

医药生物

2014年12月10日

人福医药 (600079)

——医疗服务，人福是真干了！！

报告原因：有信息公布需要点评

增持

维持

市场数据:	2014年12月09日
收盘价(元)	26.1
一年内最高/最低(元)	31.49/22.89
上证指数/深证成指	2856/10117
市净率	3.0
息率(分红/股价)	0.46
流通A股市值(百万元)	13205

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据:	2014年09月30日
	8.72
资产负债率%	51.65
总股本/流通A股(百万)	529/506
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势:



相关研究

《人福医药(600079)2014年三季度点评——收入与净利润稳定增长,期待医疗服务业务重点突破》

2014/10/30

《人福医药(600079)——业绩基本符合预期,医疗服务业务拓展取得重要进展》 2014/08/15

证券分析师

罗佳荣 A0230513070006
luojr@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818x7456
zhouzi@swsresearch.com

地址:上海市南京东路99号
电话:(8621)23297818
上海申银万国证券研究所有限公司

<http://www.swsresearch.com>

盈利预测:

单位:百万元、元、%、倍

	营业收入	增长率	净利润	增长率	每股收益	毛利率	净资产收益率	市盈率	EV/EBITDA
2013	6010	13	418	3	0.79	41.5	9.6	33	155
14Q1-3	5043	17	328	6	0.62	41.6	7.1		
2014E	7210	20	462	11	0.87	39.9	9.6	30	14
2015E	8706	21	572	24	1.08	39.9	10.6	24	12
2016E	10547	21	712	24	1.35	40.0	11.7	19	10

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的ROE；

投资要点:

事件:公司发布公告,拟出资2亿设立老河口市人福医疗管理有限公司,将以此为平台,为老河口市第一人民医院提供管理服务,并投资建设老河口市第一人民医院新院区。

● **医疗服务,人福是真干了!** 国家近年陆续出台鼓励和引导社会资本参与举办医疗机构或参与部分公立医院改制政策文件,2013年湖北省发布《湖北省深化医药卫生体制改革2013年主要工作安排》,明确“积极推进公立医院改革,公立资源比较丰富的城市,可引导社会资本以多种方式参与公立医院改革”。国家与湖北省两级政府为公司涉足医疗产业奠定良好的社会基础。2013年公司成立专门的部门和团队,对全省公立医院进行排查摸底,提出计划未来3-5年在湖北省内布局20家医院的战略目标,应该说:医疗服务,人福是真干了!

● **人福公立医院合作模式,现行政策环境下的可行方式。** 8月15日,公司公告出资2亿设立人福钟祥医疗服务管理有限公司,12月9日公告出资2亿设立老河口市人福医疗管理有限公司,合作对象分别是钟祥市人民医院和老河口市第一人民医院。人福公立医院合作模式是:在不涉及公立医院产权和职工事业单位编制的前提下,公司投入资金和资源为公立医院改善医疗硬件设施,提升公立医院服务能力和经营水平,取得合理的租赁收入,同时优先获得对目标医院药品、医疗器械、耗材的供应链服务。我们认为,人福公立医院合作模式是现行政策环境下的可行方式。

● **人福公立医院合作中期盈利点多,合作模式可拓展性强。** 人福公立医院合作模式赢利点:短期即可取得可观的租赁费收入和供应链管理利益;中期利用合作医院在当地的口碑,配套建设营利性的月子中心、康复中心和辅助生殖中心等;中长期政府在公立医院产权和职工事业单位等公立医院改制核心问题有所突破后,直接收购合作医院产权。人福公立医院合作模式可拓展性较强:县级公立医院具备较强的改善医疗服务硬件设施意愿,地方政府财政普遍受限,人福先期投入一定资金改善硬件设施对地方政府、医院都有很强的吸引力。

● **布局医疗服务具备产业链优势,人福医疗服务值得重点推荐。** 人福比较强大的工业与医药商业产业资源,与医疗服务具有产业链协同优势。具备一定的医疗资源和病员基础后,通过联合大医院合作模式有望很好解决优质医师资源问题。我们维持2014-2016年盈利预测0.87元、1.08元、1.35元,同比增长11%、24%、24%,对应预测市盈率分别为30倍、24倍、19倍,预计对大股东及高管定增将很快获得证监会批准,维持增持评级。

本公司不持有或交易股票及其衍生品,在法律许可情况下可能为或争取为本报告提到的公司提供财务顾问服务;本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的上市公司所发行的证券或投资标的,持有比例可能超过已发行股份的1%,还可为或争取为这些公司提供投资银行服务。本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询。客户应全面理解本报告结尾处的“法律声明”。

合并损益表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	6,010	7,210	8,706	10,547
麻醉药	1,363	1,500	1,799	2,159
妇科计生用药	396	475	570	684
新疆维药	221	331	496	745
医药商业	2,173	2,716	3,259	3,911
营业总成本	5,284	6,371	7,662	9,244
营业成本	3,515	4,337	5,229	6,323

营业税金及附加	44	52	63	77
销售费用	1,030	1,182	1,428	1,730
管理费用	532	649	775	939
财务费用	167	136	142	146
资产减值损失	(3)	15	25	31
公允价值变动损益	0	0	0	0
投资收益	17	14	14	14
营业利润	743	853	1,058	1,316
营业外收支	27	0	0	0
利润总额	770	853	1,058	1,316
所得税	169	188	234	292
净利润	601	665	824	1,024
少数股东损益	183	203	251	313
归属于母公司所有者的净利润	418	462	572	712

资料来源:申万研究

合并现金流量表

百万元	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	601	665	824	1,024
加: 折旧摊销减值	127	124	134	140
财务费用	167	136	142	146
非经营损失	(23)	(14)	(14)	(14)
营运资本变动	(393)	(380)	(477)	(587)
其它	0	0	0	0
经营活动现金流	498	531	609	709
资本开支	909	220	32	0
其它投资现金流	(436)	14	14	14
投资活动现金流	(1,369)	(206)	(18)	14
吸收投资	1,027	0	0	0
负债净变化	420	(18)	92	92
支付股利、利息	337	136	142	146
其它融资现金流	13	0	0	0
融资活动现金流	1,123	(154)	(50)	(54)
净现金流	249	170	541	669

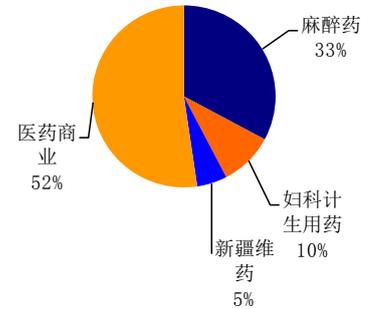
资料来源:申万研究

关键假设

	2013	2014E	2015E	2016E
麻醉药收入增速	26%	10%	20%	20%
计生用药收入增速	-1%	20%	20%	20%
新疆维药收入增速	32%	50%	50%	50%
毛利率	42%	40%	40%	40%
销售费用率	17%	16%	16%	16%
管理费用率	9%	9%	9%	9%
财务费用	167	136	142	146

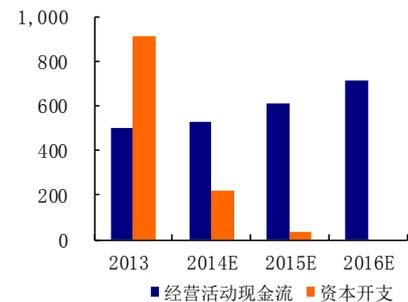
收入结构

2013年收入结构



成本结构

资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

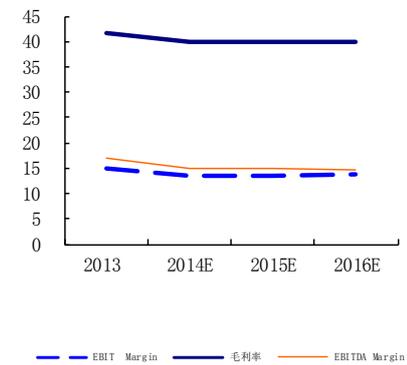
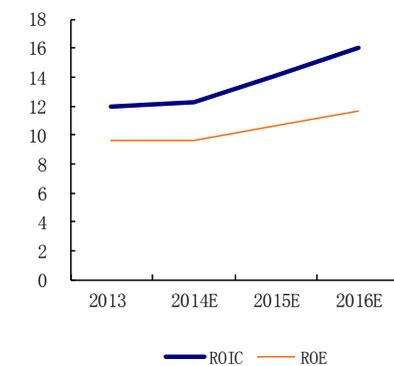
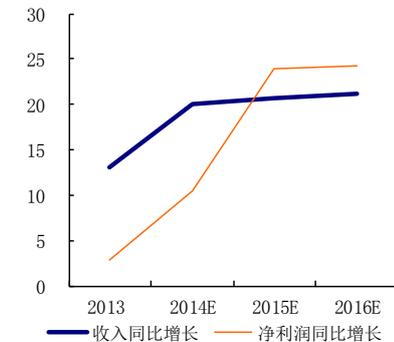
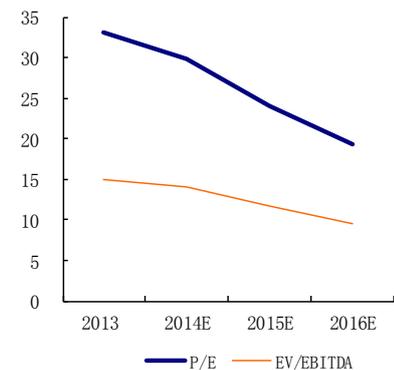
百万元	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5,313	6,082	7,329	8,865
现金及等价物	1,206	1,377	1,917	2,587
应收款项	3,197	3,577	4,050	4,632
存货净额	910	1,129	1,362	1,647
其他流动资产	0	0	0	0
长期投资	570	570	570	570
固定资产	2,333	2,445	2,368	2,259
无形资产及其他资产	1,490	1,490	1,490	1,490
资产总计	9,707	10,588	11,757	13,185
流动负债	3,439	3,564	3,818	4,129
短期借款	1,304	1,194	1,194	1,194
应付款项	1,011	1,245	1,499	1,810
其它流动负债	800	800	800	800
非流动负债	1,187	1,279	1,371	1,463
负债合计	4,627	4,843	5,189	5,592
股本	529	529	529	529
资本公积	2,047	2,047	2,047	2,047
盈余公积	167	175	185	198
未分配利润	1,599	2,053	2,615	3,314
少数股东权益	738	941	1,192	1,505
股东权益	5,080	5,745	6,569	7,593
负债和股东权益合计	9,707	10,588	11,757	13,185

资料来源:申万研究

重要财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
每股指标(元)				
每股收益	0.79	0.87	1.08	1.35
每股经营现金流	0.94	1.00	1.15	1.34
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	8.21	9.09	10.17	11.51
关键运营指标(%)				
ROIC	12.0	12.3	14.0	16.0
ROE	9.6	9.6	10.6	11.7
毛利率	41.5	39.9	39.9	40.0
EBITDA Margin	17.0	15.0	14.9	14.8
EBIT Margin	14.9	13.5	13.6	13.7
收入同比增长	13.0	20.0	20.8	21.1
净利润同比增长	2.9	10.5	24.0	24.3
资产负债率	47.7	45.7	44.1	42.4
净资产周转率	1.38	1.50	1.62	1.73
总资产周转率	0.62	0.68	0.74	0.80
有效税率	22.4	22.4	22.4	22.4
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)				
P/E	33.0	29.9	24.1	19.4
P/B	3.2	2.9	2.6	2.3
EV/Sale	2.5	2.1	1.7	1.4
EV/EBITDA	14.9	14.1	11.6	9.5

资料来源:申万研究

经营利润率(%)

投资回报率趋势(%)

收入与利润增长趋势(%)

相对估值(倍)


信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

本公司在知晓范围内履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及关联公司持股情况。

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 买入 (Buy) : 相对强于市场表现 20%以上；
- 增持 (Outperform) : 相对强于市场表现 5%~20%；
- 中性 (Neutral) : 相对市场表现在-5%~+5%之间波动；
- 减持 (Underperform) : 相对弱于市场表现5%以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 看好 (Overweight) : 行业超越整体市场表现；
- 中性 (Neutral) : 行业与整体市场表现基本持平；
- 看淡 (Underweight) : 行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数 : 沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（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客户。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。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、价值及投资收入可能会波动。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。

本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

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。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

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。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。市场有风险，投资需谨慎。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。