

麻醉镇痛药成长空间巨大

研究结论

- **产品竞争和升级带来广阔的增长空间：**公司用产品与吗啡竞争，并逐步进行自身产品的升级，用效果更好、成瘾性更低、价格也更高的舒芬和瑞芬抢占吗啡市场甚至替代芬太尼的市场。我们以 2010 年的市场份额为基准，假设舒芬太尼可以替代吗啡和芬太尼现有市场的一半，那么其上升空间可达目前的 5.5 倍，即舒芬的市场容量能达到 11 亿。而如果每年随手术量而新增的吗啡和芬太尼用量也由舒芬替代，那舒芬每年再增加 1.1 倍的空间。我们认为产品竞争和升级能够给公司带来广阔的增长空间。
- **麻醉镇痛市场持续扩容，公司维持龙头地位：**我国住院手术人数逐年增加，麻醉镇痛市场在持续扩容。公司的芬太尼系列产品具有麻醉效果好、成瘾性低、时间长短可控、以及安全性高的特点，因此我们认为公司产品将优先享受市场扩容带来的利益。根据我们测算，公司 2011 年上半年麻醉镇痛药收入约 3.8 亿，其中芬太尼 6700 万左右，舒芬太尼 1.55 亿左右，瑞芬太尼 1.45 亿左右，另外米达唑仑约有 1000 万。公司正增加营销人员，预计在理顺销售结构后，公司的麻醉镇痛药将继续高增长。
- **政策法规若放松将提供巨大空间：**法国在获得国家政策支持后，阿片类镇痛剂的使用量在十年间翻了 5 倍，达到国际麻管局“充分而适当”的标准。目前中国的使用量仅为法国起步前的 1/15，这一方面说明我国的使用量还远远不够，另一方面说明一旦我国认识到疼痛治疗的重要意义、自上而下政策放开，那时整个市场预计会有几十倍的增长，所以我们对公司在麻醉镇痛领域的长期发展充满信心。
- **血液制品和出口业务加速，原优势领域维持领先：**公司通过收购武汉中原瑞德进入到血液制品领域，预计会在“十二五”规划鼓励生物制药的背景下获得较好发展，公司致力于做细分行业领导者，预计会进一步收购血站或浆站、以增强在此领域的竞争能力；而依托人福普克，公司建造符合 FDA 标准的软胶囊类 cGMP 工厂，用于制剂出口美国和欧洲主流医药市场，预计年底即可投产并开始销售；此外公司原来优势领域的内生增长也较好，生育调节药、维药等增长均较快，预计公司将从麻醉镇痛药的一枝独秀逐步发展到多个领域均步入行业前列。
- **风险因素：**麻醉药品政策性降价；进一步发展面临整合问题。
- **首次给予买入评级，目标价 28 元。**我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.63、0.81、1.04 元，参考可比公司 2012 年 PE 的取值范围和均值，并考虑到公司在细分领域的龙头地位，给予 2012 年 35 倍 PE，对应目标价 28 元，首次给予公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621 - 63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

宋敏

8621 - 63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (首次)

股价 (2011 年 9 月 15 日)

21.41 元

目标价格

28.00 元

总股本/A 股 (百万股)

493/ 493

A 股市值 (亿元)

105.65

国家/地区

中国

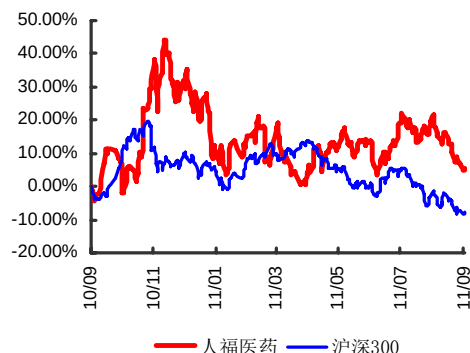
行业

医药

报告发布日期

2011 年 9 月 16 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

单位：百万元

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2,205	3,285	4,260	5,043
同比(%)	66%	49%	30%	18%
归属母公司净利润	216	313	400	512
同比(%)	7%	45%	28%	28%
毛利率(%)	46.5%	40.6%	39.2%	38.2%
ROE(%)	11.1%	11.7%	13.1%	14.5%
每股收益(元)	0.46	0.63	0.81	1.04
P/E (倍)	48.80	33.75	26.41	20.64
P/B (倍)	5.41	3.94	3.46	2.99
EV/EBITDA (倍)	25	19	15	12

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

目录

公司业务及发展	3
公司维持麻醉镇痛领域的龙头地位	7
产品竞争和升级带来高速增长	7
市场扩容、渠道增加，支持公司持续成长	9
政策法规若放松将提供巨大空间	11
血液制品和出口业务加速，原优势领域维持领先	14
血液制品业务或超预期	14
积极开拓国际业务	16
拓展甾体类高端原料药业务	16
医药商业拓宽销售渠道	16
风险因素	17
盈利预测与估值	18
附录 麻醉基本概念及发展趋势简介	21

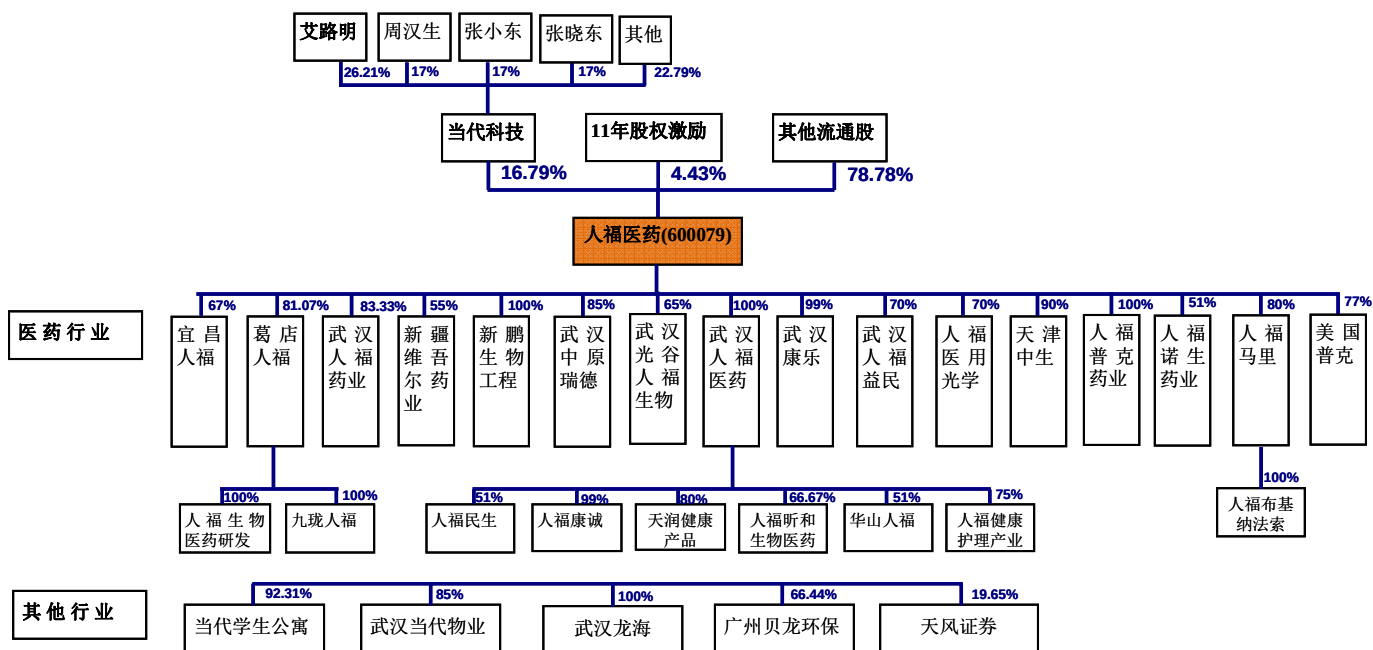
图表目录

图表 1: 公司股权结构及主要子公司	3
图表 2: 公司的业务结构	3
图表 3: 公司近年收入增长(百万)	4
图表 4: 公司主要医药子公司情况一览	4
图表 5: 葛店人福各年收入(百万)	6
图表 6: 麻醉镇痛药收入及增速	7
图表 7: 全国主要麻醉镇痛药品市场占有率情况	7
图表 8: 公司麻醉产品近年增长情况	7
图表 9: 2010 年麻醉药换算量	8
图表 10: 对 2010 现存市场替代的敏感性分析	8
图表 11: 对未来增量替代的敏感性分析	8
图表 12: 主要在研产品及进展	9
图表 13: 医院住院人数增长情况	9
图表 14: 手术人数占住院人数比例	9
图表 15: 中外人均医疗资源对比	10
图表 16: 医疗机构床位数	10
图表 17: 医院病床使用率	10
图表 18: 欧洲各国阿片镇痛剂平均消费量两期的对比	11
图表 19: 我国麻醉药品管理相关法律法规一览	12
图表 20: 主要竞争对手及其业务	13
图表 21: 近年各国年采浆量对比	14
图表 22: 公司 2010 年布局生物制药领域	15
图表 23: 公司布局麻药和甾体原料药所获成果	15
图表 24: 2007-2009 医药商业企业排名	17
图表 25: 分业务收入预测	18
图表 26: 行业及可比公司估值水平	19
图表 27: 芬太尼系列与其他主要麻醉药物对比	21
图表 28: 芬太尼系列效价对比	22
图表 29: 静脉麻醉优缺点一览	22
附表: 财务报表预测与比率分析	20

公司业务及发展

人福医药于 1997 年在上海证券交易所发行股票并挂牌交易，公司曾经涉足环保、房地产、食品、教育和金融等多个行业，而经过多年的发展，公司逐渐集中到医药主业，坚持做医药领域“细分市场领导者”。公司已在国内的麻醉药品和生育调节药等领域建立了领导地位，通过近年的战略布局，发展成为一家综合性的医药产业集团。

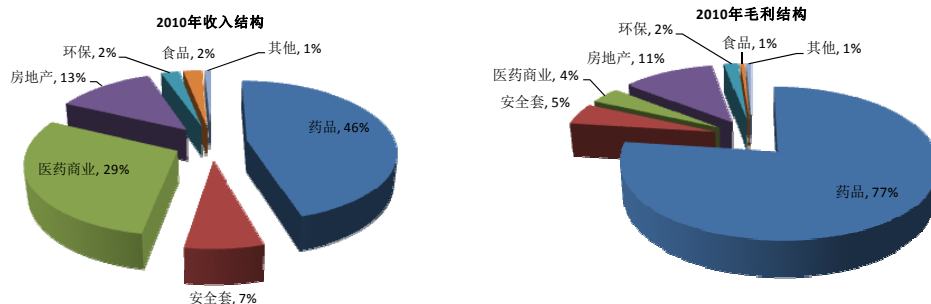
图表 1：公司股权结构及主要子公司



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司通过战略性的并购和出售，逐渐明晰了以医药为主业的产业结构，2010 年的收入里药品业务占比约 46%、医药商业占比约 29%，由于工业毛利率较高(约 79%)而商业较低(约 6%)，所以公司当年毛利结构中药品业务占比达到 77%、医药商业占比为 4%。

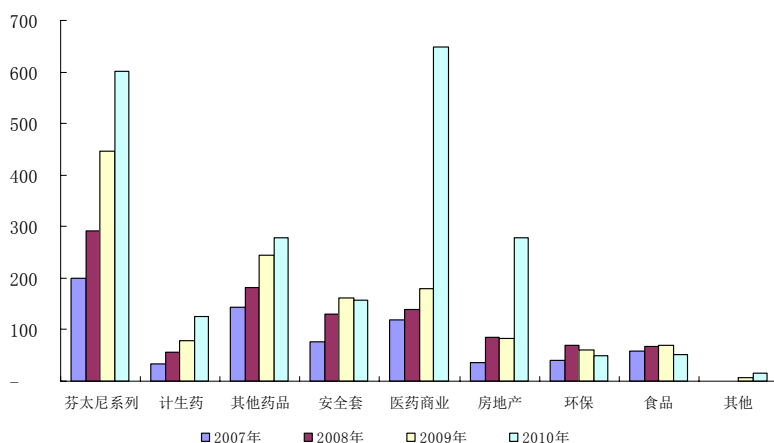
图表 2：公司的业务结构



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司过去四年收入的复合增长率高达 45.95%，尤其是由于 2010 年医药商业的开展，该年收入增速达到 66%。但医药商业对收入体量贡献较大，但公司利润的主要还是来自医药工业，我们预计未来三年公司的医药工业仍能保持近 30% 的增速。

图表 3：公司近年收入增长(百万)



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司 2011 年制定的股权激励方案要求公司 2011-2013 年的收入分别达到 30 亿(同比增 36%)、40 亿(同比增 33%)和 50 亿(同比增 25%)，净利润分别达到 2.7 亿(同比增 25%)、3.25 亿(同比增 20%)和 3.9 亿(同比增 20%)。我们认为方案要求的业绩并不严苛，应比较容易达成，公司借股权激励融入 4 亿多资金，我们认为将进一步有利公司生物医药方面的并购和医药商业的运作。

2010 年公司下属四家主要的医药子公司的利润占比上升到 88%（收入仅占 48%是因为当年医药商业收入约 6.5 亿，但由于商业净利率很低，对利润影响不大）。2011 年上半年的占比同样较高，预计公司将剩余房地产销售完毕后，医药业务的占比会进一步提高。

图表 4：公司主要医药子公司情况一览

下属公司	股权比例	代表产品	销售额(百万)					净利润(百万)					权益利润(百万)				
			2007	2008	2009	2010	2011H1	2007	2008	2009	2010	2011H1	2007	2008	2009	2010	2011H1
宜昌人福	67.00%	芬太尼系列	302	417	603	801	472	47	72	121	231	146	31	48	81	155	98
葛店人福	81.07%	米非司酮	33	70	101	124	90	2	9	27	28	18	2	8	22	23	14
维吾尔药业	55.00%	通滞苏润江胶囊	22	30	50	71	48	4	5	10	8	6	2	3	5	4	3
人福药业	100.00%	小牛血去蛋白提取物注射剂	33	43	57	63	30	3	2	6	8	4	3	2	6	8	4
合计			391	560	811	1,059	639	56	88	164	275	174	38	60	115	190	120
人福医药总金额			709	1,024	1,330	2,205	1,587	88	102	251	304	199	68	78	201	216	140
主要子公司占比			55%	55%	61%	48%	40%	63%	86%	65%	90%	87%	57%	77%	57%	88%	85%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 宜昌人福

宜昌人福是我国麻醉镇痛领域的龙头企业，在业内具有较高的知名度，是全国最大的麻醉药品定点研发生产企业，细分市场占有率先多年来排名第一。

公司生产经营 215 个品种品规的制剂及原料药，拥有国内独家生产的枸橼酸芬太尼原料及制剂；国家二类新药盐酸瑞芬太尼原料及冻干粉针剂；国家三类新药枸橼酸舒芬太尼原料及制剂和二类精神药品咪达唑仑原料及制剂等。

宜昌人福 2007 年到 2010 年收入的复合增长率达到 38.40%，2011 年上半年收入为 4.72 亿，其中麻醉镇痛药收入约为 3.8 亿，包括芬太尼约 6700 万、舒芬太尼和瑞芬太尼各 1.5 亿左右、以及咪达唑仑约 1000 万。预计未来麻醉镇痛药仍会是宜昌人福、以及人福医药最重要的产品。

宜昌人福 2007 年到 2010 年净利润的复合增长率达到 70.06%，2011 年上半年的净利润为 1.46 亿，为母公司贡献的权益净利润约 0.98 亿，占 2011 年上半年人福医药归属于母公司净利润的 70%，是公司利润最重要的来源。

➤ 芬太尼

为强效麻醉性镇痛药，镇痛作用产生快，但持续时间较短。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。用于麻醉前、中、后的镇静与镇痛，也用于各种原因引起的疼痛。

公司几乎垄断芬太尼注射剂的市场，2007 年到 2010 年的收入分别为 0.99 亿、1.22 亿、1.43 亿和 1.49 亿，此产品已经相对成熟，最近两年维持稳定。因其利润水平不高，公司目前的营销重点不在此。但是由于芬太尼入选基药目录，也是医保甲类产品，医、患对其印象均较好，所以预计近几年仍能维持每年 1.4 亿左右的销售额，2011 年上半年 6700 万的收入也符合这样的趋势。

➤ 舒芬太尼

不仅镇痛强度更大，而且作用持续时间也更长。镇痛效果是芬太尼的 5-10 倍、维持时间是芬太尼的 2 倍。作为辅助麻醉和麻醉诱导，尤其适用于心血管手术麻醉。舒芬太尼属于医保乙类产品。

公司的舒芬太尼增长很快，2007 年到 2010 年的收入分别为 0.37 亿、0.67 亿、1.24 亿和 2.02 亿，复合增长率达到 76.08%。舒芬太尼对芬太尼有一定的替代作用，而且利润水平更高，所以公司有动力在新增市场推广舒芬太尼，甚至在芬太尼的原有市场进行产品升级。2011 年上半年舒芬销售约 1.55 亿，同比增长约 50%，在较高的基数上保持了很高的增长。

➤ 瑞芬太尼

镇痛效果最好、低成瘾性、起效快、代谢也快、安全性好。主要用于用于全麻诱导和全麻中维持镇痛，一些情况下可以与芬太尼合用。瑞芬太尼属于医保乙类产品。

公司瑞芬太尼增长同样很快，2007 年到 2010 年的收入分别为 0.65 亿、1.03 亿、1.8 亿和 2.5 亿，复合增长率达到 56.68%。瑞芬太尼对芬太尼的替代性相对舒芬稍弱，但是作为阿片受体类麻醉镇痛药对吗啡还是有较强的替代性，利润水平也较高，公司营销中同样注重对瑞芬太尼的推销。2011 年上半年瑞芬销售约 1.45 亿，同比增长不到 20%，部分受到了营销队伍扩大、营销系统尚未成型的影响，但随着人员培训完成、以及营销体系再次构建完成，我们预计瑞芬全年增速还是能接近 30%。

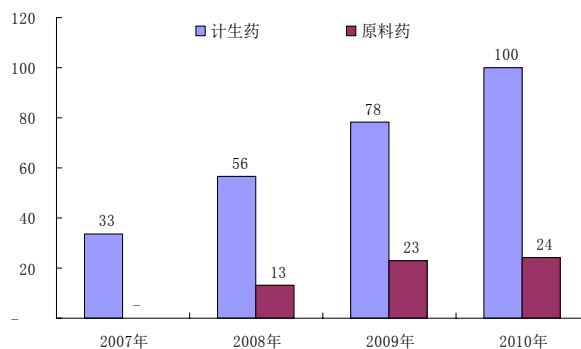
我们认为公司会继续加大舒芬和瑞芬的营销，一方面享受手术量带来的行业增长，另一方面依靠其抢占吗啡甚至芬太尼的市场获得更大的增长速度。

● 葛店人福

葛店人福目前在生育调节领域已具有竞争优势，专业从事甾体原料药、生育调节药物和抗肿瘤药物的研发、生产和销售，主要产品为单方、复方米非司酮片，非那雄胺，醋酸环丙孕酮，奥卡西平等。公司全部车间均通过了国家 GMP 认证及 ISO14001（环境管理体系）认证，部分原料药已通过 COS（欧洲药典适应性证书）认证。

葛店人福近 5 年的复合增长率高达 50%，但由于生育调节药市场容量不是很大，所以公司的战略一方面是做紧急避孕、流产、保胎等全覆盖的方向，另一方面是扩展产业链到高端甾体原料药。公司于 11 年上半年已经着手开始把上游的资源搜集起来，预计今年这方面业务会有更大的进步。

图表 5：葛店人福各年收入(百万)



资料来源：PDB、东方证券研究所测算

● 其他业务情况

新疆维吾尔药业目前拥有 7 条 GMP 生产线，20 个国药准字号产品文号，最近 5 年复合增长率达到 53.49%，今年上半年同比增长达到 74.4%。我们认为政策对维药的推动将有利公司发展。

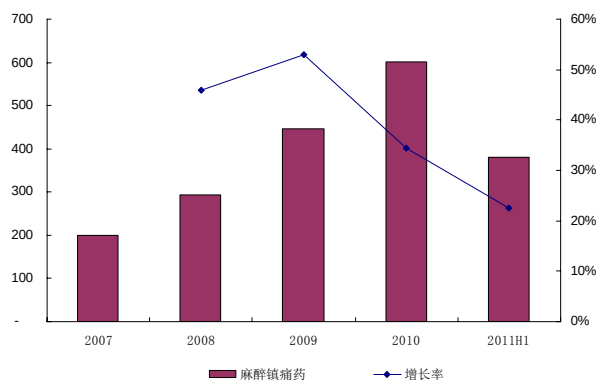
另外公司在 2010 年通过收购武汉中原瑞德进入到血液制品领域，结合其增持股的深圳新鹏，公司在基因工程药、抗体、血液制品、疫苗等多方面发力，有望在 1-2 年内进入国内生物医药领域的前列。

经过长期的发展和积累，公司逐步建立了多元化的医药业务体系。我们认为麻醉镇痛业务仍会是公司相当长时间内的支柱产业，另外公司已经战略布局了生物制药和国际出口，未来 1-2 年或将带来超预期的增长；公司在甾体类药物和医药商业方面也有优势地位，将对公司业绩产生有效补充。

公司维持麻醉镇痛领域的龙头地位

麻醉镇痛药是公司的第一大利润来源，公司 2010 年收入约 22.05 亿元，毛利约 10.25 亿元，其中麻醉镇痛药收入和毛利分别约为 6 亿元和 5 亿元，占比分别达到 28%和 50%。

图表 6：麻醉镇痛药收入及增速



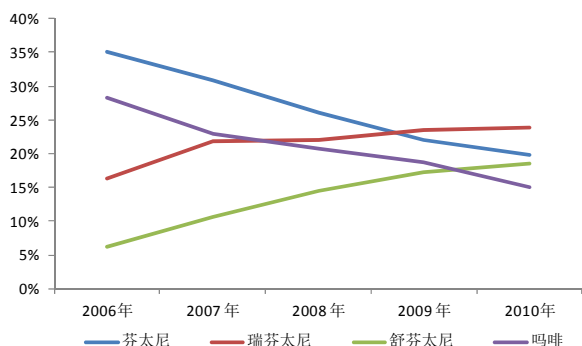
资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司麻醉镇痛业务收入的增长较快，是公司业绩的重要保障。我们预计公司芬太尼系列麻醉镇痛药仍将保持高增长，理由有三：1) 芬太尼系列比吗啡等阿片类麻醉镇痛药更高效且成瘾性更低，以 2010 年的市场做分析，随着公司通过竞争抢占市场、以及自身产品进一步升级，能够提供巨大的发展空间；2) 市场本身在扩容，手术人数每年维持百分之十几的增长，而且随着医疗资源丰富、人口老龄化加剧，市场空间会进一步增加；3) 镇痛市场潜力极大，法国在推出政策的十年间市场翻了 5 倍，目前中国阿片类镇痛剂使用量仅为当年法国用量 1/15，一旦政策松动，发展空间或有几十倍。

产品竞争和升级带来高速增长

公司芬太尼系列产品超过行业增速，整体的市场占有率也逐年提升。过去几年受益于超强的竞争能力，凭借麻醉效果好、成瘾性低、时间长短可控以及安全性高的特性，市场份额逐年提高。

图表 7：全国主要麻醉镇痛药品市场占有率情况



资料来源：公司公告、南方所、东方证券研究所

图表 8：公司麻醉产品近年增长情况

百万	2007	2008	2009	2010
芬太尼	99	122	143	14
增速		24%	17%	4%
舒芬太尼	37	67	124	202
增速		80%	84%	63%
瑞芬太尼	65	103	180	250
增速		59%	75%	39%
合计	201	293	44	601
增速		46%	53%	34%

资料来源：PDB、公司公告、东方证券研究所测算

市场份额和公司自身产品增速都表明，舒芬太尼和瑞芬太尼正在不断增加市场份额，伴随的是吗啡和芬太尼的占比逐年下降。我们认为舒芬和瑞芬在行业增长的基础上进一步抢占了吗啡和芬太尼的市场，对公司来说，由于舒芬和瑞芬盈利水平更高，所以也会有意识地做产品升级。

我们按照公司 2010 年的市场，分析公司产品进一步竞争和升级能够带来的盈利空间，我们认为舒芬能够替代吗啡和芬太尼——前者是阿片类麻醉剂中较早期的产品，成瘾性较高，医学研究表明可以由更高效的芬太尼替代；而芬太尼又是公司早期产品，在利润率偏低的情况下公司有动力也有能力去做产品升级。

图表 9：2010 年麻醉药换算量

	2010 年份额	2010 年估算金额	常用剂型规格	出厂价	单价 (元/mg)	估算量(=金额/单价)	效果
吗啡	15.10%	1.64 亿	20mg × 5 支	16.38	0.16	1001.16kg	
芬太尼	19.90%	2.16 亿	10ml:0.5mg × 2 支	23.96	23.96	9.02kg	吗啡的 50–100 倍， 设 75 倍
舒芬太尼	18.60%	2.02 亿	1ml:50 μg × 10 支	371.70	743.40	0.27kg	芬太尼的 5–10 倍， 设 7.5 倍
瑞芬太尼	23.90%	2.60 亿	1mg × 5 瓶	337.00	67.40	3.85kg	与芬太尼类似，但更短效

资料来源：南方所、SFDA、东方证券研究所测算

上述推算并不十分严谨（各产品剂型不尽相同、同产品不同规格价格也有差异），但还是能够对我国目前麻醉药用量提供一个总体的概念。按照上述推算结果，虽然目前芬太尼系列收入的市场份额合计已经占据了 62.4%，但是吗啡的实际使用量远远高于芬太尼系列。

以舒芬为例，我们假设 2010 年现存的吗啡和芬太尼市场中约 50%能由舒芬替代，那么舒芬使用量的增长空间约有 $(1001.16 \times 50\% / 75 / 7.5 + 9.02 \times 50\% / 7.5) / 0.27 = 5.5$ 倍，相当于 11 亿的收入。如果舒芬每年替代增速有 30%，那么这样的上升空间能够维持其 6 年多的高增长；如果替代增速有 20%，则能持续 9 年多。

另一方面舒芬和瑞芬还会抢占吗啡和芬太尼每年本身的增长。如果手术量增速有 10%，那么吗啡和芬太尼使用量每年本应增加 100kg 和 0.9kg，如果均由舒芬替代，那么舒芬使用量每年的增长空间约有 $(100 / 75 / 7.5 + 0.9 / 7.5) / 0.27 = 1.1$ 倍。

图表 10：对 2010 现存市场替代的敏感性分析

假设吗啡和芬太尼现存市场可被替代的比例	40%	50%	60%
若吗啡和芬太尼市场均由舒芬替代， 总计上升空间	4.4 倍	5.5 倍	6.6 倍
若吗啡和芬太尼市场均由瑞芬替代， 总计上升空间	2.3 倍	2.9 倍	3.5 倍

资料来源：东方证券研究所测算

图表 11：对未来增量替代的敏感性分析

假设手术量增速	9%	10%	11%
若吗啡和芬太尼市场均由舒芬替代， 每年上升空间	1.0 倍	1.1 倍	1.2 倍
若吗啡和芬太尼市场均由瑞芬替代， 每年上升空间	0.52 倍	0.58 倍	0.64 倍

资料来源：东方证券研究所测算

我们认为公司产品能够向外竞争、以及做自身产品的升级，除了对其产品功能的信心外，还有对其营销能力的信心。公司自身的麻醉业务营销人员扩充较快，在原来 500 人左右的基础上，今年已经增加了 400 多人，预计很快将形成千人营销队伍。经过培训和营销体系重新梳理后，预计公司会加强已经覆盖医院的学术推广、培养其用药习惯，以及加强对改造后县级医院的营销力度，另外公司业务将逐渐向 ICU、妇产科、尤其是疼痛科等领域发展。

另外，公司在研品种也非常丰富，将对芬太尼系列形成有力补充。

图表 12：主要在研产品及进展

产品名	类别	研发进展
磷丙泊酚钠	化药一类	批准临床
乳化异氟烷	化药二类	批准临床
盐酸纳布啡	化药三类	临床结束，在审评
盐酸氢吗啡酮	化药三类	临床结束，在审评
盐酸阿芬太尼	化药三类	临床中
盐酸美普他酚	化药三类	临床中
盐酸丁丙诺啡	化药三类	申报临床

资料来源：公司公告、东方证券研究所

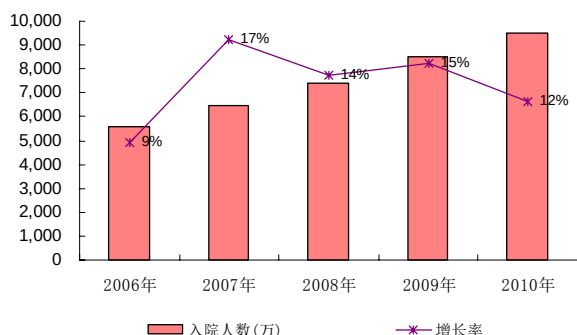
公司在研产品不乏未来的重磅产品，互联网信息和 PBD 资料表明：磷丙泊酚钠有望部分替代丙泊酚，而丙泊酚 2010 年全球销售达到 3.22 亿美元，预计国内目前的市场容量在 15 亿元以上，我们认为公司产品的推出将收获巨大的市场份额；异氟烷原属吸入式麻醉剂，2009 年国内批发销售额达 4440 万元，公司推出的乳化剂用于静注，预计能有效开拓新市场；盐酸氢吗啡酮 2009 年美国市场的销售额即达 7654 万美元，公司产品在国内属首仿，市场空间巨大。

我们认为公司上述在研产品很有可能会再出现如过去芬太尼系列那样优秀的产品，预计会进一步加强公司在麻醉镇痛领域的龙头地位。

市场扩容、渠道增加，支持公司持续成长

我们前面假设市场不增长，仅靠产品的对外竞争与升级就能使销售额已达 2 亿的舒芬太尼获得 5.5 倍的发展空间，但事实上市场仍在不断扩容中。总体来看，麻醉药使用量与手术量挂钩，而手术量则与住院人数成一定比例。据统计，近几年来中国住院人数不断增长，至 2010 年全国医院入院人数已达 9524 万左右。

图表 13：医院住院人数增长情况



资料来源：卫生部、东方证券研究所

图表 14：手术人数占住院人数比例

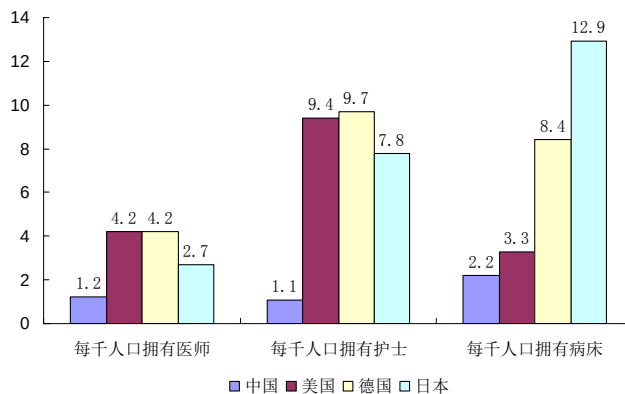
	2009 年	2008 年	2007 年	2006 年
医院入院人数	84,880,000	73,920,000	64,870,000	55,620,000
医院手术人数	24,499,830	22,094,898	19,676,329	16,752,955
比例	29%	30%	30%	30%

资料来源：卫生部、东方证券研究所

根据卫生部的统计数据，住院人数中约有 30%需要手术治疗，所以手术量的增长比例与住院人数增长比例基本一致，我们认为 2010 年手术人数增长率也能达到 12%左右，且未来仍将保持百分之十几的增速。

但是从我国人均医疗资源来看，还远低于世界水平。可以推断我国还有很大一部分医疗需求没有得到满足，若医疗资源更充足，医疗市场将更加扩大。

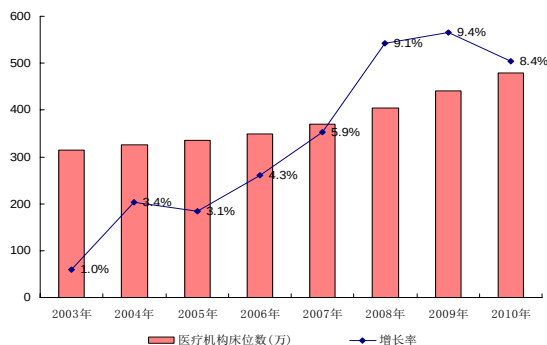
图表 15：中外人均医疗资源对比



资料来源：世界卫生组织统计、东方证券研究所

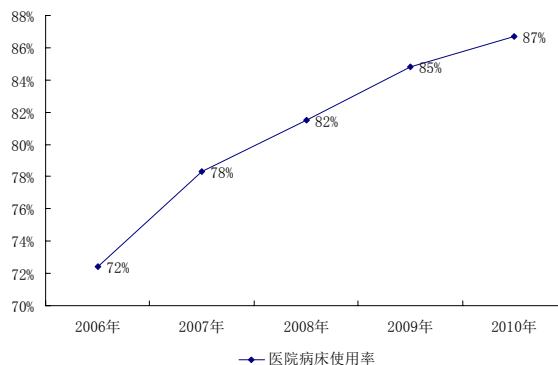
近年来，我国医改正在大力推进医疗机构的建设，医疗机构床位数不断增加，但病床使用率却仍在不断上升，说明我们国家医疗机构的建设速度没有跟上人民医疗需求的释放速度。而相对病床来说，医院的手术床位更少，所以我国医院的现状是，相当一部分住院病人需要先排队才能接受手术。

图表 16：医疗机构床位数



资料来源：卫生部、东方证券研究所

图表 17：医院病床使用率



资料来源：卫生部、东方证券研究所

我们认为总体上我国手术人数会按照目前百分之十几的增长率持续下去，另外在我国“十二五”期间甚至再往后持续的医院投资建设后，我国人均享有的医疗资源逐渐上升。

而随着市场的扩大，公司也在增加销售渠道，这对药品销售的带动极为有效。从麻药市场宏观角度看，2006 年以前是由国药股份独家垄断经销的，此间行业增长率一直在 15% 左右，而到 2006 年国家药监局在麻药和第一类精神药品经营中引入竞争，新增上海医药和重庆医药两家批发企业，致使行业发展速度上升到 25% 以上。

国药股份于 2004 年底收购人福医药 20% 股权，以保证麻药上游资源的垄断性，当时国药股份是独家经销企业，此后虽然引入竞争机制，但由于国药股份持有人福 20% 股权，人福的产品依然由国药股份独家经销。随着市场的进一步扩大，人福医药开始逐渐将麻醉药品销售给上海医药和重庆医药，从公司 2010

年短期融资券说明书可以看到，2009 年公司麻醉药物销售额共 4.20 亿元，其中国药股份和上海医药经销的比例分别为 92%和 8%；而 2010 年 1-9 月公司麻醉药物销售额共 4.73 亿，公司进一步引入了重庆医药的渠道，国药股份、上海医药和重庆医药分别占比 84%、9%和 7%，三者均进入公司当年前五大销售商名单。

我们认为在整个麻醉药市场增长的情况下，经销渠道的增加有利于公司将产品延伸到原先没有覆盖的区域，有助于收入的加速提高。

政策法规放松将提供巨大空间

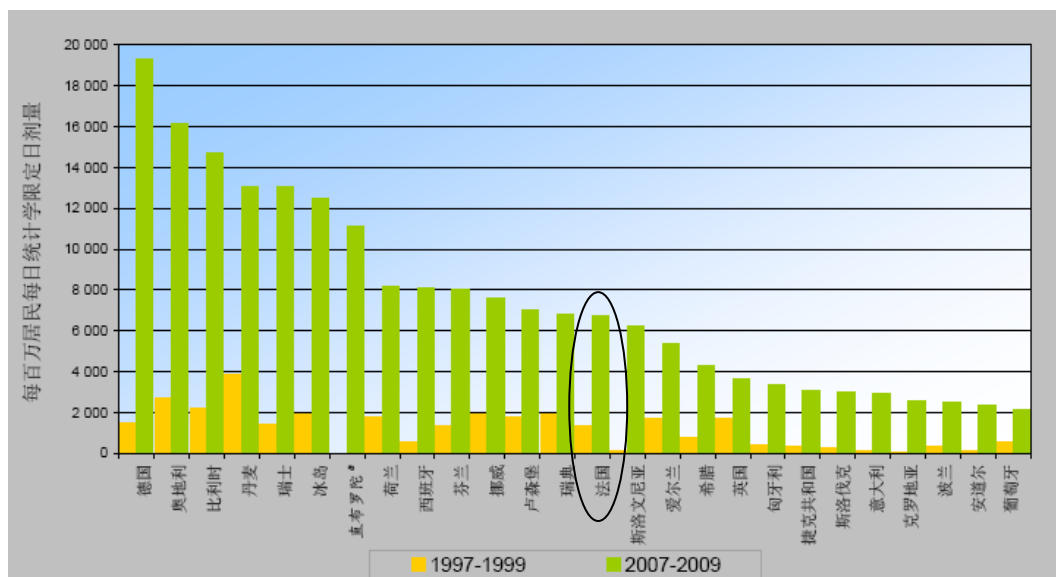
如前所述，公司产品的竞争和升级支持其未来 6 年超过 30%的高速增长，那么过了 6 年是不是只能以行业增速发展了呢？

首先我们认为用舒芬太尼替代吗啡和芬太尼“一半的市场”是相当保守的，从药效上来看舒芬完全有能力替代更大的比例；另外我们要进一步强调的是，其实芬太尼系列产品更大空间在于自上而下的政策放宽——我国镇痛领域的政策一旦放开，整个市场存在翻几十倍空间的可能。6 年后，也就是我国“十三五”中期，是否能够放开此类政策，虽然不好预测，但是法国的历史能给我们一些提示。

● 法国十年增五倍的历史

由于鸦片战争等特殊的历史原因，致使我国从上到下都对麻醉镇痛类产品心存芥蒂。其实对于此类药品的矛盾心理不止在中国存在，下图显示欧洲各国在上世纪 90 年代均管制严格，使用量都不高。但是近十年来均逐步放开政策，因此使用量在十年间都翻了好几倍。目前中国的政治经济水平与上世纪末的法国应该还算可比，但阿片镇痛剂的使用量仅相当于当时法国使用量的 1/15，可见目前我国的使用量是极低的。

图表 18：欧洲各国阿片镇痛剂平均消费量两期的对比



资料来源：国际麻管局、东方证券研究所

美国使用量是我国的上百倍，但存在滥用的争议，而法国在十年间发展成为使用麻醉镇痛药品“充分而又适当”的标准国家。十年前法国在认识到本国镇痛剂消费量太低以及疼痛未得到适当治疗之后，开始

引入了立法和政策变革，推出“国家消除疼痛行动计划”。其中很重要的一点是让保健专业人员充分认识治疗疼痛的重要性。为此，关于疼痛治疗和减轻痛苦的护理单元被列入医学和护士学校的课程之中；此外还制订了关于疼痛治疗的具体方案，以向卫生保健机构人员提供持续不断的培训。同时，法国推出许多监管改革，减少了与类阿片采购、开具处方和配发有关的限制。这些改革措施有效地促进了法国疼痛治疗的进程，实例包括将类阿片镇痛剂处方的有效期从 7 天延长至 28 天和允许护士在无医生在场时给病人施用类阿片。

在促进用于治疗疼痛的类阿片消费的同时，法国政府还建立了各种监测和防止这些物质被滥用和转移的机制。上述全部活动均保持在各项国际公约的框架内。

法国成功制订并实行的方案，使其在过去十年间用于治疗中重度疼痛的类阿片镇痛剂人均消费增加了五倍多，受国际管制的类阿片镇痛剂消费量在法国达到了“充分而又适当”的水平。在政府强有力的支持下，通过采取多元战略扫除供应障碍，就能够实现类阿片镇痛剂消费的增加。

我国目前的使用量仅为法国当年的 1/15 左右，这一方面说明我国的使用量还远远不够，另一方面也说明一旦我国政策认识到麻醉镇痛药在镇痛领域的重要意义，届时整个市场预计能增长几十倍，所以我们对公司在麻醉镇痛领域的长期发展充满信心。

● 我国政策法规略有进步

从法律的发展来看，我国政策法规逐渐细化，但开放进程较为缓慢。我们认为随着世界上进一步证明麻醉药品对于疼痛治疗的必要性，以及我国医疗改革的进一步深入，包括公司自下而上的学术推广，未来政策法规的开放过程应该会更快速，预计届时以公司为代表的国内麻醉药品行业会迈上一个新的台阶。

图表 19：我国麻醉药品管理相关法律法规一览

	政策法规名称	发布单位和发布日期	对麻醉药品生产的有关规定
纲领性法律	中华人民共和国药品管理法	全国人大 2001 年 12 月 1 日	
纲领性法规	中华人民共和国药品管理法实施条例	国务院 2002 年 9 月 15 日	
法规	麻醉药品管理条例 (1987 版施行时废止)	国务院 国务院国发 176 号文件 1978 年 9 月 13 日	麻醉药品生产及原植物种植的年度计划按医疗需要编制，由卫生部会同国家医药管理总局、农林部审查批准，由主管部下达。生产和种植单位不得擅自改变计划。
	麻醉药品管理办法 (2005 版施行时废止)	国务院 国务院令第 103 号 1987 年 11 月 28 日	麻醉药品的年度生产计划由卫生部会同国家医药管理局审查批准并联合下达执行，种植和生产单位不得擅自改变计划。
	麻醉药品和精神药品管理条例	国务院 国务院令第 442 号 2005 年 8 月 3 日	定点生产企业应当严格按照麻醉药品和精神药品年度生产计划安排生产，并依照规定向所在地省、自治区、直辖市人民政府药品监督管理部门报告生产情况。

资料来源：东方证券研究所整理

虽然进程很慢，但是几版条例还是体现了从国家到地方的适度放宽。我们相信随着中国经济文化进程的发展，尤其在国家政策上有所改变时，镇痛领域会有跳跃式的增长。

● 若市场扩大，公司优先受益

麻醉镇痛行业虽然受政策限制，但并非没有竞争，如前所述，公司的芬太尼系列产品就是在竞争中逐步占据优势地位的。

图表 20：主要竞争对手及其业务

公司名称	主要经营业务及产品
江苏恩华药业股份有限公司	为国家精神药物定点生产经营企业，以中枢神经系统药物为核心，产品系列完善，在国内市场形成了比较系统的专业销售网络。重点产品为咪达唑仑及其注射液和片剂。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	正在申报芬太尼制剂以及瑞芬太尼原料药、制剂。
青海制药厂	为我国重要麻醉药品基地，是麻醉原料药品种定点最多的企业。
北京萌蒂制药有限公司	为中美合资企业，有较先进的生产经营管理经验，产品以进口分装为主，生产口服麻醉性镇痛复方制剂“氨酚羟考酮胶囊”。
常州四药制药有限公司	为国家精神药物定点生产经营企业，近年进入麻醉药品行业。
西安杨森公司	为我国最大的药品合资企业，企业实力强大，以芬太尼透皮贴（多瑞吉）进入麻醉药品行业。
江苏恒瑞医药股份有限公司	主要生产左布比卡因和七氟烷麻醉药品。

资料来源：卫生部、东方证券研究所

目前公司与其他公司主打产品竞争的领域以及效用不尽相同，虽然恩华和国药集团工业公司开始涉足芬太尼和瑞芬太尼、协和开始做舒芬太尼，但公司在芬太尼层面的竞争优势非常明显，目前几乎垄断了国内芬太尼系列的市场，而且拥有原料、制剂一体化的生产，以及渠道、营销队伍的优势，通过学术营销维护的医院市场相对稳固。另一方面公司增加营销人员，对终端进行更细致地维护，我们认为公司在竞争中占据优势地位。另一方面公司在研的乳化异氟烷和磷丙泊酚钠也将会与竞争对手展开竞争。

血液制品和出口业务加速，原优势领域维持领先

血液制品业务或超预期

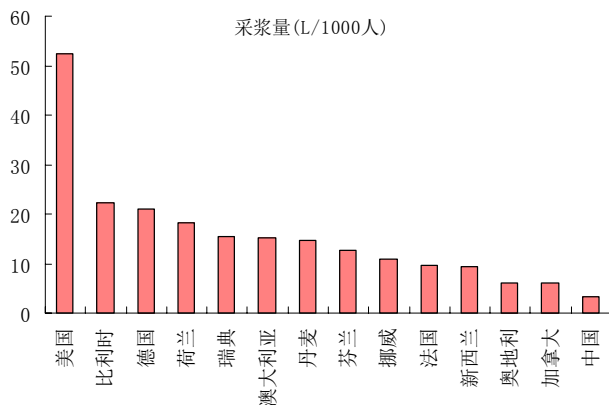
国际上重磅生物制药正在推陈出新，国内的生物制药也在不断进步。“十二五”期间生物制药作为支柱产业将受到更多政策、税收等方面的扶持，我国的生物制药正迎来高速发展期。

生物制药包含诸多细分领域，包括血液制品、疫苗、抗体和基因工程药等，其中血液制品相对成熟，市场也相对独立，公司通过外延收购，积极介入血液制品领域，有望给公司带来又一个重要的利润增长点。

我国血液制品行业的管理制度、管理体系、法律法规、产品安全性等方面都在全面进步中，但与我国的很多资源一样，我国人均投浆量与世界各国相比仍处于落后地位。我国现有单采血浆站约 100 个，远少于美国的 500 多个，仅能覆盖我国部分地区；我国规定采浆间隔 ≥ 14 天，也高于欧美国家标准。美国 FDA 规定供浆者可献血浆 2 次/周，并从长期的实践和科学研究的角度证实如此采浆频率对供浆者健康无明显影响。

原料血浆供应不足已成为制约我国血浆蛋白制品工业发展的瓶颈，尤其是今年贵州关停十几家浆站，致使原本就稀缺的供应更加紧缺。我国目前所有的 30 家左右血液制品企业，年血浆处理能力大约有 1-2 万吨，原料血浆的采集量远达不到企业设计的处理能力；另一方面从需求角度测算，我们预计投浆量也需要达到约 5000 吨以上才能满足我国市场的需求。所以我国血液制品领域潜在空间还非常巨大，而投浆量成为血液制品企业发展的关键。

图表 21：近年各国年采浆量对比



资料来源：公司公告、东方证券研究所

公司在收购武汉中原瑞德进入血液制品领域的同时，还收购了其下的罗田瑞德单采血浆站、恩施天源单采血浆站等，虽然合作协议规定公司未对血浆站实施控制及重大影响，但是为进一步扩大浆源奠定了基础。我们认为公司通过收购进入有较大壁垒的血液制品行业，而且在原料紧缺的市场拥有两个单采血浆站，有利于公司相关业务的发展。我们预计公司未来还会进一步收购血站或浆站，或者利用其政府事务能力扩大浆站采浆范围，将公司的血液制品业务做强。

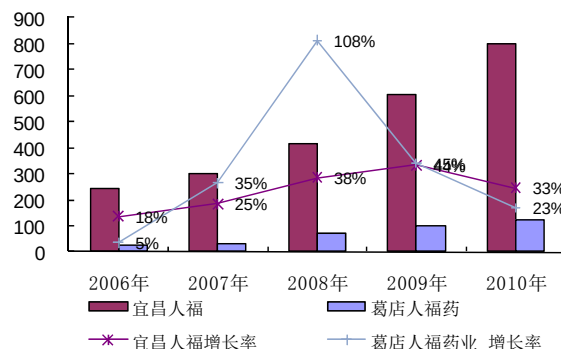
图表 22：公司 2010 年布局生物制药领域

公司	业务	进展	持股比例
武汉中原瑞德	血液制品	收购 70%股权	70%
(罗田瑞德单采血浆站)	采浆	收购 100%股权	100%
(恩施天源单采血浆站)	采浆	收购 100%股权	100%
深圳新鹏	基因工程产品	收购其他 48%股权	100%
武汉光谷人福生物	基因工程产品	收购 100%股权	100%
武汉昕和生物	疫苗	收购 55%股权	55%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 已获证明的布局能力

2001 年公司通过控股宜昌人福进入到有严格市场准入的麻醉药品领域，后者成为公司当前利润最大的来源；2002 年又增资控股葛店人福，抢占甾体类产品市场的领先地位，成为公司医药业务第二利润来源。后续几年的发展证明了公司管理层的战略布局能力。我们认为收购武汉中原瑞德将是又一次体现公司布局能力的投资。

图表 23：公司布局麻药和甾体原料药所获成果


资料来源：公司公告、东方证券研究所

● 预计血液制品业务将有高增长

武汉中原瑞德已有多年没有进行厂房或技术改造，我们认为主要是其毗邻武汉机场高速公路所致。在人福医药控股后，武汉中原瑞德或将迎来新面貌。

武汉中原瑞德目前拥有人血白蛋白、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，在我国血液制品企业中属二线前列。武汉中原瑞德年处理能力可达 300 吨，但目前仅拥有恩施和罗田两个浆站，每个浆站的投浆量在 50 吨左右。目前我国血液制品领域的关键竞争在于投浆量，我们了解到公司正在申请孝感和巴东等的其他浆站，我们预计随着新浆站的加入，公司血液制品的业绩会进一步上升。

按照华兰生物和上海莱士的生产规模，结合武汉中原瑞德目前的经营能力，我们预测其一年的收入在 4000 万左右，另外武汉中原瑞德将投资 2 亿人民币新建厂房，届时公司将拥有两条新的 GMP 车间生产线，年产值将达 5 亿。

公司有志于做各个细分领域的领导者，所以我们认为公司不会满足于目前在血液制品的地位，对外收购应该是其快速切入行业前列的有效方法，预计随着公司收购进程加快，公司血液制品业务、甚至整个生物制药业务或超市场预期。

积极开拓国际业务

公司增资人福普克，建立符合 FDA 标准的软胶囊类 cGMP 工厂，用于制剂出口美国 and 欧洲主流医药市场发展。目前公司的国际化进程在按计划推进中，公司 2010 年报披露在建工程中武汉软胶囊生产基地项目账面金额已达 2957 万，到 2011 年中报余额减小为 252 万，说明已经转固，我们预计年底即可投产并开始销售。

据查全美国目前只有四家软胶囊工厂，因此人福普克具有较强的竞争力。公司选择的普克模式是基于其团队的优秀、技术工艺的成熟、销售渠道的畅通，以及对通过终端认证、质量检验和最终销售的信心。公司进行国际化的发展，具有核心价值的还是自有产品的出口。我们认为公司并不局限于软胶囊这一剂型，也有计划建其他工艺团队。我们预计公司现在大概还有 10 个左右 AND 在申请中，届时可能从软胶囊进一步延伸到片剂、硬胶囊、注射剂等。

我们认为公司发展国际业务基于这样几个核心考虑：(1)国际上是否有市场；(2)公司是否有能力自己来做这个市场；(3)如果将来转到中国生产，公司有没有技术实力生产和销售，并且把成本控制住。

目前公司的国际化业务仍在布局阶段，我们预计随着业务的顺利进行，出口业务将是公司未来的又一大看点。

拓展甾体类高端原料药业务

公司目前所生产的计生药主要包括单方、复方米非司酮片等。计生药物虽无麻醉药那么严格的管制壁垒，但也属于我国管控药物。国内计生药市场受国家药监局管理，同时受法规《终止妊娠药品管理办法》制约，产品主要销往医院、计划生育技术服务机构、获准施行终止妊娠手术的其他医疗保健机构，包括一些私立医院、大型社区卫生服务站、门诊部等。计生药品国内市场尚不成熟，因此市场潜力巨大。欧洲国家（地区）育龄妇女使用口服避孕药比例全球最高，为 30%~60%，美国为 30%~40%，而我国育龄妇女使用口服避孕药的比例仅为 2.3%。相对于我国庞大的人口市场，存在巨大的潜在用药消费群体。

过去几年公司计生药物的产销率早已达到 100%，由于市场需求的不断增加，公司进行计生药制剂车间扩产项目，提升产能约一倍左右。公司凭借其先进的研发技术和优秀的营销能力，虽是市场后来者，但正在抢占更多空间。

目前国内的口服避孕药市场容量约 3 亿元~5 亿元。公司占据市场约 20%左右的份额。公司的目标是做紧急避孕、流产、保胎等全覆盖的产业，但由于该市场的容量依旧不大，公司已经开始拓展产业链至甾体类高端原料药。基于其多年甾体类计生药物的研发生产，公司生产上并无困难。此外公司所在地湖北有着天然的资源优势，其拥有的甾体药物原料——黄姜的产量占世界的 70%以上，公司已经在着手上游资源的收集，我们预计公司将维持在此领域的领先优势。

医药商业拓宽销售渠道

我国医药流通业发展迅速，《2010—2015 年全国医药流通行业发展规划》提出将培育 1-3 家千亿元级企业、20 家百亿元级企业，解决医药流通领域行业集中度不高、以药养医等问题；并重点鼓励药品流通企

业兼并重组，鼓励零售连锁业态的发展。预计“十二五”末，我国医药流通市场的总规模将达到 9000 亿元，保持年增长 10% 的速度。

公司紧抓机遇，在重点发展医药产业的战略规划中，将市场拓展和销售平台的搭建放在至关重要的位置上。2009 年，公司成立的武汉人福医药有限公司，在整合人福医药原有商业公司的基础上，又成功收购了湖北人福民生药品有限公司。随着人福医药体系内商业平台的完善与壮大，公司各类 OTC 药物的销售迈上新的台阶。

公司物流园区地处武汉光谷生物医药城，后者是国家级的生物医药基地，在成立 3 年的时间内发展飞速，已经陆续有辉瑞、药明康德等中外著名药企入驻，稳步朝向 2015 年实现整个生物技术和医药产业收入超过 420 亿的中期目标前进。

公司的目标是借助区域物流中心的建设，整合公司内外商业资源，取得基本药物配送资格，构建区域医药商业龙头企业，使公司的医药商业和医药工业实现良性互动。我们预计公司在“十二五”期间能够达到约 50 亿销售额的规模，进入湖北省医药物流行业前列，成为我国第二或第三梯队的医药商业企业。

图表 24：2007-2009 医药商业企业排名

销售规模	2009 年度医药商业企业排名	2008 年度医药商业企业排名	2007 年度医药商业企业排名
>100 亿	中国医药集团总公司	中国医药集团总公司	中国医药集团总公司
	上海医药股份有限公司	上海市医药股份有限公司	上海市医药股份有限公司
	九州通医药集团股份有限公司	九州通医药集团股份有限公司	九州通医药集团股份有限公司
	南京医药股份有限公司	南京医药股份有限公司	
	广州医药有限公司	广州医药有限公司	
	安徽华源医药股份有限公司	安徽华源医药股份有限公司	
	北京医药股份有限公司		
	重庆医药股份有限公司		
>50 亿	18 家	10 家	9 家
>30 亿	33 家	21 家	17 家
>20 亿	38 家	33 家	32 家
>10 亿	86 家	77 家	69 家

资料来源：互联网、东方证券研究所

公司医药物流中心建设项目已在 2010 年建成，未来公司收入结构将有较大变化。医药商业收入多而利润少，但一方面能为人福医药总体节约物流成本，另一方面依托光谷医学园区，公司能进一步拓展销售渠道。此外通过医药商业将公司销售体量提高，有助于扩大公司在政府机构的影响力，有助于其后续发展需要政府支持的方面。

风险因素

政策性降价：公司的主打产品芬太尼系列属国家管制药物，销售价由国家定价，若因政策性因素导致售价大幅度下滑，公司业绩可能会有影响。

整合问题：公司发展面临整合问题，通过收购新增生物制药等领域的子公司，要使其融入人福医药体系内并为业绩增长做出贡献需要公司有很强的整合能力；若整合出现问题，将导致成本费用偏高而影响公司利润。

盈利预测与估值

盈利预测见附表，根据我们的预测，公司 11-13 年的 EPS 分别为 0.63、0.81、1.04 元，参考可比公司 2012 年 PE 的取值范围和均值，并考虑到公司的龙头地位，给予 2012 年 35 倍 PE，对应目标价 28 元，首次给予公司买入评级。

我们提出如下假设：

图表 25：分业务收入预测

业务		2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
麻醉药	收入	292.52	447.13	620.00	806.00	1,047.80	1,309.75
	增长率	46%	53%	39%	30%	30%	25%
	毛利率	82%	86%	84%	84%	84%	84%
计生药	收入	56.41	78.42	124.23	161.50	206.72	258.40
	增长率	69%	39%	58%	30%	28%	25%
	毛利率	62%	68%	67%	67%	67%	67%
其他药物	收入	181.27	243.68	259.10	349.79	454.73	568.41
	增长率	26%	34%	6%	35%	30%	25%
	毛利率	56%	56%	72%	64%	64%	64%
医药商业	收入	140.00	179.00	648.00	1,296.00	1,879.20	2,536.92
	增长率	17%	28%	262%	100%	45%	35%
	毛利率	5%	5%	6%	6%	6%	6%
安全套	收入	129.92	160.98	156.54	172.20	177.36	182.69
	增长率	70%	24%	-3%	10%	3%	3%
	毛利率	30%	35%	32%	32%	32%	32%
房地产	收入	85.80	83.53	278.81	355.95	355.95	-
	增长率	132%	-3%	234%	28%	0%	-100%
	毛利率	51%	46%	42%	44%	44%	44%
其他	收入	138.45	137.46	118.11	143.37	138.68	134.71
	增长率	42%	-1%	-14%	21%	-3%	-3%
	毛利率	17%	20%	26%	25%	25%	25%
合计	收入	1,024.37	1,330.21	2,204.80	3,284.81	4,260.44	5,043.27
	增长率	44%	30%	66%	49%	30%	18%
	毛利率	48%	53%	47%	41%	39%	38%

资料来源：公司公告、东方证券研究所

上市公司中麻药生产企业不多，我们选择恩华、恒瑞和海正作为可比公司，其 2012 年平均的 PE 为 30.28 倍，结合公司在麻醉镇痛领域的龙头地位，我们给予公司 12 年 35 倍市盈率。而目前公司股价为 21.41 元，仅比股权激励授予价格 20.03 高 6.89%，已有较大安全边际。

图表 26：行业及可比公司估值水平

简称	近期股价 2011/9/1	每股收益（元）				市盈率			
		10	11E	12E	13E	10	11E	12E	13E
恩华药业	21.22	0.327	0.463	0.633	0.891	64.963	45.881	33.534	23.827
恒瑞医药	30.39	0.644	0.815	1.035	1.291	47.175	37.302	29.374	23.534
海正药业	37.04	0.697	0.979	1.326	1.702	53.147	37.838	27.938	21.769
平均值							40.34	30.28	23.04

资料来源：WIND、东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2,278	3,300	4,195	5,114	营业收入	2,205	3,285	4,260	5,043
现金	466	867	1,374	1,825	营业成本	1,180	1,951	2,591	3,118
应收账款	428	642	830	984	营业税金及附加	33	50	65	76
其它应收款	219	476	520	673	营业费用	417	486	589	632
预付账款	448	493	542	596	管理费用	198	284	347	377
存货	632	695	765	841	财务费用	41	52	42	36
其他	85	127	165	195	资产减值损失	6	6	6	6
非流动资产	1,950	2,027	2,067	2,085	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	832	832	832	832	投资净收益	23	27	14	10
固定资产	427	515	563	577	营业利润	353	483	635	808
无形资产	176	168	161	155	营业外收入	22	20	21	21
其他	515	511	512	521	营业外支出	7	7	7	7
资产总计	4,228	5,327	6,263	7,199	利润总额	368	497	649	822
流动负债	1,842	2,063	2,450	2,703	所得税	64	79	104	131
短期借款	917	735	826	781	净利润	304	417	546	690
应付账款	180	345	427	533	少数股东损益	88	104	146	178
其他	745	982	1,197	1,390	归属于母公司净利润	216	313	400	512
非流动负债	58	100	131	160	EBITDA	438	587	740	915
长期借款	34	74	107	135	EPS (元)	0.46	0.63	0.81	1.04
其他	24	26	25	25	主要财务比率				
负债合计	1,901	2,162	2,581	2,863	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	375	480	625	803	成长能力				
股本	472	493	493	493	营业收入	65.7%	49.0%	29.7%	18.4%
资本公积	737	1,153	1,153	1,153	营业利润	32.2%	36.7%	31.5%	27.1%
留存收益	744	1,038	1,410	1,887	归属于母公司净利润	7.4%	44.6%	27.8%	27.9%
归属母公司股东权益合计	1,952	2,685	3,056	3,533	获利能力				
负债和股东权益	4,228	5,327	6,263	7,199	毛利率	46.5%	40.6%	39.2%	38.2%
现金流量表					净利率	9.8%	9.5%	9.4%	10.1%
单位:百万元					ROE	11.1%	11.7%	13.1%	14.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	9.9%	11.3%	12.3%	13.5%
经营活动现金流	111	289	543	619	偿债能力				
净利润	304	417	546	690	资产负债率	45.0%	40.6%	41.2%	39.8%
折旧摊销	43	52	63	71	净负债比率				
财务费用	41	52	42	36	流动比率	1.24	1.60	1.71	1.89
投资损失	(23)	(27)	(14)	(10)	速动比率	0.89	1.26	1.40	1.58
营运资金变动	(262)	(208)	(92)	(169)	营运能力				
其它	7	2	(1)	0	总资产周转率	0.59	0.69	0.74	0.75
投资活动现金流	(483)	(102)	(89)	(78)	应收账款周转率	6.39	6.14	5.79	5.56
资本支出	(297)	(134)	(109)	(93)	应付账款周转率	7.72	7.43	6.71	6.50
长期投资	(63)	5	5	5	每股指标 (元)				
其他	(122)	27	14	10	每股收益	0.44	0.63	0.81	1.04
筹资活动现金流	245	215	53	(89)	每股经营现金流	0.23	0.59	1.10	1.25
短期借款	363	(182)	91	(45)	每股净资产	3.96	5.44	6.19	7.16
长期借款	20	40	33	28	估值比率				
普通股增加	-	22	-	-	P/E	48.80	33.75	26.41	20.64
资本公积增加	(1)	416	-	-	P/B	5.41	3.94	3.46	2.99
其他	(137)	(82)	(71)	(72)	EV/EBITD	25.2	18.8	14.9	12.1
现金净增加额	(127)	401	507	451					

资料来源：东方证券研究所

附录 麻醉基本概念及发展趋势简介

● 麻醉概念介绍

麻醉是指用药物或非药物方法使机体或机体一部分暂时失去感觉，以达到无痛的目的，多用于手术或某些疾病的治疗。任何可能引起疼痛的手术和检查均有必要进行麻醉。麻醉能提供一段完善、舒适的止痛过程，在安眠及肌肉放松中，使手术顺利、安全，达到治疗之目的。

麻醉根据其作用范围可分为全身麻醉及局部麻醉，根据其作用特点和给药方式不同，又可分为吸入麻醉和静脉麻醉。全身手术的麻醉量虽然远远不及局部麻醉手术量多，但其价格相对较贵，因而全身麻醉药占了 80% 以上的全国麻醉药市场份额。

资料 1：麻醉药 vs 麻醉药品

麻醉药是指能产生感觉消失，特别是痛觉消失以利于进行手术的药物。临床应用的有全身麻醉药对中枢神经系统能产生广泛的抑制，其表现为：暂时性地使意识、感觉反射和肌肉张力丧失或部分丧失，但仍能保持呼吸、循环等必要的生理功能。局部麻醉药能阻断各种神经冲动的传导，除首先抑制痛觉外，也能抑制触觉、压觉和温觉，如果药量和作用时间足够，还能抑制运动神经。

麻醉药品是尤为特殊的一类药物。是指对中枢神经有麻醉作用，能产生欣快感，连续使用后易产生身体依赖性、能形成瘾癖的药品。属麻醉药品管理范围的药品有：阿片类、吗啡类、盐酸乙基吗啡类、罂粟碱类、可待因类、福尔可定类、可卡因类、全阿片素类、阿朴吗啡类、丙烯吗啡类、大麻类、合成药类如度冷丁制剂等。

● 麻醉药品特点

麻醉药品正常使用有利健康，是手术中必不可少的组成部分。公司的拳头产品芬太尼系列属国家特殊管理的麻醉药品，是比吗啡镇痛效果强百倍、而成瘾性却更小的药品，目前普遍用于各类手术。

图表 27：芬太尼系列与其他主要麻醉药物对比

药物	特点	应用	医保目录
芬太尼	强效麻醉性镇痛药，镇痛作用产生快，但持续时间较短。	用于麻醉前、中、后的镇静与镇痛，也用于各种原因引起的疼痛。	甲类 (且进入基药目录)
舒芬太尼	不仅镇痛强度更大，而且作用持续时间也 longer	作为辅助麻醉和麻醉诱导。适用于心血管手术麻醉。	乙类
瑞芬太尼	镇痛效果最好、低成瘾性、起效快、代谢也快安全性好。	用于全麻诱导和全麻中维持镇痛。	乙类
丙泊酚	麻醉诱导起效快、苏醒迅速且功能恢复完善。	用于麻醉诱导、麻醉维持、ICU 危重病人镇静	乙类
异氟醚	带乙醚样气味的无色澄明液体，诱导迅速，苏醒亦快。	用于各种手术全身、半身麻醉。	

资料来源：现代麻醉学、东方证券研究所

芬太尼与丙泊酚作用相对独立，前者主要镇痛后者主要镇静，不存在互相侵蚀市场份额的情况。而异氟醚是吸入性全麻药，在麻醉方法上与静脉麻醉相区别。

公司生产的芬太尼、舒芬太尼和瑞芬太尼各有特点，可运用于麻醉的不同阶段或不同手术。

图表 28：芬太尼系列效价对比

药 名	ED50 (mg/kg)	LD50 (mg/kg)	治疗指数 (LD50/ED50)	效价比较*
哌 替 啶	6.0	29.0	4.8	1
阿芬太尼	0.044	47.5	1,080	137
芬 太 尼	0.011	3.1	277	550
舒芬太尼	0.00071	17.9	25,211	8,500

* 以哌替啶镇痛强度为1时对比其他药物相同剂量的效价

资料来源：现代麻醉学、东方证券研究所

芬太尼对心血管系统的影响很轻，不抑制心肌收缩力，一般不影响血压。可引起心动过缓，此种作用可被阿托品对抗。小剂量芬太尼可有效地减弱气管插管的高血压反应。

● 麻醉方法发展趋势

近年来静脉麻醉药有很大发展，如一些起效快、苏醒快的药品在临床中得到了广泛应用，但吸入麻醉药具有麻醉效能强和易于调控麻醉深度的优点，故在全身麻醉中应用仍占有重要地位。目前医学界仍在不断寻求更合乎理想的药物。

吸入麻醉和静脉麻醉各有优势，临床上常以静吸复合的方式进行麻醉。芬太尼系列是复合全麻的主要组成部分。靶控输注（target controlled infusion, TCI）是指在输注静脉麻醉药时，以药代动力学和药效动力学原理为基础，通过调节目标或靶位（血浆或效应室）的药物浓度来控制或维持适当的麻醉深度，以满足临床麻醉的一种静脉给药方法。目前，大多数 TCI 系统仍处于临床实验阶段。当其可大规模用于临床时，可即时检测血药浓度，通过靶向输、停控制麻醉深度，将使静脉麻醉迈上新的台阶。

图表 29：静脉麻醉优缺点一览

优势	相对不足
安全性高，病人舒适，诱导平稳迅速，麻醉深度易于调控	给药后麻醉药必须在体内经过完整的药物代谢过程
苏醒迅速平稳，时间可预测，且苏醒期很少恶心呕吐	诱导期血压易波动
无需高档麻醉机的高额投资	静脉麻醉或靶控输注麻醉的药价较贵，特别是长时间手术麻醉
易于成为自动麻醉的主流技术	TCI 技术尚不普及
静脉麻醉在药物、技术及理论上的发展均超过吸入麻醉	

资料来源：瑞金医院麻醉科、东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；

散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；

当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；

60 日累计：当日净量的 60 日累计值；

10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn