额	466	917	1016	1307
P/E	50.5	37.2	29.0	22.1	企业自由现金流	(92)	177	249	531
P/B	5.6	5.2	4.8	4.3	权益自由现金流	387	547	312	576
EV/EBITDA	30.5	24.3	19.3	16.0					

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。