



医药/必需消费

人福医药 (600079)

整体平稳，医疗业务将继续拓展

丁丹 (分析师) 杨松 (研究助理)
0755-23976735 0755-23976734
dingdan@gtjas.com yangsong@gtjas.com
证书编号 S0880514030001 S0880114080037

本报告导读:

公司在麻醉药领域领先优势明显，继续处于销售调整期，其他多元化制药领域将继续深化整合，医疗领域持续拓展，整体保持平稳增长，维持谨慎增持评级。

投资要点:

整体经营平稳，维持谨慎增持评级。公司定位于“综合性药企+细分市场领导者”，公司医疗服务领域已起步，预计增发获批后可利用募集资金加快发展，但考虑到公司核心麻醉药业务（宜昌人福）处于销售调整期；其他多元化领域发展参差不齐，有待继续推进整合；下调 2014~2016 年 EPS 至 0.88（下调 0.12，12%）、1.10（下调 0.20，15%）、1.37（下调 0.29，17%）（未考虑增发摊薄），相应下调目标价至 29 元，维持谨慎增持评级。

业绩增速放缓，核心子公司麻药业务继续处于平稳调整期。公司 2014 年前三季度收入 50.4 亿元，增长 17.3%，净利润 3.28 亿元，同比增长 5.5%，低于市场普遍预期的 10% 以上增速。预计核心子公司宜昌人福收入增速仍有两位数，但受销售调整影响，费用投入较高，净利润增速只有约 7%。
多元化拓展进度参差不齐，继续推进整合。其他子公司：葛店人福受原料药降价影响净利润下降；血液制品业务因 GMP 改造影响净利润下降；武汉人福 GMP 改造完成后生产销售恢复；新疆维药、巴瑞医疗利润较快增长，公司已公告以 2970 万元增持新疆维药 14.85% 的股权，达到 69.85% 的股权，将进一步增强公司在维药领域的规模和竞争力；美国普克因研发投入较高继续亏损。

医疗服务领域继续拓展。公司已公告出资 2 亿设立全资子公司人福钟祥医疗管理有限公司，为钟祥人民医院提供管理服务，并投资建设人民医院新院区。公司未来将继续拓展医疗服务业务，在专科领域也有望取得建树。

风险提示：巴瑞医疗与罗氏诊断合作中止的风险，新业务拓展风险

财务摘要 (百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5,317	6,010	7,073	8,578	10,393
(+/-)%	47%	13%	18%	21%	21%
经营利润 (EBIT)	759	890	902	1,098	1,333
(+/-)%	38%	18%	1%	21%	21%
净利润	406	418	465	582	726
(+/-)%	35%	3%	11%	25%	25%
每股净收益 (元)	0.82	0.79	0.88	1.10	1.37
每股股利 (元)	0.68	0.64	0.44	0.55	0.69

利润率和估值指标	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营利润率 (%)	14.7%	15.3%	13.1%	13.1%	13.0%
净资产收益率 (%)	13.4%	9.6%	10.2%	12.0%	13.9%
投入资本回报率 (%)	14.3%	11.5%	11.1%	12.7%	14.9%
EV/EBITDA	18.5	15.4	14.1	11.6	9.6
市盈率	33.8	32.9	29.6	23.6	18.9
股息率 (%)	2.6%	2.5%	1.7%	2.1%	2.6%

评级: **谨慎增持**

上次评级: 谨慎增持

目标价格: **29.00**

上次预测: 32.00

当前价格: 25.96

2014.11.19

交易数据

52 周内股价区间 (元)	22.89-31.49
总市值 (百万元)	13,727
总股本/流通 A 股 (百万股)	529/506
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	96%
日均成交量 (百万股)	9.33
日均成交值 (百万元)	258.92

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	4,613
每股净资产	8.72
市净率	3.0
净负债率	51.96%

EPS (元)	2013A	2014E
Q1	0.17	0.18
Q2	0.25	0.26
Q3	0.17	0.19
Q4	0.20	0.26
全年	0.79	0.88

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-8%	-6%	3%
相对指数	-13%	-15%	-8%

相关报告

《利润增速略低于预期，服务延伸有新进展》
2014.08.15

《内生增长平稳，外延整合加快》2014.03.27

《收入大幅增长，未来成长确定》2011.10.24

《聚焦医药主业，收购与出口共筑成长空间》
2011.03.29

《股权激励方案点评》2011.02.21

模型更新时间: 2014.11.19

股票研究

必需消费
医药

人福医药 (600079)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: 29.00

上次预测: 32.00

当前价格: 25.96

公司网址

www.humanwell.com.cn

公司简介

公司是以房地产, 生殖健康, 医药为主要产业的集团公司。

公司已拥有雄厚的技术资源和很强的高新技术产品研制、开发和生产能力, 公司所属的五家药品生产企业厂房建设和药品的生产流程全部按照国家卫生部 GMP 标准实施, 公司配有国内外先进的生产及检测设备, 为产品的高品质提供了坚实有力的保证。

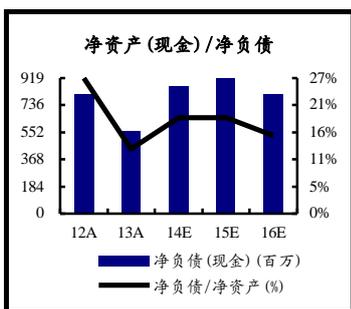
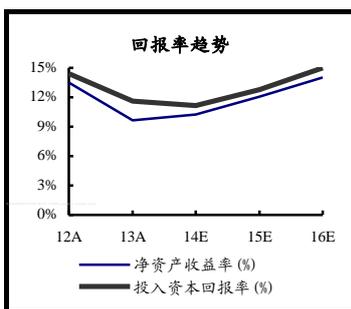
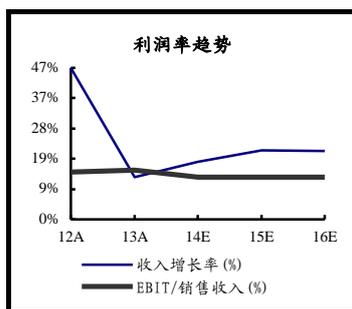
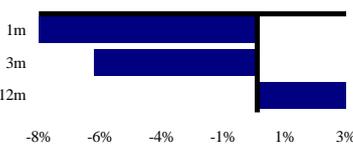
52 周价格范围 22.89-31.49

市值 (百万) 13,727

财务预测 (单位: 百万元)

	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
损益表					
营业总收入	5,317	6,010	7,073	8,578	10,393
营业成本	3,199	3,515	4,259	5,199	6,328
税金及附加	108	44	51	62	75
销售费用	836	1,030	1,239	1,497	1,807
管理费用	415	532	622	721	850
EBIT	759	890	902	1,098	1,333
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	53	17	17	17	17
财务费用	-136	-167	-158	-164	-161
营业利润	631	743	759	949	1,188
所得税	133	169	118	148	183
少数股东损益	157	183	206	255	313
净利润	406	418	465	582	726
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	938	1,206	1,000	1,000	952
其他流动资产	3,577	4,107	4,844	5,606	6,468
长期投资	411	570	620	670	720
固定资产合计	1,629	2,333	2,706	2,948	3,157
无形及其他资产	1,306	1,490	1,467	1,444	1,420
资产合计	7,861	9,707	10,637	11,668	12,717
流动负债	3,173	3,439	4,035	4,647	5,176
非流动负债	1,038	1,187	1,187	1,187	1,187
股东权益	3,022	4,342	4,574	4,865	5,228
投入资本(IC)	5,578	6,861	7,260	7,682	7,739
现金流量表					
NOPLAT	631	716	784	952	1,152
折旧与摊销	89	127	223	278	312
流动资金增量	430	264	142	149	333
资本支出	633	759	600	500	500
自由现金流	1,783	1,867	1,749	1,879	2,297
经营现金流	-791	354	573	787	1,025
投资现金流	102	-918	-650	-550	-550
融资现金流	858	832	-129	-237	-524
现金流净增加额	170	268	-206	0	-48
财务指标					
成长性					
收入增长率	46.8%	13.0%	17.7%	21.3%	21.2%
EBIT 增长率	37.6%	17.6%	0.8%	21.2%	20.9%
净利润增长率	35.2%	2.9%	11.2%	25.3%	24.8%
利润率					
毛利率	37.8%	40.8%	39.1%	38.7%	38.4%
EBIT 率	14.7%	15.3%	13.1%	13.1%	13.0%
净利润率	7.6%	7.0%	6.6%	6.8%	7.0%
收益率					
净资产收益率(ROE)	13.4%	9.6%	10.2%	12.0%	13.9%
总资产收益率(ROA)	5.2%	4.3%	4.4%	5.0%	5.7%
投入资本回报率(ROIC)	14.3%	11.5%	11.1%	12.7%	14.9%
运营能力					
存货周转天数	85	93	91	72	53
应收账款周转天数	63	77	57	57	57
总资产周转天数	532	581	541	490	440
净利润现金含量	-3.18	1.51	2.22	2.41	2.48
资本支出/收入	11.9%	12.6%	8.5%	5.8%	4.8%
偿债能力					
资产负债率	53.6%	47.7%	49.1%	50.0%	50.0%
净负债率	26.8%	12.8%	18.9%	18.9%	15.4%
估值比率					
PE	33.8	32.9	29.6	23.6	18.9
PB	4.5	3.2	3.0	2.8	2.6
EV/EBITDA	18.5	15.4	14.1	11.6	9.6
P/S	2.6	2.3	1.9	1.6	1.3
股息率	2.6%	2.5%	1.7%	2.1%	2.6%

绝对价格回报 (%)



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于作者的职业理解, 本报告清晰准确地反映了作者的研究观点, 力求独立、客观和公正, 结论不受任何第三方的授意或影响, 特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司(以下简称“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。本报告仅在相关法律许可的情况下发放, 并仅为提供信息而发放, 概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料, 本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时, 本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。在任何情况下, 本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下, 本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利, 不与投资者分享投资收益, 也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。投资者务必注意, 其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此, 投资者应注意, 在法律许可的情况下, 本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下, 本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险, 投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素, 亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前, 如有需要, 投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的, 需在允许范围内使用, 并注明出处为“国泰君安证券研究”, 且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构(以下简称“该机构”)发送本报告, 则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议, 本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准, 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价(或行业指数)的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt.jaresearch@gt.jas.com		