

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: 22.94元

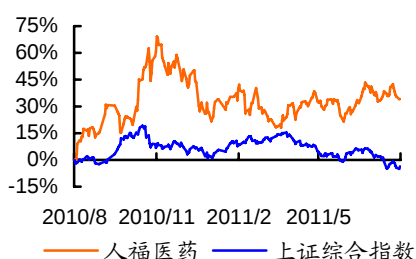
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2541.09
总股本(百万)	493
流通股本(百万)	408
流通市值(亿)	94
EPS (TTM)	0.46
每股净资产(元)	4.72
资产负债率	45.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
人福医药	-5.98	0.57	-6.59
上证综合指数	-8.29	-8.17	-11.72



相关报告

《人福医药-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》
《人福医药-年报符合预期, 麻醉品将延续高速增长, 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

600079

强烈推荐

总体增长符合预期, 宜昌人福短期增速放缓, 我们仍看好公司长期发展

人福医药公布半年报, 收入 15.87 亿, 增长 67.77%, 净利润为 1.41 亿, 同比增长 33.9%, 摊薄前 EPS0.30 元, 按股权激励新增股本合 EPS0.285 元。扣非后净利润 1.4 亿, 增长 39%。总体增长符合预期。

■ **总体增长符合预期, 宜昌人福和房地产是主要利润来源。**11 年上半年医药收入 13.58 亿, 同比增长 77%, 利润率下降了 13%, 主要是去年收购 4 个商业公司致使商业规模扩大所致。房地产收入 1.73 亿, 占比约 11%。利润来源主要是由宜昌人福和房地产, 商业几乎不贡献利润。

■ **各业务单元拆分来看: 宜昌人福低于预期增长, 但我们仍看好其长期发展。**2011 年上半年宜昌人福收入 4.72 亿, 同比增长 15.14%, 净利润 1.46 亿, 同比增长 15.32%。净利率达到 31%, 比去年全年上升了 2 个百分点。宜昌人福对公司利润贡献为 9777 万, 合 EPS0.20 元, 占比约 70%。增速低于市场预期主要是普药类增长缓慢, 拖累收入和利润增速。加上上半年销售队伍快速扩张, 费用较大。我们对宜昌人福的增长仍充满信心, 11 年计划从现有的 500 人拓展到 1000 人, 目前新增已到位接近 400 人, 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。后续新品如二氢吗啡酮、纳布啡等也有望陆续获批。以 10 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, 按照 30% 的净利率率来计算, 未来对上市公司贡献达 2 个亿左右。我们预计影响将在明后年逐步体现。

■ **受制于行业增速和激烈竞争, 葛店人福净利 1779 万元, 增长 9%, 利润贡献为 1442 万, 合 EPS0.03 元; 维药基数小净利 616 万, 增长 101%, 业绩贡献接近 1 分钱。**

■ **业绩需待时日释放, 我们看好公司的长期发展, 维持强烈推荐评级。**我们认为麻醉药长期前景看好, 目前对业绩影响很小的血制品、制剂出口和基因工程等未来也将成为公司发展的亮点。考虑 11 年转让华夏学院交易完成及股权激励费用, 我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.64、0.82、1.07 元 (原为 0.66、0.82、1.07 元), 短期业绩增长较为缓慢, 长期维持强烈推荐的投资评级。(注: 11 年的预测中华夏学院投资收益合 EPS0.06 元, 以上数据均以 6 月 16 日的新股本 4.9344 亿股计算)。

