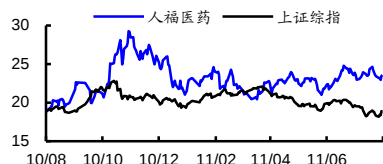


证券研究报告—深度报告
医药保健
医疗器械与服务
人福医药(600079)
推荐

目标价: 28 元 昨收盘: 23.57 元

(维持评级)

2011年8月29日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本(百万股)	493.4/407.9
总市值(百万元)	11,630.5/9,614.1
沪深300/深圳成指	2,612.19/11,568.17
12个月最高/最低(元)	29.27/17.19

相关研究报告:

《人福医药-600079-宜昌人福下半年有望提速》——2011-8-25

《人福医药-600079-持续增长的麻醉药细分领域龙头》——2011-6-12

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: 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

电话: 0755-82139908

E-mail: 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

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

深度报告

分享麻醉药细分领域龙头股成长

● 历经波折, 医药最美

公司历史上经历了医药、地产、教育等多元化经营探索, 几经波折后确立了聚焦医药产业的战略。经过近几年的开拓, 已初步完成医药业务板块布局。

● 核心业务: 分享麻醉药行业高壁垒、高盈利、高成长

供给方严格管制造就麻药行业一定计划经济和卖方寡头垄断特性, 需求方“手术量平稳增长+消费升级+镇痛观念提升”持续激发潜在需求, 且增长空间仍然巨大。核心子公司宜昌人福麻醉药经营历史悠久, 市场占有率超过50%, 其核心产品芬太尼系列为麻醉药中的王牌产品, 有望持续引领公司高成长。公司后续在研品种丰富, 且大力拓展销售队伍, 以打造“手术内麻醉用药全系列”、并向“术外镇痛”领域扩展。

● 探索新业务板块, 全面打造新增长版图

1) 布局血制品: 收购中原瑞德70%股权; 2) 生物和基因工程药物领域开拓: 10年增资深圳新鹏, 收购武汉光谷; 3) 出口框架初步搭建: 美国普克负责筛选与申报ANDA文号与市场开拓营销及销售, 人福普克(武汉)和宜昌人福作为制剂生产基地, 但暂时难以贡献业绩。

● 风险提示

并购、基地建设等带来费用增加超预期; 新产品上市时间低于预期。

● 合理价值 26.40~28.00 元/股, 维持中长期“推荐”评级

公司麻醉药龙头地位优势明显且有望持续分享该细分领域“高壁垒、高盈利、高成长”。短期业绩增长主要来源仍是麻醉药, 未来将打造“手术内麻醉用药全系列”、并向“术外镇痛”领域扩展。同时计生药、维药、中枢神经用药、血制品、基因工程药、制剂出口、医药商业等各模块也逐步清晰, 各自发展相对独立且各具特色。限制性股票激励已实施, 进一步激发管理团队能动性。预计11-13EPS 0.64/0.80/1.10元/股, 给予一年期合理价值区间26.40~28.00元(12PE 33-35X), 当前股价较股权激励授予价格(20.03元)溢价约18%, 具有一定安全边际, 维持中长期“推荐”评级。

盈利预测和财务指标(11-13按最新股本摊薄)

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,330.21	2,204.80	3,481	4,828	6,674
(+/-%)	29.86%	65.75%	57.9%	38.7%	38.3%
净利润(百万元)	201.47	216.47	316	395	544
(+/-%)	157.65%	7.44%	46.0%	24.9%	37.7%
每股收益(元)	0.43	0.46	0.64	0.80	1.10
EBIT Margin	24.26%	18.65%	15.5%	14.8%	14.5%
净资产收益率(ROE)	11.47%	11.09%	12.4%	14.4%	18.0%
市盈率(PE)	55.17	51.35	36.8	29.5	21.4
EV/EBITDA	32.24	26.55	24.1	18.7	14.4
市净率(PB)	6.33	5.69	4.56	4.24	3.85

投资摘要

估值与投资建议

预计 11-13 年 EPS 分别为 0.64、0.80 和 1.10 元，目前动态市盈率分别是 37X、29X 和 21X。根据我们绝对估值和相对估值的结果，公司合理价值为 26.40~28.00 元/股（对应 12PE33-35）。当前股价较股权激励授予价格溢价约 18%，具一定安全边际，维持中长期“推荐”评级。

核心假设或逻辑

- 宜昌人福：收入保持 30%以上高增长，净利润增速仍高于收入增速。
- 葛店人福：新业务高端甾体类原料药有望使公司提速，但同时拉低净利率。
- 新疆维药：维药龙头，受政策支持，改善空间较大，2011 年恢复性高增长。
- 武汉人福：定位于中枢神经用药，平稳较快增长。
- 血制品：单站采浆量和浆站有望逐步增加，成为公司新的盈利增长点。
- 医药商业：通过外延式扩张迅速做大规模，但利润贡献有限。
- 房地产：预计 2012-2013 年全部结算完毕，年均贡献母公司 4-6 千万净利润。
- 投资收益：出售华夏学院 4000 万投资收益将在 2011 年确认。
- 其他：包括母公司费用、安全套业务等，2011-2013 年每年 1 千多万股权激励摊销费用，同时 2011 年是投入较大、全面储备的一年，母公司费用会增加较多。

与市场预期的差异之处

市场部分观点认为麻醉药新进入者恩华药业和国药工业（与国药股份相对独立）会对公司构成较大威胁。我们认为新进入者在带来竞争的同时，有望共同做大市场，并在手术麻醉镇痛的基础上，向术外镇痛领域扩展。公司经营麻醉药超过 50 年历史，而恩华药业尚未建立麻醉药销售渠道且受制于原料药供应，国药工业麻醉药经营历史短且偏向于镇咳用药、身为国有企业、麻醉药终端销售队伍薄弱跟人福差距大。麻醉药推广需要时日，且新进入者何时获批仍是未知数，我们判断 3-5 年内公司尚无有力竞争对手。

股价变化的催化因素

宜昌人福、血制品、制剂出口增长超预期；重要新产品获批。

核心假设或逻辑的主要风险

- 并购、基地建设等带来费用增加超过我们的预期。
- 新产品上市时间低于预期。

内容目录

投资摘要	1
内容目录	2
图表目录	3
估值与投资建议	4
绝对估值法: 26.68 元~28.69 元/股	6
相对估值法: 26.40~28.00 元/股	6
维持中长期“推荐”评级	7
麻醉药为核心, 医药细分领域多点开花	7
历史沿革: 蓦然回首, 医药最美	8
股权结构: 医药细分领域内多元化发展的民营控股型企业	8
依托麻醉药领域龙头地位, 逐步布局医药各业务板块	8
麻醉用药市场: 注重联合用药	10
手术全身麻醉注重联合用药	10
麻醉用药以麻醉剂和麻醉药为主	10
麻醉剂: 较快增长, 以丙泊酚和七氟烷为主	11
全球麻醉剂市场增长趋缓, 趋于普药化	11
中国麻醉剂市场增长较快, 全麻剂价格较高至用药金额占主导	11
以外资为主, 丙泊酚和七氟烷占主导	12
国内麻醉剂格局基本稳定, 七氟烷将继续高增长	14
麻醉药: 高壁垒、高盈利、高成长	15
广泛应用于手术镇痛, 癌痛、慢性非癌痛等术外镇痛	15
供给: 严格管制造就行业一定计划经济和卖方寡头垄断特性	16
需求: 手术量平稳增长+消费升级+镇痛观念提升激发巨大需求	17
市场需求持续快速增长, 未来增长空间仍然巨大	19
芬太尼系列: 麻醉药中的王牌, 降价可能性小	20
宜昌人福: 核心资产分享麻醉药细分领域高成长	23
麻醉药经营历史悠久	24
研发以合作为主, 新品种储备丰富	24
大力扩展销售队伍, 布局未来	24
打造“手术内麻醉用药全系列”, 并向“手术外镇痛”领域扩展	24
3-5 年内宜昌人福尚无有力竞争对手	25
葛店人福: 快速成长的计生药后起之秀	26
新疆维药: 维药龙头, 2011 年恢复性高增长	27
武汉人福: 定位于中枢神经用药, 平稳较快增长	27
生物制药: 血制品值得期待, 大举进军基因工程药物	28
制剂出口: 未来三大支柱产业之一, 有望持续投入	28
医药商业: 通过外延式扩张迅速做大规模	28
其他业务: 逐步退出	29
股权激励: 提供股价安全边际, 构成长期发展助推器	29
盈利预测: 宜昌人福引领公司未来 3 年高成长	30
基本假设	30
核心判断的主要风险	33
附表 1: 财务预测与估值	33
国信证券投资评级	35
风险提示	35
证券投资咨询业务的说明	35

图表目录

图 1: 人福医药股权结构.....	8
图 2: 人福医药医药业务收入占比不断提升.....	8
图 3: 全球麻醉剂市场增长趋缓.....	11
图 4: 20 年以来上市重要麻醉剂产品一览.....	11
图 5: 中国麻醉剂市场增长较快.....	12
图 6: 2006-2010 麻醉剂生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)	13
图 7: 2006-2010 丙泊酚生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)	13
图 8: 2006-2010 七氟烷生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)	14
图 9: 2006-2010 异氟烷生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)	14
图 10: 麻醉剂市场产品竞争格局.....	15
图 11: 2003-2009 年我国医疗机构手术人次.....	17
图 12: 人均医疗保健支出不同的国家手术人次 (2007 年数据).....	18
图 13: 2003-2009 年中国、美国、全球各麻醉药用量复合增长率.....	18
图 14: 全球阿片类药物消费量——以 S-DDD 表示.....	19
图 15: 2006 -2010 年国内麻醉镇痛药市场快速增长.....	19
图 16: 全球各洲麻醉镇痛药人均消费量/中国人均消费量.....	20
图 17: 2003-2009 年中国芬太尼系列各品种用量复合增长率.....	20
图 18: 麻醉药分产品竞争格局 (百分比代表市场占有率)	21
图 19: 麻醉药分产品竞争格局 (百分比代表复合增长率)	21
图 20: 麻醉药生产企业竞争格局 (百分比代表市场占有率)	21
图 21: 麻醉药生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)	21
图 22: 芬太尼注射液——宜昌人福占据绝对优势 (百分比代表复合增长率)	22
图 23: 芬太尼透皮贴剂——西安杨森占据绝对优势 (百分比代表复合增长率)	22
图 24: 瑞芬太尼注射液——宜昌人福独家.....	22
图 25: 舒芬太尼注射液——宜昌人福成功实现进口替代 (百分比代表复合增长率)	23
图 26: 宜昌人福打造“手术内麻醉用药全系列”.....	25
图 27: 宜昌人福向“术外镇痛”领域扩展.....	25

表 1: 三阶段模型的主要假设	6
表 2: 绝对估值的基本假设条件	6
表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)	6
表 4: 人福医药与可比公司估值比较	7
表 5: 人福医药分子公司/业务拆分 (2010 年数据, 单位: 百万元)	9
表 6: ATC 分类中关于麻醉用药的分类 (2010)	10
表 7: 全身麻醉四阶段麻醉用药	10
表 8: 中国 4 种麻醉用药比较	10
表 9: 中国麻醉剂市场分类和增速	12
表 10: 麻醉药分类	16
表 11: 《1961 年公约》管制的主要类阿片, 另加丁丙诺啡	16
表 12: 麻醉药定价方面的政策	17
表 13: 麻醉药治疗中、重度疼痛的发展历程	19
表 14: 中国麻醉药人均用量水平远远低于美国 and 全球平均水平 (单位 mg/人/年, 芬太尼系列为 ug/人/年)	20
表 15: 麻醉药生产企业及其麻醉药主导产品	21
表 16: 芬太尼系列产品比较	22
表 17: 芬太尼系列流通渠道各环节价格及加价率	23
表 18: 宜昌人福主要在研麻醉、精神产品	24
表 19: 国药工业、国药股份、宜昌人福股权关系	25
表 20: 宜昌人福盈利预测 (单位: 百万元)	26
表 21: 2009 年零售市场口服避孕药竞争格局——分产品 (亿元)	26
表 22: 2009 年零售市场口服避孕药竞争格局——分企业 (亿元)	26
表 23: 2009 年零售市场米非司酮竞争格局——分企业 (亿元)	26
表 24: 葛店人福盈利预测 (单位: 百万元)	27
表 25: 新疆维药盈利预测 (单位: 百万元)	27
表 26: 武汉人福盈利预测 (单位: 百万元)	27
表 27: 预计股权激励摊销费用 (万元)	30
表 28: 人福医药分公司/业务预测 (百万元)	30
表 29: 人福医药收入—成本预测 (百万元)	31
表 30: 人福医药期间费用分析及预测 (百万元)	32

估值与投资建议

绝对估值法：26.68 元~28.69 元/股

我们采用三阶段模型，对公司价值进行 DCF 折现：1) 2011-2013 年，公司在宜昌人福的引领下将获得 30% 以上的高速增长。2014 年之后收入规模扩大，业绩基数增加，增速下降至 30% 以下，且每年下降 3 个百分点。2) 工业毛利率稳步提升，商业占比提升且毛利率小幅下降拉低公司整体毛利率。3) 工业期间费用率 2011-2012 年小幅提升，之后保持稳定，但商业占比提升拉低公司整体期间费用率。4) 永续增长设为 2%。

估值的合理区间在 26.68 元~28.69 元之间，价值中枢为 27.66 元。

表 1: 三阶段模型的主要假设

会计年度截止日: 12/31	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
营业收入增长率	44.4%	29.9%	65.7%	57.9%	38.7%	38.3%	30.0%	27.0%	23.0%	20.0%	17.0%	14.0%
营业成本/营业收入	52.2%	46.9%	53.5%	58.7%	62.0%	63.9%	65.6%	67.1%	68.4%	69.5%	70.4%	71.1%
管理费用/营业收入	12.2%	11.4%	8.8%	7.7%	7.0%	6.5%	6.1%	5.7%	5.4%	5.2%	5.0%	4.8%
销售费用/销售收入	21.2%	25.9%	18.9%	16.3%	14.6%	13.5%	12.6%	11.8%	11.1%	10.5%	10.0%	9.6%
营业税及附加/营业收入	1.1%	1.2%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%	1.5%
所得税税率	13.3%	10.6%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%	17.4%
股利分配比率	106.7%	48.1%	59.9%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%	50.0%

