

业务持续向医药集中

事件

人福医药控股子公司湖北南湖当代学生公寓物业有限公司（公司持有其98.46%的股权）将持有的南湖当代学生公寓资产转让给中南民族大学。交易标的的转让价格为213,672,068.50元。

研究结论

● **本次资产转让对公司报表的影响**：南湖当代学生公寓项目于2002年投入使用，截至2010年12月31日，项目总投入达1.94亿元，南湖公寓总资产1.99亿元，净资产1.47亿元，向公司累计现金分红3,037.85万元。

(1) **现金流改善**：由于成本是过去累计投入的，而本次交易价格2.14亿预计将以现金形式流入，我们认为将进一步改善公司的资产结构，提高资金运营效率，利于公司拓展业务；(2) **收益确认**：预计扣除相关税费后本次交易将为公司实现约2,800万元的收益，但视公寓楼交付和验收进度，收益可能会逐步确认；(3) **后续影响**：学生公寓出售后将不再有该项目分红带来的投资收益或现金流入。

● **业务持续向医药集中**：公司已明确“集中发展医药产业，做细分市场的领导者”的发展战略，近年持续聚焦医药主业。公司2010年度已将持有的对武汉理工大学华夏学院的投资进行转让，由于该事项尚未获得国家教育行政部门批准，不满足股权转让的确认条件，预计在2012年能够确认约4000万收益；另外这几年公司会加快房地产开发进度，预计到2013年全部开发完后主业务中将不再有房地产业务；本次交易完成后公司业务中还有部分环保、金融等，预计公司会寻找合适的机会，继续向医药集中。

● **麻醉镇痛药龙头，开拓其余领域**：公司是麻醉镇痛药行业龙头，芬太尼、舒芬和瑞芬共占据行业60%以上的份额，预计随着高毛利的舒芬和瑞芬进一步替代其自身的芬太尼，以及对行业内其他产品如吗啡等产生一定替代，公司增长空间巨大。此外公司在医药行业开拓新的领域：(1) **血液制品**：收购武汉中原瑞德获得年产七十吨左右浆量的血液制品业务能力，对应年利润可能在2000万左右，预计未来还会继续收购并达到国内血液制品前列水平；(2) **出口**：公司设立cGMP软胶囊工厂，估计15亿粒产能已被订满，预计明年一季度即可销售，片剂、硬胶囊等其他剂型的cGMP项目，也正在设计规划中；(3) **高端原料药**：公司从事计生药业务积累了多年开发甾体原料药的经验，并充分利用湖北占世界总量约70%的黄姜资源，有望成为高端原料药领先企业。此外公司布局生物制药、发展医药商业，均有进入行业前列的潜力。

● **目前股价安全边际高**：目前股价为20.82元，比高管股权激励价格20.03元仅高出3.94%，我们认为当前股价是长期投资者介入的良好时机，预计公司未来将显著受益于在前述多个领域的发展。

● **盈利预测**：本次交易预计将给公司带来2,800万的一次性收益，视公寓楼交付和验收进度，收益可能会逐步确认。我们待明确收益的确认年份后，再适时调整盈利预测，维持预测2011-2013年每股收益为0.63元、0.81元和1.04元，维持公司买入评级。

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申明。



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 (维持)

股价(2011年12月19日) 20.82元

目标价格 28.00元

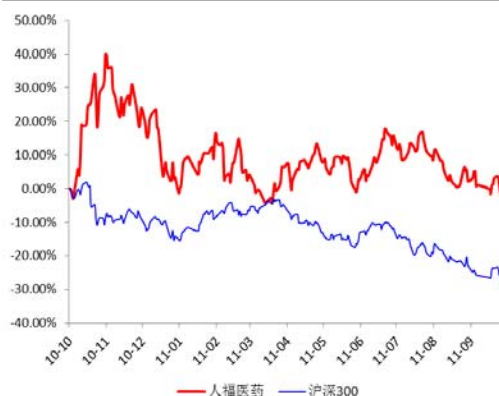
总股本/A股(百万股) 493/493

国家/地区 医药

行业 医药

报告发布日期 2011年12月20日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	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)	47.46	32.82	25.68	20.07
P/B (倍)	5.26	3.83	3.36	2.91

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务预测表

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	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	8.4%	9.8%	9.5%	9.4%
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	47.5	32.8	25.7	20.1
资本公积增加	(1)	416	-	-	P/B	5.3	3.8	3.4	2.9
其他	(137)	(82)	(71)	(72)	EV/EBITDA	24.6	18.3	14.5	11.8
现金净增加额	(127)	401	507	451					

资料来源：东方证券研究所预测

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