■ **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

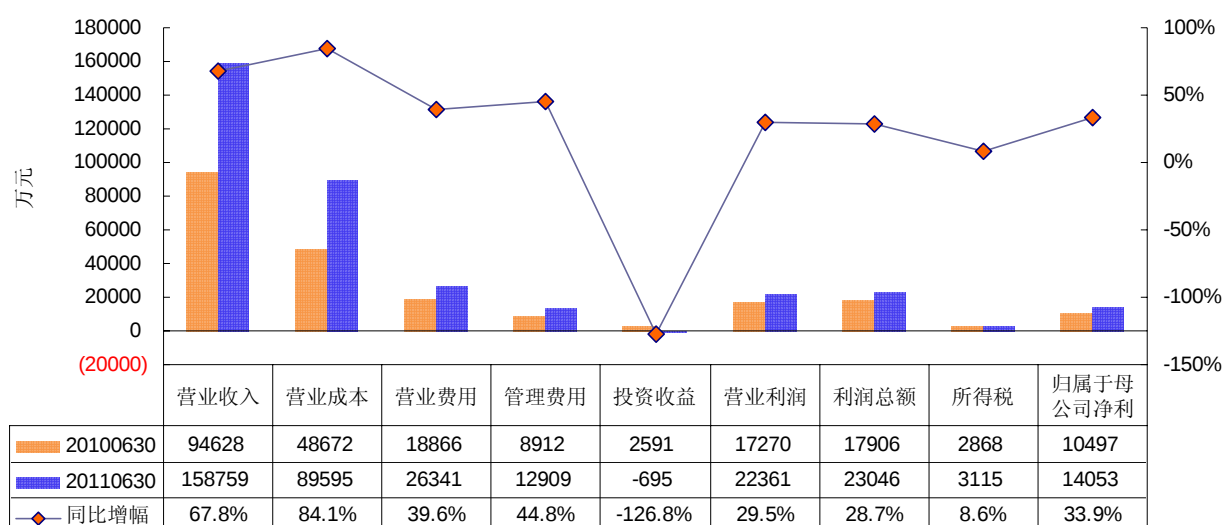
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2205	3176	4513	6500
同比(%)	66%	44%	42%	44%
归属母公司净利润(百万元)	216	317	404	533
同比(%)	7%	46%	28%	32%
毛利率(%)	46.5%	51.1%	47.4%	46.8%
ROE(%)	11.1%	13.9%	15.1%	16.6%
每股收益(元)	0.44	0.64	0.82	1.08
P/E	52.29	35.75	28.01	21.23
P/B	5.80	4.98	4.23	3.53
EV/EBITDA	26	20	16	12

资料来源: 中投证券研究所

1. 总体增长符合预期，宜昌人福和房地产是主要利润来源

人福医药公布半年报，收入 15.87 亿，增长 67.77%，医药产业实现销售收入 13.58 亿，同比增长 76.84 %；净利润为 1.41 亿，同比增长 33.9%，摊薄前 EPS0.30 元，按股权激励新增股本合 EPS0.285 元。扣非后净利润 1.4 亿，增长 39%。

图 1 人福主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司半年报，中投证券研究所

11 年上半年医药收入 13.58 亿，同比增长 77%，利润率下降了 13%，主要是去年收购 4 个商业公司致使商业规模扩大所致。房地产收入 1.73 亿，占比约为 11%。利润主要是由宜昌人福和房地产贡献，商业几乎不贡献利润。

分季度来看，2 季度实现利润 8647 万，同比增长 36%，环比增长 60%。

表 1：人福医药的季度盈利性数据

财务指标	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	2Q 同比	2Q 环比
营业总收入	48745	45884	51953	73899	74637	84121	83.34%	12.71%
营业成本	25643	23029	26235	43045	42356	47239	105.13%	11.53%
营业费用	9055	9811	10323	12486	11797	14545	48.25%	23.30%
管理费用	4558	4354	5187	5680	6484	6425	47.56%	-0.91%
财务费用	729	906	1054	1454	1720	1955	115.83%	13.64%
营业利润	7599	9671	8808	9251	9491	12871	33.08%	35.61%
利润总额	7622	10284	9136	9753	9766	13280	29.13%	35.98%
所得税	1339	1529	1281	2238	1527	1589	3.90%	4.07%
归属于母公司净利	4142	6355	5492	5658	5406	8647	36.07%	59.96%
EPS	0.08	0.13	0.11	0.11	0.11	0.18	0.05	0.07
毛利率(%)	47.4	49.8	49.5	41.8	43.3	43.8	-5.97	0.01
营业费用率(%)	18.6	21.4	19.9	16.9	15.8	17.3	-4.09	0.09
管理费用率(%)	9.4	9.5	10.0	7.7	8.7	7.6	-1.85	-0.12
财务费用率(%)	1.5	2.0	2.0	2.0	2.3	2.3	0.35	0.01
销售净利润率(%)	8.5	13.9	10.6	7.7	7.2	10.3	-3.57	0.42

资料来源：人福医药历年报表、中投证券研究所，单位为万元，EPS 和比率同比环比值为直接相减 * EPS 按最新股本摊薄

2.宜昌人福低于预期增长，我们仍看好其长期发展

宜昌人福：公司持股比例为 67%，是公司利润的主要来源，主要产品为芬太尼、舒芬太尼、瑞芬太尼、咪达唑仑等麻精类药品。2011 年上半年收入 4.72 亿，同比增长 15.14%，净利润 1.46 亿，同比增长 15.32%。净利润率达到 31%，比去年全年上升了 2 个百分点。宜昌人福对公司上半年的利润贡献为 9777 万，合 EPS0.20 元，占比约 70%。宜昌人福的增速低于市场预期，主要是普药类增长缓慢，拖累收入和利润增速。加上上半年销售队伍快速扩张，费用较大。合并报表的数据可基本反映宜昌人福的费用情况：职工薪酬上升了 32%，办公费用上升了 53%，差旅费上升了 79.6%，招待费上升 74%，研发费用上升 37%。

- ✓ 我们对宜昌人福的增长仍充满信心，11 年计划从现有的 500 人拓展到 1000 人，目前新增已到位接近 400 人，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 10 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，按照 30%的净利润率来计算，未来对上市公司贡献达 2 个亿左右。我们预计影响将在明后年逐步体现。

- ✓ 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。
- ✓ 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。
(详情请参考我们麻醉药的草根调研深度报告)

葛店人福：主要产品为米非司酮片（胶囊）、复方米非司酮片、米索前列醇片等，收入 9004 万元，增长 40%，净利润 1779 万元，增长 9%，对上市公司的贡献为 1442 万，合 EPS0.03 元。受制于行业增速和激烈竞争，米非司酮的增长速度稍缓。

新疆维药：由人福科技和新疆维吾尔自治区维吾尔医医院共同投资创建，是专业生产维药的龙头企业，具有祖卡木颗粒、复方斯亚旦生发酊、复方斯亚旦生发油三个中药保护品种，通滞苏润江胶囊和祖卡木颗粒在风湿骨病、感冒领域树立了较大优势。目前正在推广进行中。收入 4752 万元，增长 74%，净利润 616 万元，增长 101%，对上市公司业绩贡献接近 1 分钱。

武汉人福：公司产品众多，主要是奥卡西平片、小牛血去蛋白提取物注射液、布洛芬混悬液，对利润贡献较小，本期未披露金额。

公司本期另收购了河南财鑫、北京海泰联合医药、武汉恒建通等，另继续收购了中原瑞德生物制品 15% 的股权，以上盈利单元对上市公司的利润贡献还很小，影响 EPS 不到 1 分钱。（血制品方面，公司称因未对罗田瑞德单采血浆站有限公司、恩施天源单采血浆站有限公司实施控制及重大影响，故采用成本法核算，未纳入合并报表范围；）