资料来源：国信证券经济研究所

表 2: 绝对估值的基本假设条件

永续增长率	2.00%	实际所得税率 T	17.36%
无风险利率	3.75%	Ke	11.33%
行业平均 Beta	0.93	风险溢价	7.50%
公司市值 (E)	11630	E/(D+E)	90.55%
债务总额(D)	1214	D/(D+E)	9.45%
Kd	6.00%	WACC	10.72%

资料来源：国信证券经济研究所

表 3: FCFE 估值结果对折现率和永续增长率的敏感性分析 (元/股)

	10.3%	10.8%	11.33%	11.8%	12.3%
3.0%	35.36	32.46	29.93	27.71	25.73
2.5%	33.70	31.06	28.73	26.68	24.85
2.0%	32.23	29.81	27.66	25.75	24.04
1.5%	30.93	28.69	26.70	24.92	23.32
1.0%	29.77	27.69	25.83	24.16	22.65

资料来源：国信证券经济研究所

相对估值法：26.40~28.00 元/股

我们选取化学制药行业且尤其专注于高端治疗领域类的上市公司作为相对估值比较标的。目前 6 家同类型 A 股上市公司 11-13 年 PE 平均值为 39/29/22，公司估值与行业平均水平相近。考虑到公司麻醉药龙头地位优势明显且有望持续分享该细分领域“高壁垒、高盈利、高成长”，我们给予公司 12PE33-35，合理价值区间为 26.40~28.00 元。

表 4：人福医药与可比公司估值比较

股票代码	公司简称	股价	总市值 亿元	EPS (元)				P/E				PB	EV/EBITDA	ROE	PEG		Growth
		2011-7-31		10A	11E	12E	13E	10A	11E	12E	13E				10A	11E	11-13
600276	恒瑞医药	32.50	365	0.64	0.84	1.08	1.37	50	39	30	24	10	39	21%	1.35	29%	
600267	海正药业	39.49	207	0.70	1.00	1.38	1.85	57	40	29	21	5	28	14%	1.03	39%	
000963	华东医药	26.35	114	0.73	0.92	1.14	1.40	36	29	23	19	9	21	27%	1.18	24%	
300199	翰宇药业	38.31	38	0.53	0.74	0.98	1.31	72	52	39	29	4	49	0%	1.47	35%	
002294	信立泰	34.47	125	0.98	1.31	1.77	2.19	35	26	19	16	7	29	19%	0.85	31%	
002262	恩华药业	21.45	50	0.33	0.46	0.64	0.88	66	47	33	24	11	43	17%	1.19	39%	
平均值			150					53	39	29	22	8	35	16%	1.18	33%	
600079	人福医药	22.97	113	0.44	0.63	0.80	1.10	52	37	29	21	5	26	11%	1.02	36%	

数据来源：wind 国信证券经济研究所整理。绿色阴影部分为国信证券未覆盖个股，采用 wind 一致预期。

维持中长期“推荐”评级

公司麻醉药龙头地位优势明显且有望持续分享行业的高壁垒、高成长，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，未来将以麻醉药为基础，打造“手术内麻醉用药全系列”、并向“术外镇痛”领域扩展。同时计生药、维药、中枢神经用药、血制品、基因工程药、制剂出口、医药商业等各模块也逐步清晰，各自发展相对独立且各具特色。限制性股票激励已实施，有望构成长期发展助推器，并提供股价安全边际。

2011 年是公司投入较大、全面储备的一年，将会摊薄一定业绩，2012-2013 年业绩有望逐步释放。给予公司 12PE33-35，合理价值区间为 26.40~28.00 元。当前股价较股权激励授予价格溢价约 18%，具一定安全边际，维持中长期“推荐”评级，分享麻醉药细分领域龙头股成长。

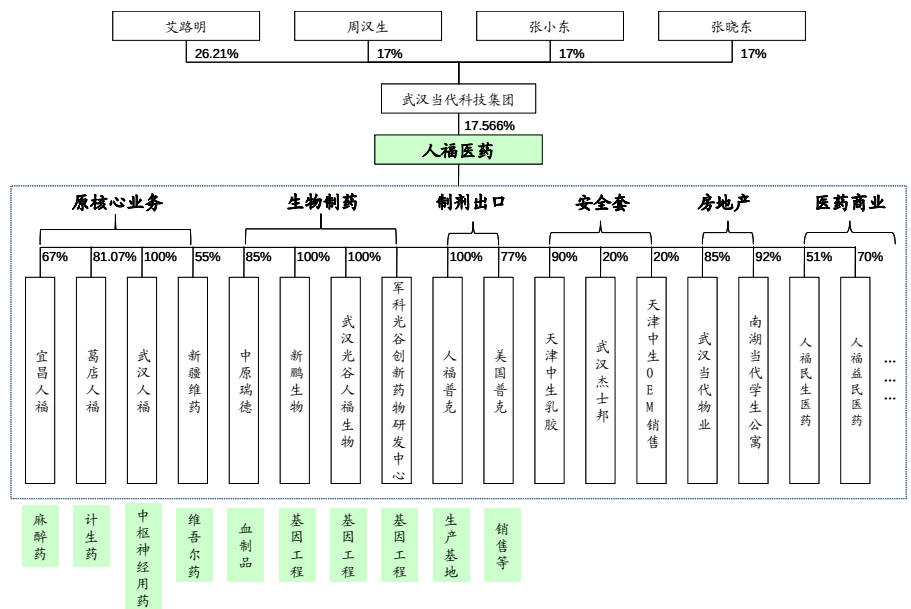
麻醉药为核心，医药细分领域多点开花

历史沿革：蓦然回首，医药最美

- **草创期（1988-1992）：艰苦创业。**1988年人福医药前身“当代生化研究所”成立。
- **幼年期（1993-1996）：跌跌撞撞。**1993年改制为“当代高科技产业股份”，先后组建了当代物业公司、东湖分公司、系统工程分公司等非医药公司、同时成立武汉人福。
- **青春期（1997-2005）：左冲右突，多元发展。**1997年“当代高科技产业股份”上市（600079），简称“当代科技”，同年更名为“人福科技”。一主多元，涉足医药、房地产、教育、环保、金融等。相继成立宜昌人福、葛店人福、新疆维药。
- **转型期（2006-至今）：蓦然回首，医药最美。**逐步剥离非医药产业，聚焦以麻醉药为核心的医药工业，同时大力发展血制品、基因工程药物、制剂出口、医药商业。2010年更名为“人福医药”，2011年实施股权激励。
- **十二五规划：**形成麻醉药、生物制药、制剂出口三大支柱产业。2015年规划工业、商业各50亿。

股权结构：医药细分领域内多元化发展的民营控股型企业

图1：人福医药股权结构



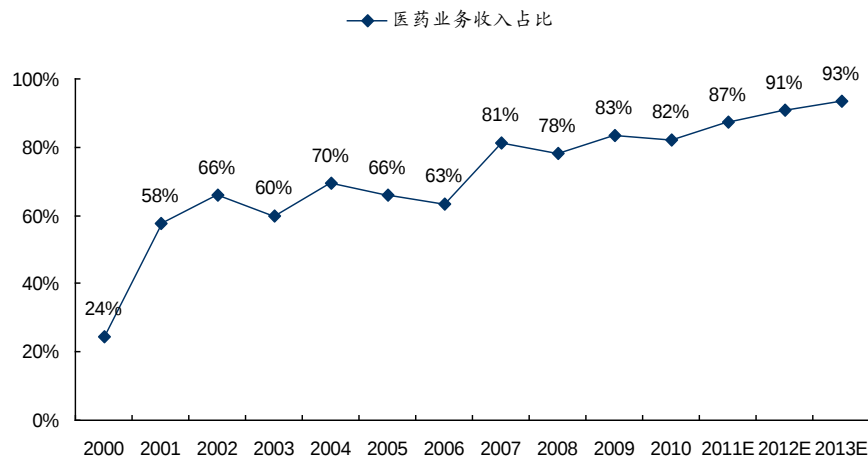
资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

依托麻醉药领域龙头地位，逐步布局医药各业务板块

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：麻醉药、计生药、维药、中枢神经用药、血制品、基因工程药、制剂出口各模块逐步清晰，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。

图 2: 人福医药医药业务收入占比不断提升



资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

表 5: 人福医药分子公司/业务拆分 (2010 年数据, 单位: 百万元)

分子公司/业务	概况	持股比例	收入	占比	净利润	占比	归母公司净利润	占比
宜昌人福	麻醉药龙头	67%	801	36%	231	76%	154	71%
葛店人福	计生药后起之秀	81.07%	124	6%	28	9%	23	11%
新疆维药	维药龙头	55%	71	3%	8	3%	4	2%
武汉人福	中枢神经用药	100%	63	3%	8	3%	8	4%
医药商业	通过并购快速做大规模	子公司、大多控股 51%	648	29%	6	2%	4	2%
房地产	逐步退出	下属两家控股子公司	279	13%	45	15%	40	19%
其他	母公司费用、安全套等		219	10%	-21	-7%	-17	-8%
合计			2205	100%	304	100%	216	100%

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

麻醉用药市场：注重联合用药

手术全身麻醉注重联合用药

WHO 最新的 ATC 分类编码体系（2010）将麻醉用药分为麻醉剂（镇静药）、麻醉药（镇痛药）、肌松药和止呕药。其中麻醉剂又分为全身麻醉剂（分为静脉麻醉剂和吸入麻醉剂）和局部麻醉剂。

全身麻醉讲究联合用药，其中麻醉药使病人丧失意识，麻醉药消除疼痛，肌松药使肌肉松弛，止呕药用于止呕，其他非麻醉用药维持基础生命功能。全身麻醉包括麻醉诱导、麻醉维持、麻醉苏醒和术后镇痛四个阶段。

局部麻醉主要使用局部麻醉剂即可，很少使用麻醉药、肌松药及止呕药。

表 6：ATC 分类中关于麻醉用药的分类（2010）

亚类	次亚类	小类	代表品种
麻醉剂（镇静药） (N01)	全身麻醉剂 (N01A)	静脉麻醉剂	丙泊酚、咪达唑仑、依托咪酯、右美托咪定
		吸入性麻醉剂	七氟烷、异氟烷、地氟烷
	局部麻醉剂 (N01B)	局部麻醉剂，内科注射用	罗哌卡因、甲磺酸罗哌卡
		局部麻醉剂，牙科注射用	阿替卡因
		局部麻醉剂，表面性的	利多卡因、达克罗宁
麻醉药（麻醉镇痛药、镇痛药、麻醉药、麻醉药品、麻药） (N02)	麻醉药(N02A)		芬太尼系列
	非麻醉剂和退烧药(N02B)		氟比洛芬
	治疗偏头痛的药物(N02C)	治疗偏头痛烷剂	舒马普坦
		其他治疗偏头痛的药物	洛美利嗪
肌肉松弛药 (M03)	肌肉松弛药，作用于外用（M03A）		苯磺阿曲库铵
	肌肉松弛药，作用于中枢（新列入美芬新）		复方氯唑沙宗
止吐药和止恶心药 (A04)	止吐药和止恶心药（A04A）	5-羟色胺拮抗剂 止吐药/止恶心药	托烷司琼、昂丹司琼
		其他的止吐药和止恶心药	眩晕停

资料来源：WHO，国信证券经济研究所整理

表 7：全身麻醉四阶段麻醉用药

	麻醉剂	麻醉药	肌松药	止呕药
麻醉诱导： 使病人从清醒状态进入到意识消失、或意识存在但对疼痛无感知状态	✓	✓	✓	
麻醉维持： 根据手术情况，追加麻醉以维持一定的麻醉深度	✓	✓	✓	视手术
麻醉苏醒： 病人可自然苏醒或给拮抗药以逆转镇静剂、肌松药等药的效果		✓		情况而定
术后镇痛： 术后疼痛治疗，使用镇痛泵是趋势		✓		

资料来源：WHO、国信证券经济研究所整理

麻醉用药以麻醉剂和麻醉药为主

2010 年麻醉剂市场规模 31.55 亿元，占比 64%，麻醉药 13.25 亿元，占比 27%，其次是肌松药和止吐药。（资料来源：南方所（市场规模以医院进货价计算，下同）。）

表 8: 中国 4 种麻醉用药比较

类别		金额/亿元	占比	作用	主流用药	市场特征	主要生产企业
麻醉剂 (镇静药)	静脉麻醉剂	18.20	37%	镇静、催眠	丙泊酚、咪达唑仑、依托咪酯、右美托咪啶	市场大，垄断性高	阿斯利康、恩华、恒瑞、宜昌人福
	吸入性麻醉剂	6.40	13%		七氟烷、异氟烷、地氟烷	增长快，垄断性高	丸石制药、恒瑞、雅培、百特
	局部麻醉剂	6.95	14%	局部镇痛	罗哌卡因、利多卡因	应用广泛、量大价低	阿斯利康
麻醉药（镇痛药）		13.25	27%	镇痛	芬太尼系列、吗啡、杜冷丁、曲马多	进入壁垒高，增长快，增长空间大，管制类麻醉药	宜昌人福、北京萌蒂、西安杨森
肌松药		2.95	6%	松弛骨骼肌、便于插管	罗库溴铵、维库溴铵、顺阿曲库铵、阿曲库铵	增长快	恒瑞、仙琚制药
止呕药		1.48	3%	防止发生呕吐	托烷司琼、昂丹司琼	增长快	西南药业、齐鲁制药

资料来源：南方所（市场规模以医院进货价计算，下同），国信证券经济研究所整理

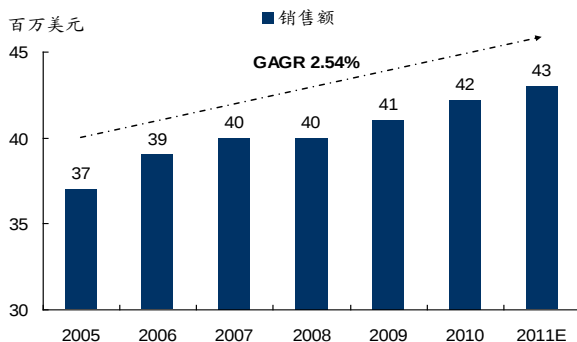
麻醉剂：较快增长，以丙泊酚和七氟烷为主

全球麻醉剂市场增长趋缓，趋于普药化

七氟烷和丙泊酚是全球排名前的二的主流麻醉剂。2010 年全球麻醉剂市场规模 42 亿美元，预计 2011 年 43 亿美元，2005-2011 年 GAGR 2.54%，低于全球药品市场 6% 的增速。其中静脉麻醉剂占 50%（丙泊酚为主），吸入性麻醉剂占 30%（其中：七氟烷占 80%、异氟烷占 12%、地氟烷 3%），局部麻醉剂占 20%。

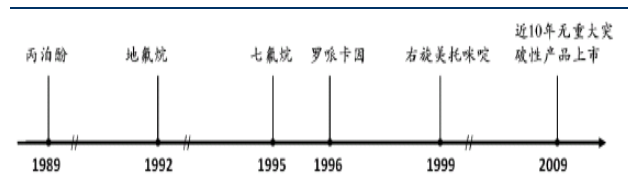
全球麻醉剂市场研发乏力，市场相对成熟，趋于普药化。其增长的主要驱动因素为全球人口数目的增加以及老龄化的推进带来某些疾病发病率的提高（如肿瘤等），导致手术需求量增加。但由于 1999 年之后，再无重要的新产品上市，因此整体市场规模表现不佳。目前全球在研的麻醉剂 35 个，但大多属于剂型改造，据 Datamonitor 估计，未来十年国际市场上可能不会有新的麻醉剂上市。总体上，国际麻醉剂研发乏力，制药企业更加关注麻醉药、肌松药的研发。

图 3: 全球麻醉剂市场增长趋缓



资料来源：Kalorama Information，国信证券经济研究所整理

图 4: 20 年以来上市重要麻醉剂产品一览



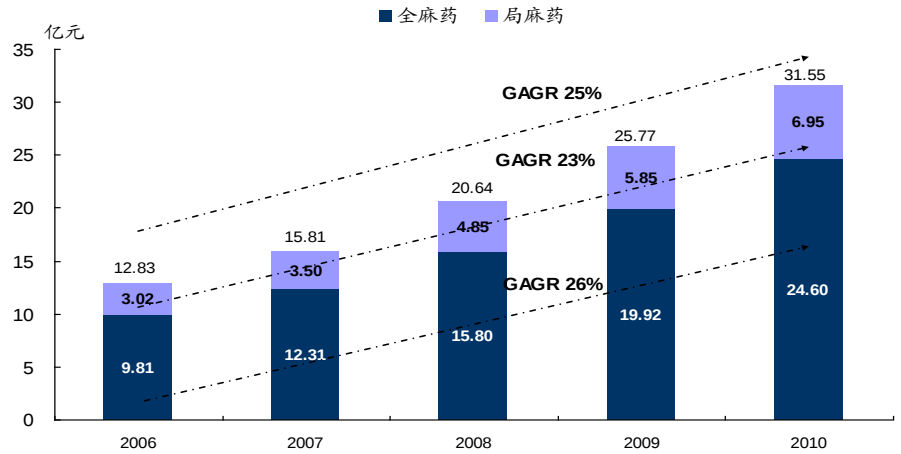
资料来源：INCB、国信证券经济研究所整理

中国麻醉剂市场增长较快，全麻剂价格较高至用药金额占主导

2010 年国内麻醉剂市场规模 31.55 亿元，2006-2010 年 GAGR 为 25%，其中全麻剂 24.60 亿元，局麻剂 6.95 亿元。麻醉剂市场的增长一方面来自手术量的平稳

增长,另一方面来自产品的升级换代。局麻药用量虽大于全麻药,但因为价格低廉,市场规模不大。

图 5: 中国麻醉剂市场增长较快



资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

以外资为主, 丙泊酚和七氟烷占主导

麻醉剂市场以外资为主, 阿斯利康、费森尤斯、日本丸石 3 家外资合计市场份额从 2006 年的 40% 逐步上升到 2010 年的 44%。国内上市公司中恩华药业市场份额稳定在 8%-9%, 恒瑞医药从 2006 年的 1.4% 迅速上升到 2010 年的 7.7%。

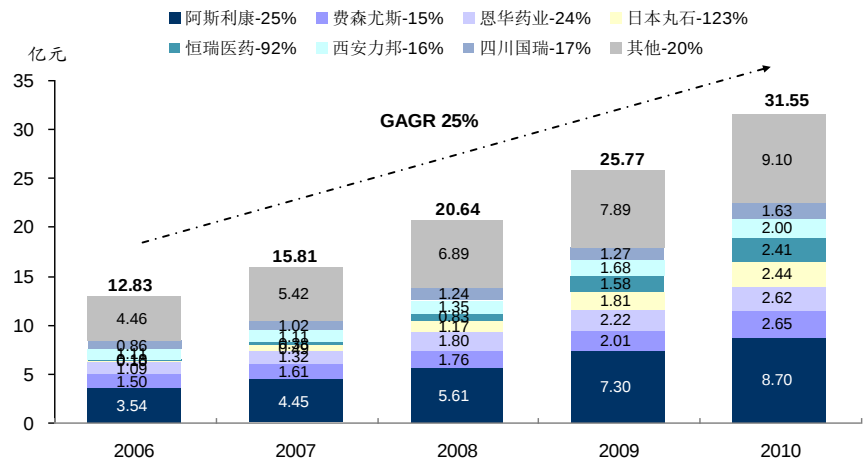
丙泊酚和七氟烷是主流的麻醉剂, 分别占据麻醉剂市场 47% 和 17% 的份额, 是静脉麻醉剂和吸入性麻醉剂的典型代表。

表 9: 中国麻醉剂市场分类和增速

分类	麻醉剂	07 年增速	08 年增速	09 年增速	10 年增速	CAGR	10 年份额	主要生产企业
静脉麻醉剂	丙泊酚	20.61%	24.87%	23.77%	22.51%	22.93%	47.06%	阿斯利康, 费森尤斯
	咪达唑仑	24.78%	23.19%	22.39%	24.30%	23.66%	5.99%	恩华, 人福
	依托咪酯	3.05%	59.31%	35.23%	4.08%	23.29%	2.72%	恩华, 瑞士贝朗, 恒瑞
	右美托咪定	-	-	-	2090.04%	2090.04%	1.27%	恒瑞
吸入性麻醉剂	七氟烷	167.16%	95.82%	55.76%	37.99%	83.12%	17.37%	日本丸石, 恒瑞
	异氟烷	-1.80%	-6.88%	-4.39%	-24.52%	-9.87%	2.67%	美国雅培, 鲁南贝特
局麻剂, 内科注射用	罗哌卡因	41.42%	54.11%	24.48%	19.26%	34.12%	8.87%	阿斯利康, 广东顺峰
	甲磺酸罗哌卡因	27.89%	68.92%	26.57%	9.15%	31.43%	2.86%	鲁抗辰欣, 安徽威尔曼
	利多卡因	28.32%	15.75%	25.16%	19.49%	22.08%	1.85%	江苏济川等, 厂家众多
局麻剂, 表面性的	达克罗宁	-73.34%	653.64%	135.95%	55.70%	64.82%	1.28%	扬子江
局麻剂, 牙科注射用	阿替卡因	25.54%	68.10%	6.00%	17.12%	27.23%	0.36%	法国赛特力-碧兰, 人福将
麻醉剂整体		23.23%	30.59%	24.83%	22.43%	25.23%	100.00%	

数据来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理; 灰底部分为目前最大的两个麻醉剂品种

图 6: 2006-2010 麻醉剂生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)



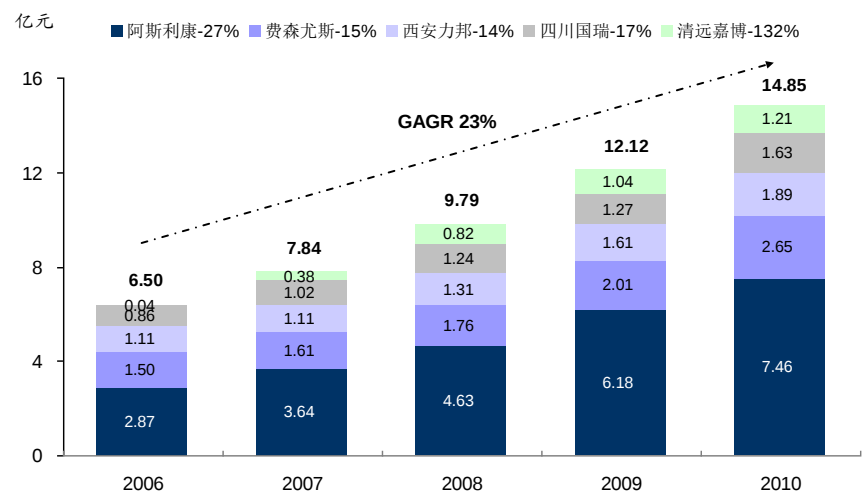
资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

➤ 丙泊酚: 最大麻醉剂品种, 磷丙泊酚钠有望实现部分替代

国内最大的麻醉剂品种。丙泊酚具有麻醉诱导起效快、苏醒迅速且功能恢复完善, 术后恶心呕吐发生率低等优点, 临床上普遍用于麻醉诱导、麻醉维持、ICU 危重病人镇静的一种新型快速、短效静脉麻醉药。原研厂商阿斯利康于 1986 年上市, 2010 年销售收入 3.22 亿美元, 目前在全球 100 多个国家应用。丙泊酚 2010 年国内市场规模 14.85 亿元, 年均增长 23%。丙泊酚专利早已经过期, 但国内市场一直被阿斯利康、费森尤斯等外资控制, 2010 年合计占有 68% 的市场份额。

磷丙泊酚钠有望部分替代丙泊酚。宜昌人福的一类新药磷丙泊酚钠目前处于 2 期临床, 是潜在的重磅品种。磷丙泊酚钠原研厂商是日本卫材, 2008 年 12 月 12 日于美国市场获批, 是日本卫材重点推广的品种, 2011 年预计收入 45 亿日元 (约 3.73 亿元)。磷丙泊酚钠是丙泊酚的前药, 可有效解决丙泊酚蓄积毒性的问题, 更安全、镇静效果更强。

图 7: 2006-2010 丙泊酚生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)

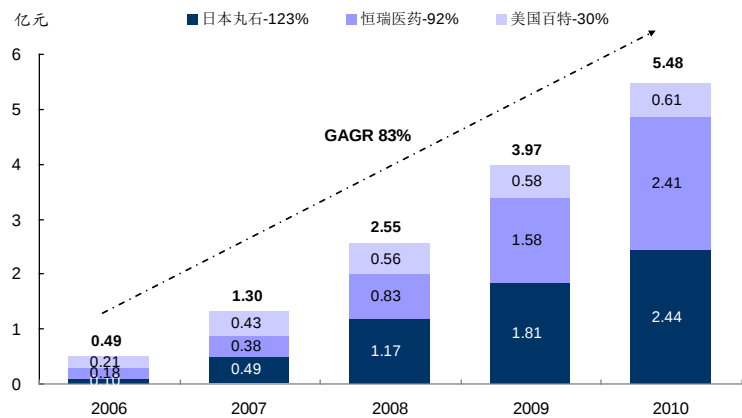


资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

➤ 七氟烷：高速增长的吸入性麻醉剂

七氟烷 1995 年经美国 FDA 批准上市，我国 2005 年上市，因价格昂贵且需要独特装置，目前大部分在三级医院使用。七氟烷具有全麻诱导快、苏醒较异氟烷更加迅速、血气洗脱快的特点，易于调控麻醉深度；具有芳香味，对呼吸道刺激性小，尤其适合小儿麻醉；对循环系统影响小；肌松作用大于异氟烷。因为具备上述优点，加上日本丸石和美国百特都是国际传统的吸入麻醉药生产企业，营销能力强，七氟烷终端销售额从 2006 年的 0.49 亿迅速增长到 2010 年的 5.48 亿，GAGR 83%。

图 8: 2006-2010 七氟烷生产企业竞争格局（百分比代表复合增长率）

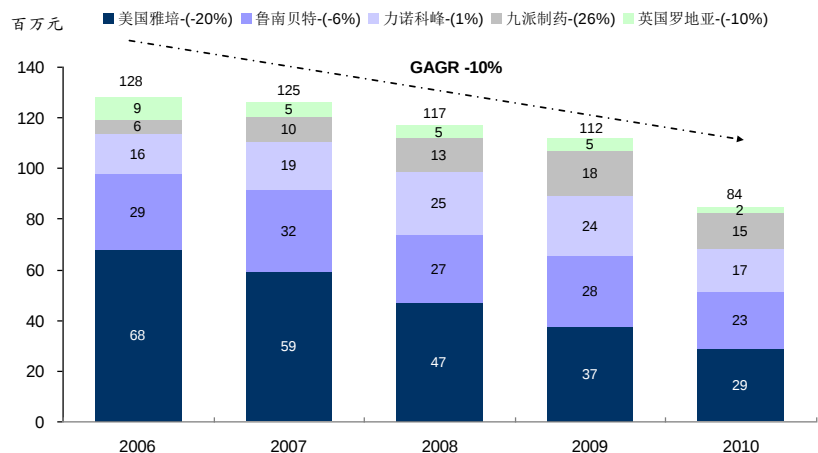


资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

➤ 异氟烷：逐步被七氟烷替代，注射剂型或有转机

异氟烷是个成熟产品，麻醉诱导和复苏都较快，有一定肌松作用，相对静脉麻醉剂，肝肾毒性较小。但作为吸入剂，有其缺点：不容易定量；对病人有呼吸道刺激，术后认知能力恢复时间较长；对空气和医生有污染；使用不方便。自从 2005 年七氟烷上市以来，异氟烷一直被七氟烷所替代。宜昌人福的乳化异氟烷是静脉注射剂型，可以避免吸入剂的缺陷，全球独家，目前处于 2 期临床，市场情景较好。

图 9: 2006-2010 异氟烷生产企业竞争格局（百分比代表复合增长率）



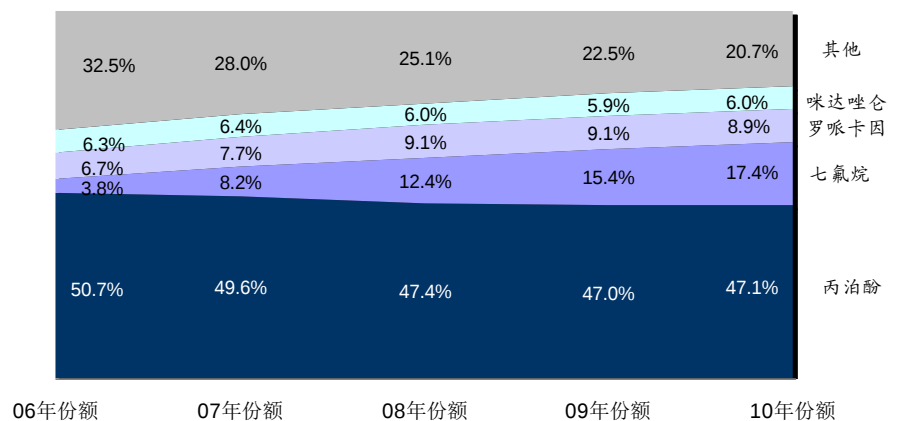
资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理；注：南方所数据是通过前 800 家医院（三级医院）数据推算全国医院用药金额，而异氟烷很大一部分在二级及以下医院使用，低估了异氟烷医院用药金额。

国内麻醉剂格局基本稳定，七氟烷将继续高增长

综上所述，麻醉剂市场特征如下：

- 国际研发疲软，增长缓慢，麻醉剂趋于普药性质；监管严格，生产企业少，产品利润率高。
- 国内临床用药格局基本稳定。已有药物基本满足临床需求、新药少；麻醉以安全稳定为原则，麻醉医师的用药习惯难以改变；各个麻醉剂之间功能与优劣势互补，临床上比较推崇复合用药；企业参与竞争的方式主要是开发新剂型、开发销售终端、稳定产品质量、降低价格等。
- 丙泊酚、七氟烷、罗哌卡因、咪达唑仑仍将是主流麻醉剂，其中丙泊酚、咪达唑仑平稳较快增长，罗哌卡因快速增长，七氟烷高速增长。全球市场七氟烷与异丙酚销售额分别为：9.25 亿美元与 8 亿美元(IMS)，预计国内七氟烷将继续高增长。

图 10：麻醉剂市场产品竞争格局



资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

麻醉药：高壁垒、高盈利、高成长

广泛应用于手术镇痛，癌痛、慢性非癌痛等术后镇痛

麻醉药（又称麻醉镇痛药、镇痛药、麻药、麻醉药品）广泛应用于手术镇痛，此外也应用于癌痛、慢性非癌痛等手术之外的镇痛。麻醉药主要是指阿片类镇痛药（包括天然生物碱、半合成和合成阿片类）。主要用于中、重度疼痛，而非甾体类镇痛药主要用于轻度止痛。

目前我国规定管制的麻醉药有 123 种，国际药物管制公约列入管理的麻醉药品 118 种，以上品种在我国均列入麻醉药管制。我国医疗用麻醉药共 21 种。

表 10: 麻醉药分类

类别	产品	合成（发现）年份	镇痛强度	成瘾性
天然生物碱	吗啡	1805 年	用于急性疼痛，通常用作镇痛标准	易产生呼吸抑制，易上瘾
	可待因	1832 年	用于中度疼痛，镇痛效果为吗啡的 1/10	有成瘾性
半合成阿片类	海洛因	1897 年	镇痛效果是吗啡的 4-8 倍	成瘾性是吗啡的 10 倍
	双氢可待因	1911 年	用于中度疼痛，镇痛效果为吗啡的 1/10	有成瘾性
	羟考酮	1917 年	用于中重度疼痛，镇痛效果为吗啡的 1.5-2 倍	有成瘾性，比吗啡轻
	福尔可定	NA	镇痛效果为吗啡的 1/3	成瘾性低
	纳布啡	1986 年	用作中度疼痛和拮抗，镇痛强度与吗啡相似	成瘾性低
合成阿片类	哌替啶（杜冷丁）	1939 年	镇痛强度是吗啡的 1/7-1/10	有成瘾性，比吗啡轻
	美沙酮	1937 年	与吗啡相当	成瘾性低
	右丙氧芬	1960 年	用于中度疼痛，镇痛强度是吗啡的 1/3	成瘾性低
	芬太尼系列	1960 年	镇痛强度是吗啡的几十倍以上	成瘾性低
	布托啡诺	1982 年	用于中重度疼痛，镇痛强度为吗啡的 3.5~7 倍	成瘾性低
	地佐辛	1989 年	用于中重度疼痛，镇痛强度与吗啡相似	成瘾性低
古柯类	可卡因	1860 年	局部麻醉药	成瘾性高
非阿片类	曲马多	1970 年	镇痛强度是吗啡的 1/10	成瘾性低

资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理；注：纳布啡、布托啡诺、地佐辛、曲马多属于二类精神药品，但有镇痛作用，可归为麻醉镇痛药。

供给：严格管制造就行业一定计划经济和卖方寡头垄断特性

➤ 麻醉药的国际监管环境

因为麻醉药的成瘾性，国际上均对这类药物进行严格控制。主管国际麻醉品管制的两个国际机关是 CND（麻醉品委员会）和 INCB（国际麻醉药品管理局）。

表 11: 《1961 年公约》管制的主要类阿片，另加丁丙诺啡

天然生物碱	半合成类阿片	合成类阿片
吗啡 可待因 蒂巴因 奥列巴文	双氢可待因 乙基吗啡 海洛因 可酮 吗啡酮 羟考酮 福尔可定 丁丙诺啡	右丙氧芬 地芬诺酯 芬太尼及其类似物 凯托米酮 美沙酮 哌替啶 替利定

资料来源：INCB，国信证券经济研究所整理

➤ 麻醉药的国内监管环境

国家对麻醉和精神精药品的严格管制使得该行业具有一定的计划经济和卖方寡头垄断特性。已经取得生产资质的企业是一种稀缺性资源。

◇ 生产环节：严格控制生产企业数量

麻醉药生产环节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。目前实行备案制，生产企业根据市场需求于每年 10 月底前向省局报生产计划，SFDA 于次年 1 月 20 日之前批复计划，每年 5 月底前还可以再补报一次。

麻醉药品进出口实行准许证制度。

2005 年 11 月 1 日 SFDA 规定麻醉药生产企业的数量：

- ✓ 麻醉药主要品种原料药同品种定点生产企业 1~2 家;
- ✓ 麻醉药主要品种单方制剂同品种 (含不同规格) 定点生产企业 1~3 家;
- ✓ 含麻醉药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。

目前我国麻醉药生产企业 13 家, 生产上市的麻醉药品批准文号 89 个。

✧ 流通环节: 渠道控制严格

目前全国只有 3 家麻醉药一级经销商: 国药股份、上海医药、重庆医药。各省还有政府指定的二级经销商。麻醉药不实行招标, 医疗机构使用麻醉药时, 需经政府批准取得麻醉药购用印鉴卡, 凭印鉴卡向定点批发企业购买。

✧ 销售环节: 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。

麻醉药的销售过程如下: 对医生进行学术营销——医生报数量到药剂科——药剂科提交申请到主管麻醉药的院长——签字通过后凭麻醉药购用印鉴卡报卫生部——审核通过后经销商配送到医院。整个过程涉及医生、药剂科负责人、医务处负责人、院长、卫生部、配送商、采购人员。

临床上麻醉药需用红处方开具, 红处方权必须是主治医师职称以上的医生经过麻醉药培训考试合格后才能获得。

✧ 定价环节: 政策逐步放开, 但管制仍然严格

从最初的两管 (即政府制定出厂价、批发价、最高零售价) 逐步过渡到目前的政府制定最高出厂 (口岸) 价和最高零售价, 批发价规定最高流通差价率。

表 12: 麻醉药定价方面的政策

政策	颁布时间	麻醉药品定价方面规定
《国家计委定价药品目录》	2000	国家计委制定、公布出厂价格 (或口岸价), 批发价和零售价由各地省级价格主管部门按照中央制定的流通环节作价办法制定, 并报国家计委备案。
《麻醉药品和精神药品管理条例》	2005	麻醉药品和精神药品实行政府定价, 在制定出厂和批发价格的基础上, 逐步实行全国统一零售价格。具体办法由国务院价格主管部门制定。
国家发展改革委关于调整《国家发展改革委定价药品目录》等有关问题的通知	2010	麻醉药品由政府定价调整为政府指导价, 由发改委制定最高出厂价格和最高零售价格。
《药品价格管理办法 (征求意见稿)》	2010	1) 麻醉药品由政府价格主管部门制定最高出厂价格 (口岸) 和最高零售价格。 2) 流通差价率按照统一标准核算。从出厂到销售给医疗机构的最高流通差价率为 35%, 全国性批发企业销售给区域性批发企业的最高流通差价率为 15%。

资料来源: 发改委, 国信证券经济研究所整理

需求: 手术量平稳增长+消费升级+镇痛观念提升激发巨大需求

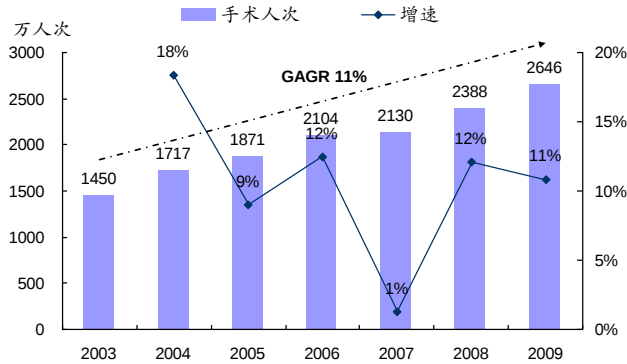
➤ 国内手术量平稳增长

2009 年我国医疗机构手术人次 2646 万例, 增长 11%, 2003-2009 GAGR11%, 保持平稳增长。预计未来随着人口老龄化加速、居民收入水平的提高、医保覆盖加强以及医疗水平的提升等因素有望使国内手术量维持 10%左右的增速。

中国人口约占世界人口的 1/5, 但据《柳叶刀》杂志估算, 中国每年手术量不到世

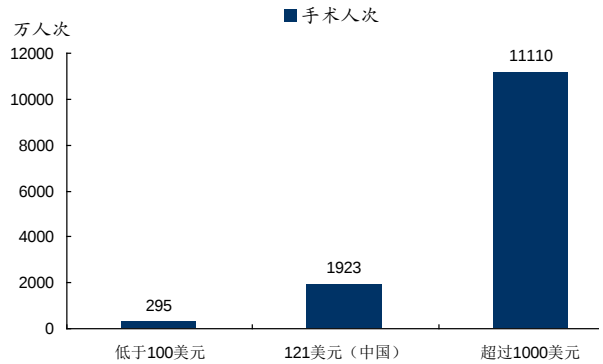
界年手术总量的 1/10，我国手术量存在很大的增量空间。

图 11: 2003-2009 年我国医疗机构手术人次



数据来源：卫生部，国信证券经济研究所整理

图 12: 人均医疗保健支出不同的国家手术人次 (2007 年数据)

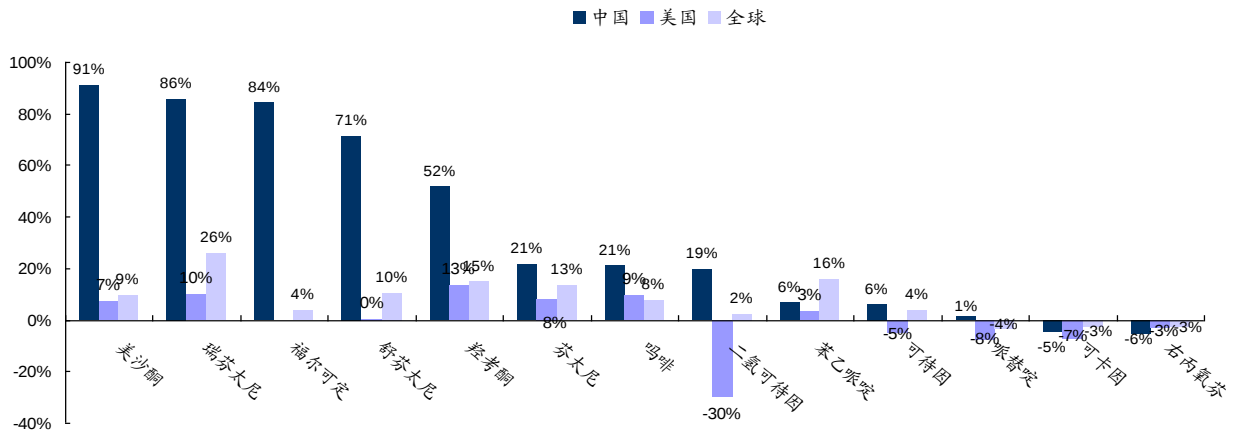


数据来源：柳叶刀杂志，国信证券经济研究所整理

➤ 消费升级趋势明显

INCB 的资料显示：全球麻醉药市场存在产品更新换代、消费升级的趋势，且中国尤为明显。传统麻醉药如哌替啶（杜冷丁）、可待因增长缓慢，而镇痛效果更好、成瘾性低的中高端麻醉药如芬太尼系列、美沙酮、羟考酮则在替代传统麻醉药的过程中得到快速发展。

图 13: 2003-2009 年中国、美国、全球各麻醉药用量复合增长率



资料来源：INCB、国信证券经济研究所整理

➤ 镇痛观念提升，向术外镇痛领域拓展

麻醉镇痛药除了应用于手术镇痛外，还广泛应用于癌痛、慢性非癌痛等手术之外的镇痛。长久以来，国内医生和患者过度担心麻醉药的成瘾性问题，这大大限制了其临床应用。然而国外循证医学的证据证明，慢性重度疼痛的患者，凡是正确使用麻醉药品，即使用量大、时间长，也很少成瘾（成瘾性的概率低于万分之四）。而且疼痛学专家指出，疼痛本身就是对成瘾的抑制因素。

随着政府的不断引导规范、医学认识的不断发展，国内麻醉药用药观念正在逐步转变，在癌痛和慢性非癌痛领域都取得了长足发展，但相比发达国家甚至世界平均水

平还有相当大的差距。

表 13: 麻醉药治疗中、重度疼痛的发展历程

治疗领域	时期	主要内容	应用例子
癌痛治疗	1982 年	WHO 提出“癌症三阶梯止痛原则”，此后全球麻醉药品的医疗消耗量显著增长。该原则建议一般疼痛使用非阿片类镇痛药物（阿司匹林等非甾体类镇痛药），中等疼痛使用弱阿片类药物（可待因、曲马多、氨酚待因），剧烈疼痛使用强阿片类药物（吗啡、芬太尼系列、美沙酮、羟考酮等）。	国内肿瘤是非正常死亡的头号杀手，每年发病率达 127/10 万人口，每年新增肿瘤病人 220 万，肿瘤患者总数超过 700 万，每年死于恶性肿瘤人数达 140 万人，医院市场销售额 5 年 GAGR 为 25.37%。80% 肿瘤病人存在不同程度的疼痛，30% 左右的肿瘤病人身上存在难以忍受的剧烈疼痛，晚期肿瘤疼痛的发生率更是高达 60%~90%，5% 的患者在疼痛中死亡。随着国人镇痛观念的改变，癌痛患者的镇痛药物使用率将不断提高，肿瘤病人对镇痛药的市场需求非常巨大。
	1990 年	我国开始在全国贯彻执行“癌症三阶梯止痛原则”，取得了长足进步，但相比世界平均水平还有相当大的差距。	
	2000 年	美国国立综合癌症网络（NCCN）成人癌痛指南首次颁布，是全球癌痛治疗领域最权威、最先进的指南之一，是在全面评估癌痛基础上的以阿片类药物为核心的综合镇痛治疗。	
慢性非癌痛治疗	90 年代	发达国家逐渐把麻醉药品列入慢性非癌痛治疗领域，美国制定了阿片类治疗慢性非癌痛疼痛的指南。	包括外伤性疼痛、结石性疼痛、内脏绞痛、腹痛待查、剧烈干咳等。
	2002 年	国内 10 余位专家小组制定出以多瑞吉（芬太尼透皮贴剂）为代表的《强阿片类药物治疗慢性非癌痛使用指南》，开启了麻醉药品在慢性非癌痛治疗领域的应用。	
	2009 年	美国疼痛医学学会（AAPM）和美国疼痛学会（APS）筹划制订成年人慢性非癌性疼痛长期阿片类药物疗法的循证指南，供初级保健机构和专业医疗中心使用。	

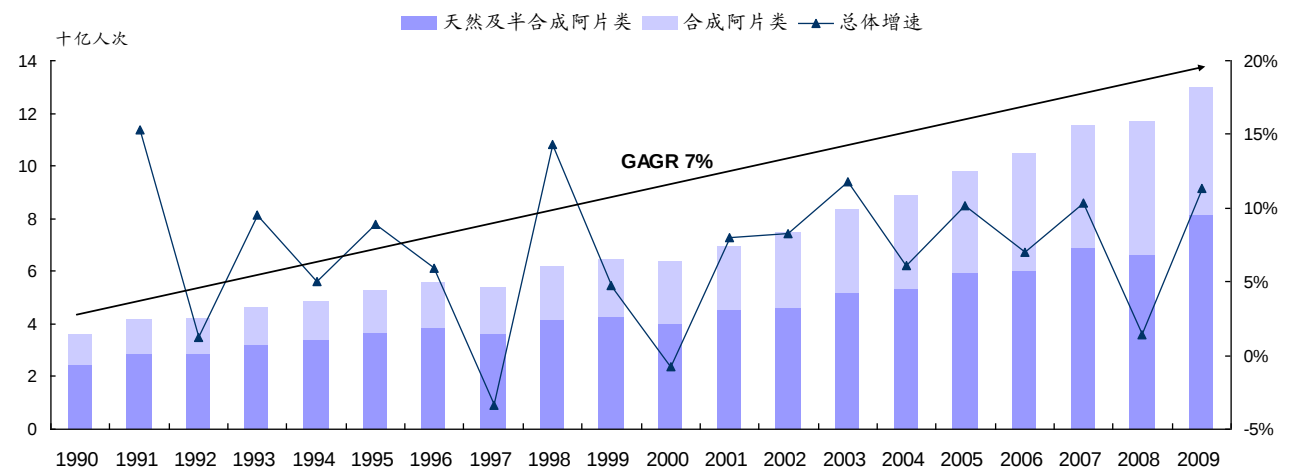
资料来源：公司资料，国信证券经济研究所整理

市场需求持续快速增长，未来增长空间仍然巨大

➤ 全球麻醉药市场持续、较快增速

全球阿片类药物消费量 2009 年增长 11%，1990-2009 年 GAGR 7%，2000-2009 年 GAGR 8%，高于全球医药行业 6% 左右的增速，其中合成阿片类增速高于天然及半合成阿片类。

图 14: 全球阿片类药物消费量——以 S-DDD 表示



资料来源：INCB、国信证券经济研究所整理；注：S-DDD=药品销售总量（g）/药品的 DDD 值，DDD 为限定日剂量，即用于主要治疗目的的成人药物平均日剂量。S-DDD 在剔除价格因素的条件下反映用药频度，单位为用药人次。

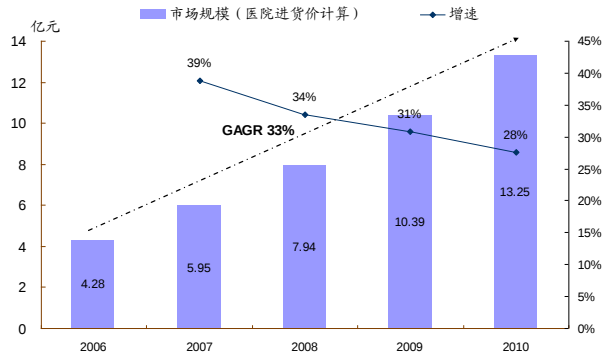
➤ 国内市场需求持续、快速增长，未来增长空间仍然巨大

国内麻醉药在手术量平稳增长+消费升级+镇痛观念提升的引领下，实现快速增长，

2006-2010 年 GAGR 33%，2010 年市场规模 13.25 亿元。

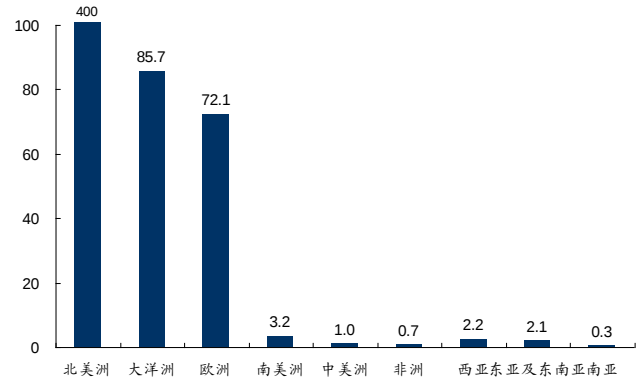
虽然国内麻醉药增速惊人，但与发达国家和全球平均水平相比，我国人均用药水平仍然很低。

图 15: 2006 -2010 年国内麻醉镇痛药市场快速增长



资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

图 16: 全球各洲麻醉镇痛药人均消费量/中国人均消费量



资料来源：INCB，国信证券经济研究所整理

表 14: 中国麻醉药人均用量水平远远低于美国 and 全球平均水平（单位 mg/人/年，芬太尼系列为 ug/人/年）

	中国人均用量	美国人均用量	全球人均用量	中国人均用量/美国人均用量	中国人均用量/全球人均用量
可待因	6.08	70.85	42.51	9%	14%
二氢可待因	0.07	0.19	5.12	37%	1%
吗啡	0.63	78.01	7.26	1%	9%
羟考酮	0.04	208	12.84	0.02%	0.3%
福尔可定	0.17	未上市	1.49	-	11%
右丙氧芬	0.33	253	43.41	0.1%	1%
苯乙哌啶	1.69	2.18	3.09	77%	54%
美沙酮	0.97	51	5.32	2%	18%
哌替啶	1.67	11.89	1.68	14%	100%
可卡因	0.002	0.24	0.04	1%	6%
芬太尼	8.96	1943	227	0.5%	4%
阿芬太尼	未上市	2.27	3.02	-	-
瑞芬太尼	2.24	4.55	7.02	49%	32%
舒芬太尼	0.14	0.73	0.50	19%	28%

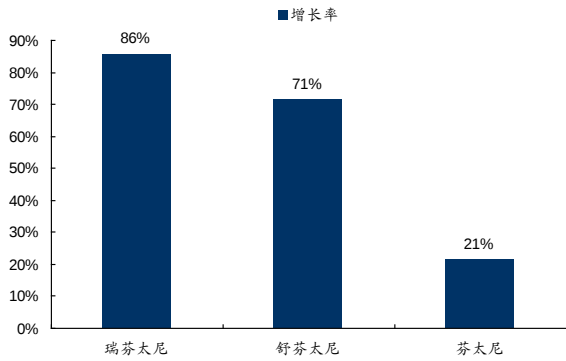
资料来源：INCB，国信证券经济研究所整理

芬太尼系列：麻醉药中的王牌，降价可能性小

➤ 芬太尼系列引领麻醉药市场高增长，宜昌人福一枝独秀

芬太尼系列镇痛作用是吗啡的几十到几百倍，且成瘾性低，相比其他麻醉药具有无可比拟的优势。近几年芬太尼系列产品市场份额急剧提升，目前医院市场份额已经达到 62.4%，主打芬太尼系列产品的宜昌人福市场份额从 2006 年的 39.1% 快速提升到 2010 年的 50.6%。

图 17: 2003-2009 年中国芬太尼系列各品种用量复合增长率



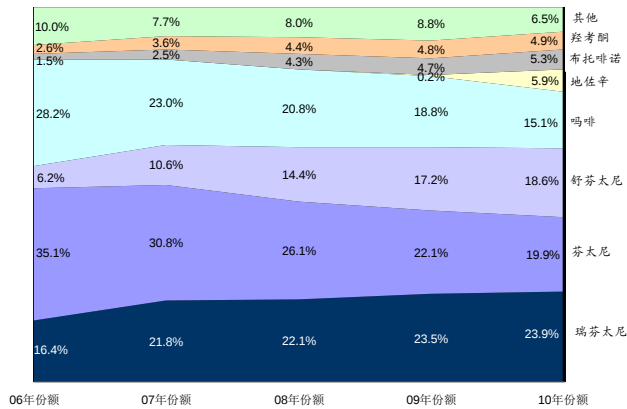
资料来源: INCB, 国信证券经济研究所整理

表 15: 麻醉药生产企业及其麻醉药主导产品

排序	生产企业	麻醉药主导产品
1	宜昌人福	芬太尼系列注射液
2	北京萌蒂	吗啡
3	西安杨森	芬太尼透皮贴剂
4	扬子江	地佐辛
5	恒瑞医药	布托啡诺

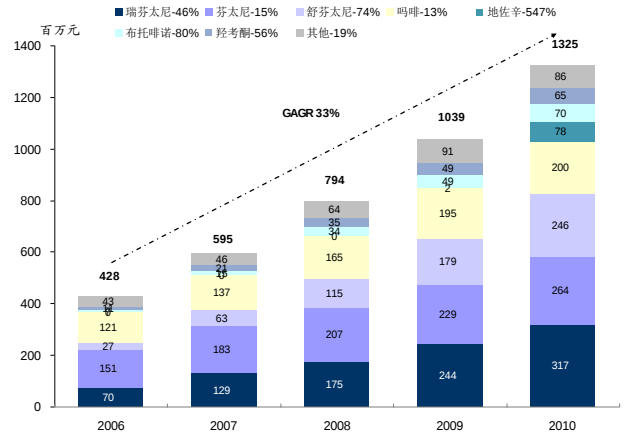
资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

图 18: 麻醉药分产品竞争格局 (百分比代表市场占有率)



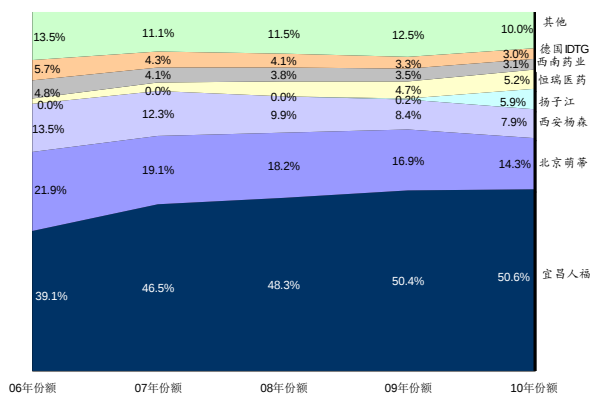
资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

图 19: 麻醉药分产品竞争格局 (百分比代表复合增长率)



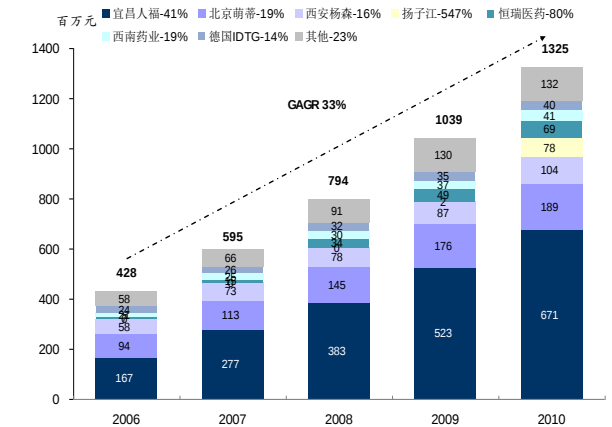
资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

图 20: 麻醉药生产企业竞争格局 (百分比代表市场占有率)



资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

图 21: 麻醉药生产企业竞争格局 (百分比代表复合增长率)



资料来源: 南方所, 国信证券经济研究所整理

表 16: 芬太尼系列产品比较

品种	作用特点	适用范围	副作用	医保	定位	生产企业	潜在进入者
芬太尼（注射剂）	镇痛效果是吗啡的 50-100 倍，1 分钟起效，4 分钟达峰，维持 30-60 分钟。	术中、术后的镇痛，应用广泛	眩晕、恶心、呕吐等，较为明显	甲类	中低端	人福原料药独家，制剂占绝对优势	恩华药业（原料药+制剂）、国药工业（制剂）
芬太尼（透皮贴剂）	镇痛效果与吗啡缓释剂类似，副反应可能较低，但体内有蓄积，且管制严格。一贴用 3 天。	癌症、慢性非癌性疼痛等术后镇痛	恶心、呕吐等，可能导致肺通气不足	乙类（受限制）	中低端	西安杨森、常州四药	羚锐制药
瑞芬太尼	镇痛效果与芬太尼类似，起效快、消除快、无积蓄、苏醒无延迟，维持 5-10 分钟	术中镇痛	恶心、呕吐，呼吸抑制，但停药几分钟后即消失	乙类	高端	人福原料药和制剂独家	恩华药业（制剂）、国药工业（原料药+制剂）
舒芬太尼	镇痛效果是芬太尼的 5-10 倍，维持时间是芬太尼的 2 倍，苏醒更快	术中、术后镇痛，应用较为广泛	与芬太尼相比，恶心呕吐等副作用较小	乙类	高端	人福原料药独家，制剂成功实现进口替代	暂无

资料来源：SFDA，国信证券经济研究所整理

➤ 芬太尼：成熟品种，将保持小幅增长

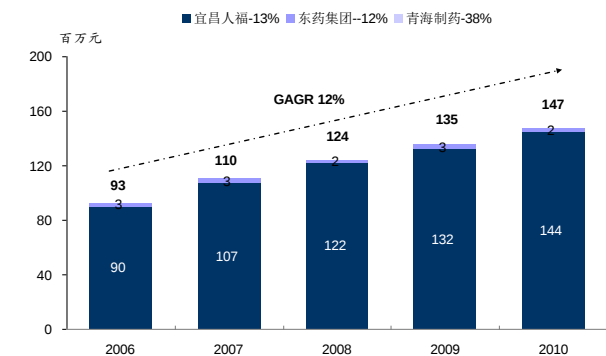
有注射剂和透皮贴剂两种剂型，因用途有差异，竞争有限。注射剂主要用于术中、术后的麻醉镇痛，而透皮贴剂主要用于癌症和慢性非癌性疼痛等术后镇痛。

◇ 注射剂：市场规模将保持小幅增长

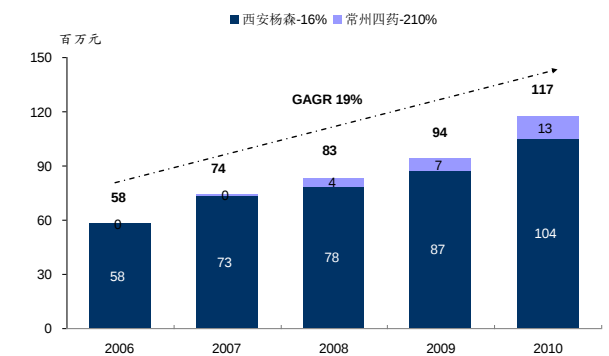
成熟品种，覆盖面广，价格相对低廉，副作用较为明显，适合在基层医院使用，一般医院都配备了芬太尼。未来芬太尼的增长主要来自手术量的平稳增长以及术后镇痛观念提升，但考虑到二级及以上医院存在芬太尼被舒芬太尼和瑞芬太尼替代的趋势，预计未来芬太尼市场规模将保持小幅增长。芬太尼在术后镇痛方面正在慢慢普及，用药价格也便宜，但主要是镇痛泵价格较贵且不在医保报销范围内。国内企业中宜昌人福占绝对优势，拥有原料药（独家）和制剂批文。

◇ 透皮贴剂：管制严格，销售不甚理想

全球是重磅品种，西安杨森的多瑞吉于 1999 年在国内上市，常州四药 2005 年上市。国内销售并不理想，主要原因是芬太尼透皮贴剂管制严格；虽属于乙类医保，但“限肿瘤疼痛病人口服和注射镇痛失败者”；价格相对同类产品较高。目前癌痛治疗还是首选口服的吗啡缓释剂和羟考酮缓释剂。

图 22: 芬太尼注射液——宜昌人福占据绝对优势（百分比代表复合增长率）


资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

图 23: 芬太尼透皮贴剂——西安杨森占据绝对优势（百分比代表复合增长率）


资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

➤ 瑞芬太尼：仍处于快速增长期

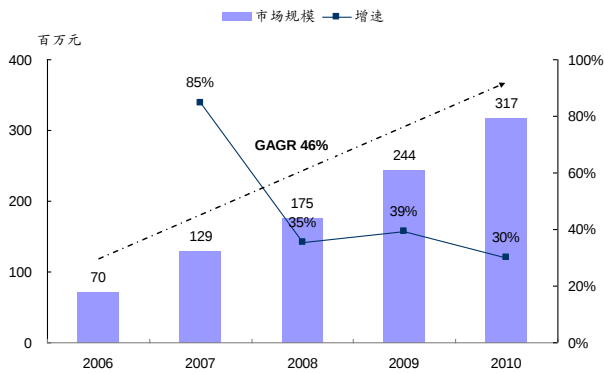
瑞芬太尼主要适用人群是小孩和老人，以三甲医院为主，具有起效快、消除快、无积蓄、苏醒无延迟等优点，备受青睐，目前还处于快速增长期。2003 年宜昌人福在国内上市，国内独家拥有原料药和制剂。

➤ 舒芬太尼：宜昌人福成功实现进口替代，增长最快的芬太尼系列品种

舒芬太尼镇痛强度为芬太尼的 5-10 倍，作用持续时间约为 2 倍，具有恶心、呕吐，呼吸抑制副反应发生率低等优点，是芬太尼的加强版，为芬太尼系列中增长最快、最具发展前景的品种。

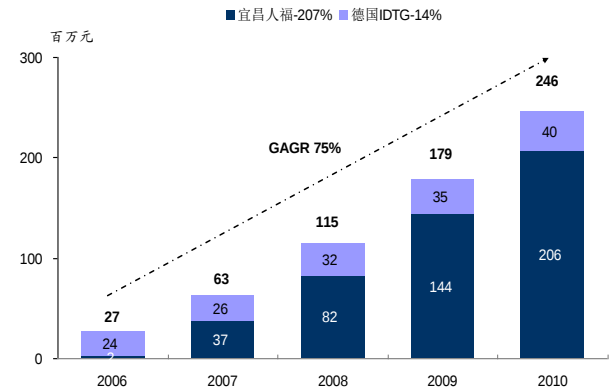
2005 年宜昌人福的舒芬太尼在国内上市，凭借价格优势（约是德国 IDTG 的一半）和学术推广，成功实现进口替代，目前已占据 84% 的市场份额。原料药方面宜昌人福独家生产。

图 24：瑞芬太尼注射液——宜昌人福独家



资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

图 25：舒芬太尼注射液——宜昌人福成功实现进口替代（百分比代表复合增长率）



资料来源：南方所，国信证券经济研究所整理

➤ 芬太尼系列价格维护好，且降价可能性小

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 17：芬太尼系列流通渠道各环节价格及加价率

通用名	规格	单位	出厂价(含税)	一级调拨价	中标价	最高零售价	出厂价至中标价差率	生产企业
芬太尼（透皮贴剂）	2.5mg	2 贴/盒			126.87	145.9		常州四药
	5mg	2 贴/盒			222.13	247		常州四药
	5mg	5 贴/盒			555.63	618		常州四药
	4.2mg	5 贴/盒		326.5	374.78	454		西安杨森
	8.4mg	5 贴/盒		543.5	624.35	732		西安杨森
芬太尼（小容量注射液）	10ml:0.5mg	2 支/盒	23.96	28.13	35.16	41.4	47%	宜昌人福
	2ml:0.1mg	10 支/盒	31.47	36.95	46.19	54.3	47%	宜昌人福
舒芬太尼（小容量注射液）	1ml:75μg（相当于舒芬 50μg）	5 支/盒	312	366.3	457.88	539	47%	德国 IDTG
	5ml:375μg（相当于舒芬 250μg）	5 支/盒	943.5	1107.65	1384.57	1629	47%	德国 IDTG
	1ml:50μg（以舒芬计）	10 支/盒	371.7	436.4	545.5	642	47%	宜昌人福
	2ml:100μg（以舒芬计）	10 支/盒	631.8		927.25	1091	47%	宜昌人福
	5ml:250μg（以舒芬计）	5 支/盒	637.1		935.07	1100	47%	宜昌人福
瑞芬太尼（注射用无菌粉末（冻干粉针））	1mg(以瑞芬太尼碱基计)	5 瓶/盒	337	395.65	494.57	582	47%	宜昌人福
	2mg(以瑞芬太尼碱基计)	5 瓶/盒	514		754.32	887.5	47%	宜昌人福
	5mg(以瑞芬太尼碱基计)	5 瓶/盒	977.5		1434.53	1688	47%	宜昌人福

资料来源：SFDA、公司资料、国信证券经济研究所整理

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

宜昌人福：核心资产分享麻醉药细分领域高成长

麻醉药经营历史悠久

宜昌人福前身宜药集团成立于 1954 年，1970 年被卫生部确定为国家麻、精类药品生产基地，2001 年宜药集团与人福医药等 5 位股东联合设立宜昌人福，现已成为国内规模最大、实力最强的麻醉药生产企业。目前人福医药持股 67%，国药股份持股 20%，宜昌人福管理层持股 13%。

研发以合作为主，新品种储备丰富

宜昌人福研发主要围绕麻醉药相关系列，以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，研发投入较多。

表 18：宜昌人福主要在研麻醉、精神产品

药品	适应症	类别	新药	阶段	生产厂家	预计获批时间	市场前景
氨酚曲马多	中重度急性疼痛的短期治疗	二类精神	3.2	已获批文	杨森、双鹭、九州等	2010	竞争较为激烈，不是发展重点
盐酸氢吗啡酮	术后、术后镇痛	麻醉药	3.1	申报生产	国内无，原研厂商 Purdue，欧美专利早已过期	2011-2012	首仿药、用量大（占全球麻醉药用人次的 1-2%），国内尚未生产，主要用于术后、术后镇痛，是公司向手术之外镇痛领域拓展的重点产品。
盐酸纳布啡	术后、术后镇痛	二类精神	3.1	申报生产	国内无	2011-2012	首仿药、国内尚未生产，主要用于术后、术后镇痛，有一定前景。
磷丙泊酚钠	镇静	麻醉剂	1.1	II 期临床	国内无，原研厂商日本卫材	2013-2014	具重磅品种潜质，具体见丙泊酚一节。
阿芬太尼	短效镇痛药	麻醉药	3.1	II 期临床	国内无，原研厂商强生	2013-2014	类似于瑞芬太尼，但镇痛强度为瑞芬太尼的 1/4，与芬太尼一起定位中低端。
异氟烷乳化剂	镇静	麻醉剂	2	I 期刚结束	宜昌人福全球独家	2014-2015	由吸入剂改为注射剂，避免吸入剂的缺陷，市场情景较好，具体见异氟烷一节。

数据来源：公司资料，国信证券经济研究所整理；蓝色部分为重点关注品种。

大力扩展销售队伍，布局未来

目前宜昌人福以自主销售为主，一级渠道以国药股份为主，同时与上药等也有合作。麻醉药专业性强，需要强大的学术营销。宜昌人福麻醉药销售已逐渐形成一套独特的营销模式，包括对各级麻醉学会赞助，支持临床医生的临床研究，支持麻醉师的出国深造，支持中西部医院发展等。

麻醉药销售人员从 1999 年的 4 人发展到 2010 年的 500 多人，2011 年计划再扩 500 人，目前已到位 380 多人，正在接受培训，预计下半年将陆续进入市场。公司扩大销售队伍主要用于：

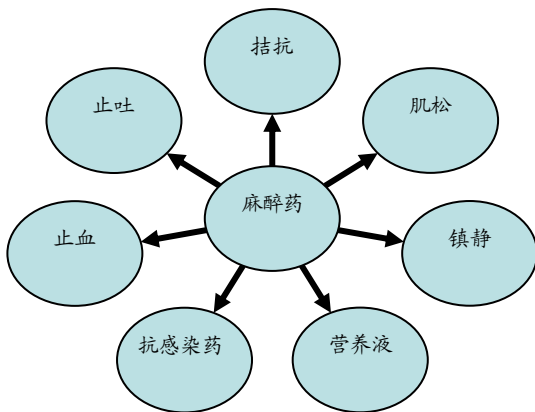
- 扩大覆盖面：现有产品瑞芬太尼、芬太尼目前主要覆盖三级医院、二级以下尤其是县级医院覆盖少（瑞芬、舒芬仅覆盖 70%三甲医院和 10-20%县级医院）。
- 提高已覆盖医院覆盖深度。
- 向手术之外镇痛领域扩展：逐步向 ICU、疼痛科、肿瘤科等科室发展。
- 新产品不断上市。

打造“手术内麻醉用药全系列”，并向“手术外镇痛”领域扩展

宜昌人福未来将以麻醉药为基础，打造“手术内麻醉用药全系列”、同时向“术外镇痛”领域扩展。1）手术内麻醉用药全系列：以镇痛（麻醉药）为节点，向镇静（麻醉剂）、肌松、拮抗、止吐、止血、抗感染药和营养液等领域覆盖。2）术外镇痛：以手术镇痛为基础，不断向癌痛、慢性非癌痛、含麻涉麻感冒药品、戒毒药品等术外镇痛领域扩展。

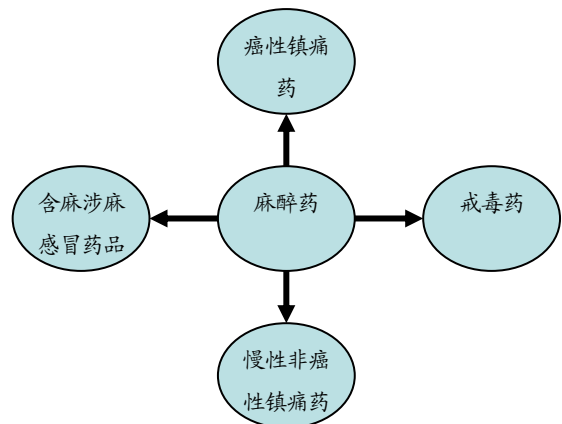
宜昌人福的麻醉药业务兼具“明星产品”和“现金牛产品”特点，一方面高增长、高市场占有率，另一方面提供大量资金支持公司其他业务发展。

图 26: 宜昌人福打造“手术内麻醉用药全系列”



数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

图 27: 宜昌人福向“术外镇痛”领域扩展



数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

3-5 年内宜昌人福尚无有力竞争对手

目前恩华正在申报芬太尼原料药、制剂以及瑞芬太尼制剂，国药集团工业有限公司（以下简称国药工业）正在芬太尼制剂以及瑞芬太尼原料药、制剂。新进入者在带来竞争的同时，有望共同做大市场，并向术外镇痛领域扩展。

恩华药业：在麻醉剂方面有一定的销售渠道，但麻醉药的销售渠道尚未建立。未来可能受制于原料药供应，加上麻醉药推广需要时日，短期内对人福的芬太尼冲击小。

国药工业：成立于 2002 年 12 月，生产麻醉药原料药和制剂，主导产品阿片粉、可待因、复方甘草片、氨酚待因片等偏向于镇咳用药。国药工业为国有企业，机制没有身为民营企业的人福灵活，且麻醉药终端销售队伍薄弱，跟人福差距大，预计 3-5 年内无法跟人福形成有力竞争。国药工业和国药股份虽同属国药集团下属公司，但双方管理、业务等相对独立。国药股份参股宜昌人福 20% 股权，2010 年从宜昌人福获得的投资收益 4493 万，大幅增长 96%，占国药股份利润总额的 11%，预计未来宜昌人福的利润贡献占比还将逐步提升，因此国药股份与宜昌人福的业务合作关系比较稳固。

宜昌人福经营芬太尼系列超过 10 年的历史，恩华药业和国药工业即使获批后对人福短期影响很小，长期人福也有望占据主导地位。

表 19: 国药工业、国药股份、宜昌人福股权关系

国药集团	全资子公司:	全资子公司:	
	中国医药工业有限公司	国药集团工业有限公司(国药工业)	
	控股子公司(控股 36%):	控股子公司(控股 41%):	参股子公司(参股 20%):
	国药控股	国药股份	宜昌人福

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

表 20: 宜昌人福盈利预测(单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	417	603	801	1013	1355	1831
增长率	38%	44%	33%	26%	34%	35%
1、芬太尼	105	150	150	158	164	169
增长率	31%	43%	0%	5%	4%	3%
2、瑞芬	115	180	252	335	463	615
增长率	44%	57%	40%	33%	38%	33%
3、舒芬	58	120	204	306	444	634
增长率	44%	108%	70%	50%	45%	43%
芬太尼系列合计	278	450	606	799	1070	1418
增长率	39%	62%	35%	32%	34%	33%
4、其他	140	153	195	214	285	413
增长率	37%	9%	27%	10%	33%	45%
净利润	72	121	231	307	435	610
增长率	53%	68%	91%	33%	42%	40%
归属于母公司净利润	50	81	154	205	292	408

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理; 注: 08 年人福医药控股 70%, 之后控股 67%。

葛店人福: 快速成长的计生药后起之秀

计生药后起之秀。葛店人福成立于 2000 年, 主营以米非司酮为主的紧急避孕药和以米非司酮/米索前列醇配伍使用的流产药。2008 年公司米索前列醇上市后米非司酮加速增长(流产药必须米非司酮与米索前列醇配伍), 2009 年米非司酮与米索前列醇新进医保。未来公司计生药将转移到全资子公司武汉九瓯人福(预计 12 年 6 月投产), 而原葛店人福正逐步开展高端甾体类原料药, 未来原料药业务将成为公司另一增长点, 公司收入有望加速增长, 但毛利率可能下滑。目前人福医药持股 81.07%, 葛店人福高管持股 18.93%。

表 21: 2009 年零售市场口服避孕药竞争格局——分产品(亿元)

口服避孕药(54.52 亿)					
紧急避孕药 (42.53 亿, 占 78%)		短效避孕药 (11.39 亿, 占 20.9%)			长效避孕药 (0.60 亿, 占 1.1%)
左炔诺孕酮 (32.71 亿, 占 77%)	米非司酮 (9.81 亿, 占 23%)	去氧孕烯炔雌醇 (7.09 亿, 占 62%)	复方醋酸环丙孕酮 (2.73 亿, 占 24%)	其他 (1.58 亿, 占 14%)	

资料来源: 中国药品零售发展研究中心、国信证券经济研究所

表 22: 2009 年零售市场口服避孕药竞争格局——分企业(亿元)

	紫竹药业	仙琚制药	北京鑫惠药业	荷兰欧加农	拜耳	其他
市场规模	20.72	9.27	7.63	7.09	4.36	5.45
占比	38%	17%	14%	13%	8%	10%

资料来源: 中国药品零售发展研究中心、国信证券经济研究所整理

表 23：2009 年零售市场米非司酮竞争格局——分企业（亿元）

	紫竹药业	葛店人福	资福药业	仙琚制药	新华联制药
市场规模	2.75	2.26	1.96	1.77	1.08
占比	28%	23%	20%	18%	11%

资料来源：中国药品零售发展研究中心、国信证券经济研究所整理

努力扩大适应症。紧急避孕药相比短效避孕药激素含量大，经常使用有潜在的致癌危险，因此国外大多限制使用。国内消费者也会慢慢发现紧急避孕药的副作用而减少使用，因此公司正努力申请米非司酮的新适应症，比如乳腺增生、子宫肌瘤和子宫内膜异位等，紫竹药业、仙琚制药也在申报新适应症。此外，公司正在研发短效避孕药和保胎的新药。

表 24：葛店人福盈利预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	70	101	124	180	249	331
增速	108%	45%	23%	45%	38%	33%
净利润	9	27	28	34	44	55
增速	371%	185%	4%	20%	30%	25%
归属于母公司净利润	9	22	23	27	36	44

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所整理；注：08 年人福医药控股 94.65%，之后控股 81.07%。

新疆维药：维药龙头，2011 年恢复性高增长

维药龙头。新疆维药成立于 2001 年，是国内唯一一家维吾尔药专业生产企业，人福医药持股 55%，新疆维吾尔医医院持股 45%。目前共 9 个剂型 20 个维药品种，主导产品包括痛风药通滞苏润江胶囊、感冒药祖卡木颗粒等植物药。

政策支持，改善空间较大。新疆维药管理水平较差，同类产品与其他企业相比尚有差距，但是政府的支持力度较大，要求新疆的医院都设立维药科室，因此未来增长将较快。新疆维药经过 10 年的调整和拓展，预计 2011 年将恢复性高增长。

表 25：新疆维药盈利预测（单位：百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	30	50	71	113	130	162
增速	36%	66%	41%	60%	15%	25%
净利润	5	10	8	14	19	24
增速	26%	114%	-17%	80%	33%	25%
归属于母公司净利润	3	5	4	8	11	13

数据来源：公司资料、国信证券经济研究所；注：人福医药控股 55%。

武汉人福：定位于中枢神经用药，平稳较快增长

定位于中枢神经用药。公司前身是成立于 1985 年的武汉扬子江生化制药厂，定位于中枢神经用药，并依托抗菌抗病毒品种，主导产品为小牛血去蛋白提取物注射剂、布洛芬混悬液、三维制霉菌素栓、奥卡西平片等。

基地投产有望扩大公司规模。2011年7月光谷生物城的武汉人福中枢神经用药基地正式投产,总投资1.6亿元,全部投产有望贡献2亿元收入。基地符合国际CGMP和国家新版GMP标准,包括综合制剂车间、生化提取车间、动力车间和中枢神经用药研发中心。研发重点是抗抑郁、抗癫痫、抗精神分裂、治疗偏头痛、治疗老年痴呆症类药物。

表 26: 武汉人福盈利预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
收入	43	57	63	79	99	124
增速	29%	34%	11%	25%	25%	25%
净利润	2	6	8	10	13	17
增速	-37%	211%	19%	30%	30%	30%
归属于母公司净利润	2	6	8	8	11	14

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理; 注: 人福医药 11Q1 转让 15% 股权, 目前控股 85%。

生物制药: 血制品值得期待, 大举进军基因工程药物

武汉中原瑞德: 公司新的盈利增长点。持有其 85% 股权, 布局血制品, 现有恩施和罗甸两个浆站, 年处理能力约 50 吨/年/个, 可生产人血白蛋白、人免疫球蛋白、静注人免疫球蛋白、乙肝免疫球蛋白、破伤风人免疫球蛋白、狂犬病人免疫球蛋白等 6 个品种, 12 个规格血制品。此外公司正在申请孝感和巴东的浆站。未来还可能收购其他血液制品公司。一般情况下 1 吨浆能产生 50 万的净利润, 而且随着浆站生产血制品品种的增多, 净利润/吨浆将逐步提高。随着人福入主, 中原瑞德经营有较大改善空间, 而且未来有望新增浆站, 将成为人福新的盈利增长点。

深圳新鹏生物: 拥有较好的基因工程药物。2010 年收购其剩余 48% 股权成为全资子公司。其主导产品为重组人粒细胞刺激因子 (rhG-CSF)、重组人促红素 (CHO 细胞) (rhEPO), 上述 2 个药品销售居全球前 10, 2009 年销售额合计为 190 亿美元。此外, 国家一类抗肿瘤基因工程药物“重组人肿瘤坏死因子相关凋亡诱导配体”正处于 1 期临床。

武汉光谷人福生物: 预计 2014 年将有一类基因工程新药上市。2010 年新设立的全资子公司, 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, 是军科院吴祖泽院士主导开发的基因工程药物, 有望在其中形成重磅品种。现在正在和军科院进行交接, 预计 2014 年将有一类基因工程新药上市。

军科光谷创新药物研发中心: 定位于基因工程创新药物。由人福医药与中国军事医学科学院联合成立, 以开发基因治疗药物为特色, 项目涉及恶性肿瘤、心脑血管、糖尿病等, 其中主要为国际首创的创新药物。

制剂出口: 未来三大支柱产业之一, 有望持续投入

平台已搭建。包括人福普克 (2009 年 8 月成立的全资子公司) 和美国普克 (2008 年成立, 人福持股 77%, 美国英士柏持股 23%) 两个平台。人福普克负责生产, 美国普克负责购买 ANDA、产品研发、药品欧美市场的销售。

人福普克软胶囊出口生产基地将接受美国 FDA 认证。人福普克药品出口生产基地分 2 期，一期工程投资 2 亿元，占地 67 亩，设计产能 15 亿粒软胶囊，2010 年动工，2011 年 7 月已建成，将接受美国 FDA 认证，有望成为国内第一家 CGMP 软胶囊生产企业。沃尔玛等已与人福医药签订销售合同。目前美国共 4 家软胶囊生产企业，竞争相对较小。二期工程，即片剂、硬胶囊等项目正在设计规划中。

美国普克目前已购买 6 个 ANDA 文号，其中维生素 D 软胶囊有望首先上市。

有望持续投入。公司计划在十二五期间形成 3 大支柱产业：麻醉药、生物制药和制剂出口，未来制剂出口将持续投入，2-3 年后有望成为公司新看点。

医药商业：通过外延式扩张迅速做大规模

主要有人福民生医药（持股 51%）、人福益民医药（持股 70%）、人福诺生药业（持股 51%）等子公司。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 50% 以上的股权，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。

其他业务：逐步退出

房地产业务：逐步退出。房地产业务 2007 年之后未参与新地块的竞拍。最后一个项目是当代项目，18w 平方米，2006 年规划 7 层楼，属于容积率较低的高档社区，后来提高容积率，从 7 层变为 18 层，现在还剩 10w 平方米左右。2010 年房地产业务收入 2.79 亿元，毛利率 41.99%。公司加速销售房地产，预计 2012-2013 年全部结算，预计每年 3 亿左右收入，5-7 千万净利润，贡献母公司 4-6 千万净利润。

安全套业务：不是发展重点。包括两家天津中生乳胶（持股 90%）和武汉杰士邦（持股 5%）。国内高端避孕套竞争激烈，包括安塞尔、杰士邦和杜蕾斯三家，公司考虑到竞争激烈会导致利润微薄，所以还会将剩下的 5% 杰士邦股权转让掉。安全套业务 2010 年收入 1.56 亿元，下降 3%，毛利率 32.02%。

华夏学院：2011 年将确认出售华夏学院投资收益 4000 万。华夏学院初始投资 3 亿元，公司 2010 年 7 月公告 3.4 亿出售华夏学院全部股权，实现教育产业的全部退出。该部分 4000 万投资收益将在 2011 年确认，贡献母公司约 3400 万净利润。

股权激励：提供股价安全边际，构成长期发展助推器

- ✓ **激励对象：**公司董事、高管及核心技术人员共 73 人。
- ✓ **限制性股票：**授予价格为 20.03 元，为草案公布前 20 日均价的 90%。
- ✓ **授予数量：**2185.795 万股，占总股本的 4.63%。
- ✓ **授予日：**2011 年 5 月 12 日。
- ✓ **解锁期：**自授予日起 12 个月后、24 个月后、36 个月后可申请解锁限制性股票总量的 40%、30%、30%。

- ✓ **解锁业绩条件:** 11-13 年收入不低于 30、40、50 亿，净利润不低于 2.7 亿、3.25 亿、3.90 亿，加权平均净资产收益率分别不低于 8%。即 11-13 年收入增速为 36%、33%、25%，净利润增速为 25%、20%、20%。（净利润、加权平均净资产收益率是以扣除非后的净利润与扣除非净利润二者孰低者作为计算依据，净利润指归母公司净利润）。
- ✓ **股权激励摊销费用:** 因授予价贴近现价，摊销费用较少，对业绩摊薄有限。

表 27: 预计股权激励摊销费用（万元）

总摊销费用	2011	2012	2013	2014
4240	1087	1424	1272	457

资料来源：公司公告、国信证券经济研究所整理

- ✓ **税:** 因为公司高管另有规定，不能全卖，每年只能卖可解禁数量的 25%。税按照解禁日股价计算， $\text{税} = ((\text{解禁日价格} + \text{授权日价格}) / 2 - \text{行权价格}) * 45\%$ ，税可以在解禁日后几个月交，但要交解禁数量的 100%，不是解禁数量的 25%，高管可能被迫卖股票，因为要现金交税。
- ✓ **我们的观点:** 授予价较现价打九折，考虑到赋税和资金成本因素，公司的实际成本与目前股价相差无几，为二级市场股价提供了良好的安全边际。此外，股权激励把公司的利益与管理层的利益绑定到一起，同时为公司储备充足的资金，有利于公司长远、健康发展。

盈利预测：宜昌人福引领公司未来 3 年高成长

基本假设

预测路径 1——分公司/业务预测

人福医药利润主要来源下属独立核算的子公司，因此我们对人福医药进行分公司/业务拆分。根据前面分析，我们假设：

- **宜昌人福:** 收入保持 30% 以上高增长，净利润增速仍高于收入增速。
- **葛店人福:** 新业务高端甾体类原料药有望使公司提速，但同时拉低净利率。
- **新疆维药:** 维药龙头，受政策支持，改善空间较大，2011 年恢复性高增长。
- **武汉人福:** 定位于中枢神经用药，平稳较快增长。
- **血制品:** 单站采浆量和浆站有望逐步增加，成为公司新的盈利增长点。
- **医药商业:** 通过外延式扩张迅速做大规模，但利润贡献有限。
- **房地产:** 预计 2012-2013 年全部结算完毕，年均贡献母公司 4-6 千万净利润。
- **投资收益:** 出售华夏学院 4000 万投资收益将在 2011 年确认。
- **其他:** 包括母公司费用、安全套等，2011-2013 年每年 1 千多万股权激励摊销费用，同时 2011 年是投入较大、全面储备的一年，母公司费用会增加较多。

根据以上假设，预计 11~13 年收入增长 58%、39%、38%，净利润增长 46%、25%、38%，EPS（摊薄）0.64、0.80、1.10 元/股。

表 28: 人福医药分公司/业务预测 (百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
宜昌人福						
收入	417	603	801	1013	1355	1831
增速	38%	44%	33%	26%	34%	35%
净利润	72	121	231	307	435	610
增速	53%	68%	91%	33%	42%	40%
归属于母公司净利润	50	81	154	205	292	408
占比	64.3%	40.1%	71.4%	65.0%	73.9%	75.2%
贡献 EPS	0.10	0.16	0.31	0.42	0.59	0.83
葛店人福						
收入	70	101	124	180	249	331
增速	108%	45%	23%	45%	38%	33%
净利润	9	27	28	34	44	55
增速	371%	185%	4%	20%	30%	25%
归属于母公司净利润	9	22	23	27	36	44
贡献 EPS	0.02	0.04	0.05	0.06	0.07	0.09
新疆维药						
收入	30	50	71	113	130	162
增速	36%	66%	41%	60%	15%	25%
净利润	5	10	8	14	19	24
增速	26%	114%	-17%	80%	33%	25%
归属于母公司净利润	3	5	4	8	11	13
贡献 EPS	0.01	0.01	0.01	0.02	0.02	0.03
武汉人福						
收入	43	57	63	79	99	124
增速	29%	34%	11%	25%	25%	25%
净利润	2	6	8	10	13	17
增速	-37%	211%	19%	30%	30%	30%
归属于母公司净利润	2	6	8	8	11	14
贡献 EPS	0.00	0.01	0.02	0.02	0.02	0.03
血制品						
收入			2	40	80	150
净利润			0	8	20	40
贡献 EPS	0.00	0.00	0.00	0.01	0.03	0.07
医药商业						
收入	100	179	648	1490	2385	3577
增速	67%	79%	262%	130%	60%	50%
净利润	1	2	6	15	24	36
增速	67%	79%	262%	130%	60%	50%
贡献 EPS	0.00	0.00	0.01	0.02	0.03	0.04
房地产						
收入	86	84	279	349	314	282
增速	132%	-3%	234%	25%	-10%	-10%
净利润	17	15	45	70	60	52
增速	131%	-12%	197%	56%	-14%	-13%
归属于母公司净利润	15	14	40	63	54	47
贡献 EPS	0.03	0.03	0.08	0.13	0.11	0.10
投资收益						
收入	50	126	23	51	20	20
1) 成本法核算的长期股权投资收益	18	20	10	0	0	0
2) 权益法核算的长期股权投资收益	7	9	1	2	8	8
3) 处置长期股权投资产生的投资收益		83		37	0	0
4) 当代国际花园项目投资收益	24	14	12	12	12	12
5) 其他	0	0	0	0	0	0
贡献母公司净利润	44	109	20	43	18	18
贡献 EPS	0.09	0.22	0.04	0.09	0.04	0.04
其他(母公司费用、安全套等)						
收入	279	256	217	217	217	217
增速	26%	-8%	-15%	0%	0%	0%
净利润	-48	-39	-41	-59	-62	-62
少数股东权益	-3	-2	-4	-4	-4	-4
归属于母公司净利润	-45	-36	-37	-55	-58	-58
增速	8%	-19%	0%	50%	5%	0%
贡献 EPS	-0.09	-0.07	-0.07	-0.11	-0.12	-0.12
合计						
收入	1024	1330	2205	3481	4828	6674
增速	44%	30%	66%	58%	39%	38%
净利润	102	251	304	442	572	789
少数股东权益	24	49	88	125	177	246
归属于母公司净利润	78	201	216	316	395	543
增速	13%	158%	7%	46%	25%	38%
EPS	0.16	0.41	0.44	0.64	0.80	1.10

资料来源: 公司资料、国信证券经济研究所整理

预测路径 2——收入、成本、费用预测

我们将人福医药的收入、成本、费用进行拆分及预测，根据前面分析，我们假设：

- **收入：**芬太尼为成熟品种，小幅增长；瑞芬太尼仍处于快速增长期；舒芬太尼为芬太尼系列中增长最快、最具发展前景的品种。其他部分预测参考下表。
- **成本：**宜昌人福毛利率有望持续提升，但新业务血制品毛利率相对较低，因此制药工业毛利率提升趋势逐步趋缓。
- **费用：**宜昌人福一直注重销售，2011年起进一步加大销售力度，可能会带动整个工业销售费用率上升。此外，2011-2013 年股权激励费用分别占当年工业收入的 0.5%、0.6%、0.4%，提升工业管理费用率相应比例。

根据以上假设，预计 11~13 年收入增长 43%、38%、36%，净利润增长 43%、28%、37%，EPS（摊薄）0.63、0.80、1.10 元/股。

表 29：人福医药收入—成本预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
一、制药工业(不包括安全套)	570	769	1003	1368	1855	2540
增长率	30%	35%	30%	36%	36%	37%
毛利率	66.52%	74.94%	80.11%	80.90%	81.00%	81.10%
1、宜昌人福	417	603	801	1013	1355	1831
增长率	38%	44%	33%	26%	34%	35%
1、芬太尼	105	150	150	158	164	169
增长率	31%	43%	0%	5%	4%	3%
2、瑞芬	115	180	252	335	463	615
增长率	44%	57%	40%	33%	38%	33%
3、舒芬	58	120	204	306	444	634
增长率	44%	108%	70%	50%	45%	43%
芬太尼系列合计	278	450	606	799	1070	1418
增长率	39%	62%	35%	32%	34%	33%
4、其他	140	153	195	214	285	413
增长率	37%	9%	27%	10%	33%	45%
2、葛店人福	70	101	124	180	249	331
增长率	108%	45%	23%	45%	38%	33%
3、新疆维药	30	50	71	113	130	162
增长率	36%	66%	41%	60%	15%	25%
4、武汉人福	43	57	63	79	99	124
增长率	29%	34%	11%	25%	25%	25%
5、血制品			2	40	80	150
增长率				1900%	100%	88%
6、其他(内部抵消等)	10	-42	-57	-57	-57	-57
增长率	-78%	-502%	36%	0%	0%	0%
二、医药商业	100	179	648	1490	2385	3577
增长率	67%	79%	262%	130%	60%	50%
毛利率	4.07%	4.16%	3.75%	3.70%	3.67%	3.65%
三、安全套	130	161	157	157	157	157
增长率	70%	24%	-3%	0%	0%	0%
毛利率	30.29%	34.77%	32.02%	32.00%	32.00%	32.00%
医药工业	670	948	1651	2858	4239	6117
增长率	35%	41%	74%	73%	48%	44%
毛利率	57.20%	61.58%	50.14%	40.64%	37.50%	35.81%
医药合计	700	930	1160	3015	4396	6274
增长率	36%	33%	25%	67%	46%	43%
毛利率	59.80%	67.99%	73.62%	40.19%	37.31%	35.72%
四、房地产	86	84	279	349	314	282

	增长率	132%	-3%	234%	25%	-10%	-10%
毛利率		50.77%	45.79%	41.91%	56.00%	53.00%	50.00%
五、其他		138	137	118	118	118	118
	增长率	42%	-1%	-14%	0%	0%	0%
毛利率		16.96%	20.39%	25.60%	25.60%	25.60%	25.60%
收入合计		1024	1330	2205	3481	4828	6674
	增长率	44%	30%	66%	58%	39%	38%
毛利率		47.81%	53.09%	46.50%	41.28%	38.04%	36.14%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

表 30：人福医药期间费用分析及预测（百万元）

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
合并-销售费用	217	345	417	568	705	903
合并-管理费用	128	155	198	278	349	448
工业-销售费用	216	343	410	553	682	867
工业-管理费用	127	154	191	263	325	412
商业-销售费用	1	2	6	15	24	36
商业-管理费用	1	2	6	15	24	36
合并-销售费用率	21.21%	25.90%	18.90%	16.33%	14.61%	13.53%
合并-管理费用率	12.51%	11.68%	8.97%	7.98%	7.22%	6.71%
工业-销售费用率	23.40%	29.78%	26.35%	27.80%	27.90%	28.00%
工业-管理费用率	13.76%	13.34%	12.29%	13.20%	13.30%	13.30%
商业-销售费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%
商业-管理费用率	1%	1%	1%	1%	1%	1%

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所整理

核心判断的主要风险

- 并购、基地建设等带来费用增加超过我们的预期。
- 新产品上市时间低于预期。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	466	868	732	733	营业收入	2205	3481	4828	6674
应收款项	732	954	1190	1463	营业成本	1180	2044	2991	4262
存货净额	632	674	818	933	营业税金及附加	33	53	73	101
其他流动资产	448	707	981	1356	销售费用	417	568	705	903
流动资产合计	2278	3203	3722	4485	管理费用	198	276	344	438
固定资产	638	1090	1405	1691	财务费用	41	61	70	72
无形资产及其他	176	170	164	158	投资收益	23	51	20	20
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	882	932	982	其他收入	0	0	0	0
资产总计	4228	5650	6527	7621	营业利润	353	522	656	909
短期借款及交易性金融负债	917	1150	1200	1200	营业外净收支	15	15	15	15
应付款项	188	225	286	350	利润总额	368	537	671	924
其他流动负债	737	1199	1673	2321	所得税费用	64	93	116	160
流动负债合计	1842	2574	3159	3871	少数股东损益	88	128	160	220
长期借款及应付债券	34	64	79	79	归属于母公司净利润	216	316	395	544
其他长期负债	24	24	24	24					
长期负债合计	58	88	103	103					
负债合计	1901	2662	3262	3974					
少数股东权益	375	439	519	629					
股东权益	1952	2548	2746	3017					
负债和股东权益总计	4228	5650	6527	7621					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	216	316	395	544
资产减值准备	(5)	(6)	0	0
折旧摊销	43	52	83	111
公允价值变动损失	6	8	8	8
财务费用	41	61	70	72
营运资本变动	(201)	(31)	(119)	(50)
其它	40	70	80	110
经营活动现金流	100	409	447	722
资本开支	(247)	(500)	(400)	(400)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(469)	(550)	(450)	(450)
权益性融资	2	438	0	0
负债净变化	20	30	15	0
支付股利、利息	(130)	(158)	(197)	(272)
其它融资现金流	460	233	50	0
融资活动现金流	242	543	(132)	(272)
现金净变动	(127)	401	(136)	1
货币资金的期初余额	594	466	868	732
货币资金的期末余额	466	868	732	733
企业自由现金流	(92)	(33)	154	462
权益自由现金流	387	180	162	403

资料来源: wind, 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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清					
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	谢鸿鹤	0755-82130646
				龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹					
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	郑 云	021-60875163
		刘 洋	0755-82150566	毛 甜	021-60933154
		潘小果	0755-82130843	李荣兴	021-60933165
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	郑亚斌	
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		

黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）	华东区（机构销售二部）	华南区（机构销售三部）
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁 0755-82133492 13823515980 weinng@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉 0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
		赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
		郑 灿 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn