

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

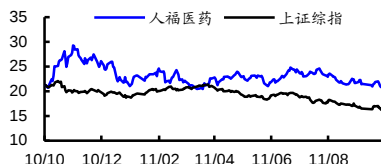
人福医药(600079)
推荐

2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 24 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)	10,308.0/8,521.0
沪深 300/深圳成指	2,317.28/9,697.21
12 个月最高/最低 (元)	29.27/20.43

相关研究报告:

《人福医药-600079-分享麻醉药细分领域龙头成长》——2011-8-27

《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

季报点评

宜昌人福逐步重回快速增长轨道

●主业快速增长 46%，业绩略超预期

公司前三季度收入 24.31 亿元 (+65.83%)，归属于母公司股东净利润 2.17 亿元 (+35.81%，略超我们预期的增长 33%)，EPS0.44 元，扣非后净利润 2.23 亿元 (+45.91%)，合 EPS 0.45 元。ROE 为 9.88%，经营性现金流-0.25 元/股，主要因扩大医药商业规模所致。

●投资收益大幅增长致 Q3 单季度超预期

11Q3 净利润 0.77 亿元增长 40%，扣非后净利润 0.83 亿元大幅增长 62%，若在扣非净利润基础上扣除 4360 万元投资收益（当代国际花园项目）和少量结算的房地产业务，则 11Q3 净利润 0.41 亿元增长 7%，增速放缓主要是总部确认较多的费用以及人福普克的亏损。

●宜昌人福逐步重回快速增长轨道

宜昌人福销售队伍扩大后的负面效应比预期乐观，11Q3 宜昌人福销售逐步恢复，收入和净利润预计增长 20-30%，好于上半年的 15%，4 季度有望加速增长。全年宜昌人福收入有望超过 10 亿元，其中麻醉药有望超过 8 亿元。

●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且一定程度受费用、投资收益、房地产业务结算波动，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。限制性股票激励进一步激发管理团队能动性。

考虑到华夏学院 0.07 元转让收益 11 年确认可能性低，11Q3 当代国际花园项目投资收益超预期以及房地产业务 3 季度确认低于预期，我们调整 11 年 EPS 至 0.60 元（原 0.64 元），维持 12-13 年 0.80/1.10 元/股，一年期合理价值 26.45-28.06 元（12PE33-35X），当前股价较股权激励授予价格（20.03 元）溢价约 3%，具一定安全边际，维持中长期“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	1,330.21	2,205	3,411	4,793	6,671
(+/-%)	29.86%	65.7%	54.7%	40.5%	39.2%
净利润(百万元)	201.47	216	297	395	543
(+/-%)	157.65%	7.4%	37.1%	33.3%	37.3%
每股收益 (元)	0.43	0.44	0.60	0.80	1.10
EBIT Margin	24.26%	17.1%	15.2%	14.8%	14.5%
净资产收益率 (ROE)	11.47%	11.1%	11.7%	14.4%	18.1%
市盈率 (PE)	48.90	47.6	34.7	26.1	19.0
EV/EBITDA	28.75	29.0	22.7	17.1	13.3
市净率 (PB)	5.61	5.28	4.06	3.77	3.43

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。

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	874	726	722	营业收入	2205	3411	4793	6671
应收款项	732	935	1182	1462	营业成本	1180	2013	2969	4252
存货净额	632	664	812	931	营业税金及附加	33	52	73	101
其他流动资产	448	693	974	1356	销售费用	417	557	701	911
流动资产合计	2278	3166	3694	4471	管理费用	198	270	341	441
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	39	26	23
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	5612	6500	7607	营业利润	353	490	657	908
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	221	284	349	利润总额	368	504	672	923
其他流动负债	737	1179	1661	2322	所得税费用	64	88	117	160
流动负债合计	1842	2550	3145	3871	少数股东损益	88	120	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	297	395	543
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	2638	3248	3974					
少数股东权益	375	435	515	625					
股东权益	1952	2538	2736	3008					
负债和股东权益总计	4228	5612	6500	7607					

现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	216	297	395	543
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)	(11)	(132)	(55)
其它	40	66	80	110
经营活动现金流	100	405	435	717
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)	(148)	(198)	(271)
其它融资现金流	460	233	50	0
融资活动现金流	242	553	(133)	(271)
现金净变动	(127)	408	(148)	(4)
货币资金的期初余额	594	466	874	726
货币资金的期末余额	466	874	726	722
企业自由现金流	(92)	(30)	137	455
权益自由现金流	387	183	145	395

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.44	0.60	0.80	1.10
每股红利	0.10	0.30	0.40	0.55
每股净资产	3.96	5.14	5.55	6.10
ROIC	14%	16%	18%	22%
ROE	11%	12%	14%	18%
毛利率	47%	41%	38%	36%
EBIT Margin	17%	15%	15%	14%
EBITDA Margin	19%	17%	17%	16%
收入增长	66%	55%	40%	39%
净利润增长率	7%	37%	33%	37%
资产负债率	54%	55%	58%	60%
息率	1.3%	1.4%	1.9%	2.6%
P/E	47.6	34.7	26.1	19.0
P/B	5.3	4.1	3.8	3.4
EV/EBITDA	29.0	22.7	17.1	13.3

资料来源：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

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 颢	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432			黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
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	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		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	朱少凌	0755-82130646	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	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
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	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	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	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		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 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@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