表 2：人福医药主要业务单元经营情况

业务单元	持股	盈利指标	08 年	09H1	09 年	10H1	10	10 年同比	11H1	11 年 H1 同比
宜昌人福	67%	营业收入	41719	31671	60266	40957	80059	32.80%	47156	15.14%
		净利润	7180	6120	12072	12654	23058	91.00%	14592	15.32%
葛店人福	81.07%	营业收入	6974	4710	10139	6413	12423	22.50%	9004	40.40%
		净利润	945	1205	2697	1634	2815	4.40%	1779	8.87%
新疆维药	55%	营业收入	3021	2072	5013	2724	7058	40.80%	4752	74.45%
		净利润	455	492	973	306	804	-17.40%	616	101.31%
武汉人福	100%	营业收入	4257	2449	5724	3033	6343	10.80%	未披露	
		净利润	207	227	644	295	767	19.10%	未披露	

资料来源：2008-2011 年公司年报、半年报，中投证券研究所

我们认为人福医药聚焦医药主业，未来具备持续增长潜力。待普药销售稳

定、营销队伍逐渐成熟之后，高壁垒领域的麻醉药快速增长可夯实公司未来几年业绩，而围绕医药主业开展的血液制品、制剂出口、基因工程业务可为公司打开更为广阔的天地。我们将密切关注公司未来各业务单元的发展。在考虑 11 年转让武汉理工大学华夏学院交易完成和股权激励费用的前提下，我们预测公司 2011-2013 年 EPS 为 0.64、0.82、1.07 元（原为 0.66、0.82、1.07 元），短期业绩增长较为缓慢，长期维持强烈推荐的投资评级。（注：11 年的预测中华夏学院投资收益合 EPS0.06 元，以上数据均以 6 月 16 日的新股本 4.9344 亿股计算）。

同时附上我们对于人福在研新药的总结，以下表格资料来源：
各公司定期报告、国家食品药品监督管理局网站、中投证券研究所

附表 1 在研新药情况—人福-磷丙泊酚钠

在研新药一：磷丙泊酚钠				
产品	产品一	竞争品（外资）	竞争品（国产）	竞争品（国产）
通用名	磷丙泊酚钠	丙泊酚	丙泊酚	丙泊酚
生产厂家	恩华	阿斯利康	费森尤斯	西安力邦
研究进展	II 期临床	已上市	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市	已上市	已上市
主要适应症	类似丙泊酚，但解决了其蓄积毒性的问题。			
2010 年样本医院销售金额(万)	--	20400	8100	2700
原研药 10 年销售额	原研厂商卫材 2008 年底美国上市，预计 11 年销售额 45 亿日元。	3.22 亿美元		
其他	中国未有企业上市，人福和原研厂商卫材均在申报			

附表 2 在研新药情况—人福-二氢吗啡酮

在研新药二：二氢吗啡酮		
产品	产品一	竞争品（外资）
通用名	二氢吗啡酮	二氢吗啡酮
生产厂家	人福	蒙蒂、雅培、远藤、默克等
研究进展	II 期临床	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市，暂不会进入中国
主要适应症	麻醉镇痛药	
原研药 10 年销售额		2.4 亿美元
其他	中国还未有企业上市该药，人福独家申报。	

附表 3 在研新药情况—人福-阿芬太尼

在研新药三：阿芬太尼			
产品	产品一	原研厂商	竞争品（国产）
通用名	阿芬太尼	阿芬太尼	瑞芬太尼
生产厂家	人福	akorn	人福
研究进展	II 期临床	老药，已在欧洲等上市，但暂不会在国内上市。	已上市
上市时间/预计	2013 年		2006
主要适应症	麻醉镇痛药。		
2010 年样本医院销售金额（万）	--	--	样本医院 4700 万，公司共销售 2.52 亿
其他	中国还未有企业上市该药，人福独家申报。		

附表 4 在研新药情况—人福-纳布啡

在研新药四：纳布啡			
产品	产品一	竞争品（外资）	竞争品（国产）
通用名	纳布啡	纳布啡	吗啡
生产厂家	人福	Hospira	萌蒂
研究进展	II 期临床	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市，暂不会进入中国	已上市
主要适应症	麻醉性镇痛药，主要用于女性镇痛，如无痛分娩、人流术等，骨科也有部分应用。		麻醉性镇痛药
2010 年样本医院销售金额（万）	--	--	2450 万
其他	中国还未有企业上市该药，人福独家申报。		

表 5 在研新药情况—人福-异氟烷

在研新药五：异氟烷			
产品	产品一	原研厂商	竞争品（国产）
通用名	异氟烷	异氟烷	异氟烷
生产厂家	人福	雅培	鲁南
研究进展	II 期临床，2 类新药（因改变给药途径）	已上市	已上市
上市时间/预计	2013 年	已上市	已上市
主要适应症	麻醉镇静剂		
2010 年样本医院销售金额（万）	--	1035 万	690
原研药 10 年销售额		--	--
其他	目前市面上有的是吸入剂，人福研发的是注射剂型，能弥补注射剂以下缺点： 1、不容易定量；2、对病人有呼吸道刺激，术后认知能力恢复时间较长；3、对医及环境有污染；4、不是方便使用。		

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	2934	3879	5237	营业收入	2205	3176	4513	6500
现金	466	660	515	363	营业成本	1180	1552	2374	3456
应收账款	428	616	875	1261	营业税金及附加	33	48	68	99
其它应收款	219	316	449	647	营业费用	417	712	932	1399
预付账款	448	388	594	864	管理费用	198	370	506	707
存货	632	831	1272	1852	财务费用	41	40	12	18
其他	85	123	174	251	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	479	615	816
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	4323	5312	6657	利润总额	368	493	630	831
流动负债	1842	1491	1906	2501	所得税	64	59	76	100
短期借款	917	300	300	300	净利润	304	434	554	731
应付账款	180	237	363	528	少数股东损益	88	117	150	198
其他	745	954	1244	1673	归属母公司净利润	216	317	404	533
非流动负债	58	67	86	106	EBITDA	438	561	682	896
长期借款	34	54	73	93	EPS (元)	0.46	0.64	0.82	1.08
其他	24	13	13	13					
负债合计	1901	1558	1993	2607	主要财务比率				
少数股东权益	375	493	643	840	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	472	493	493	493	成长能力				
资本公积	737	737	737	737	营业收入	65.7%	44.1%	42.1%	44.0%
留存收益	744	1042	1446	1979	营业利润	32.2%	35.5%	28.5%	32.7%
归属母公司股东权益	1952	2272	2676	3209	归属于母公司净利润	7.4%	46.3%	27.7%	31.9%
负债和股东权益	4228	4323	5312	6657	获利能力				
					毛利率	46.5%	51.1%	47.4%	46.8%
					净利率	9.8%	10.0%	9.0%	8.2%
					ROE	11.1%	13.9%	15.1%	16.6%
					ROIC	17.8%	22.9%	20.3%	20.3%
					偿债能力				
					资产负债率	45.0%	36.0%	37.5%	39.2%
					净负债比率	50.03%	22.71%	18.74%	15.08%
					流动比率	1.24	1.97	2.03	2.09
					速动比率	0.89	1.41	1.37	1.35
					营运能力				
					总资产周转率	0.59	0.74	0.94	1.09
					应收账款周转率	6	6	6	6
					应付账款周转率	7.72	7.43	7.91	7.76
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.44	0.64	0.82	1.08
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.23	0.56	-0.11	-0.21
					每股净资产(最新摊薄)	3.96	4.60	5.42	6.50
					估值比率				
					P/E	52.29	35.75	28.01	21.23
					P/B	5.80	4.98	4.23	3.53
					EV/EBITDA	26	20	16	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。2010 年财经风云榜最佳证券分析师 (医药行业唯一一个)。

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, 负责生物制药行业及医药流通研究;
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;

免责声明

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。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告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