

复星医药(600196)：投资收益增厚利润、内生性增长持续可期

行业分类：医药

2011. 09. 06

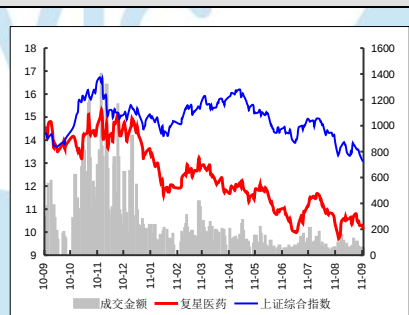
研究员：张绍坤
 (执业证书编号：S0640511010008)
 联系人：刁志学, 沈文文
 电话：0755-83520492、83688575
 Email: diaozhixue@163.com

6个月目标价	13.00
当前股价	10.04
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2470.52
总股本(亿)	19.04
流通A股(亿)	19.00
流通A股市值(亿)	190.72
总市值(亿)	191.20
ROE	9.71%
资产负债率	46.41%
动态市盈率	15.45
动态市净率	2.06

近一年股价表现



事件回顾：

2011年中报显示：1-6月公司实现营业收入310,250.71万元，同比增长41.35%；公司实现营业利润112,716.11万元、利润总额124,298.86万元和归属于上市公司股东的净利润86,669.97万元，分别较2010年同期增长45.77%、56.32%和57.17%。

投资要点：

◆ 业绩增长迅速

► 报告期内，公司药品制造与研发业务呈现快速增长，营业收入177,330.74万元，同比增长了28.73%，毛利率为44.09%，同比上升了1.8个百分点；实现分部利润总额43,375.35万元，同比增长了49.67%，主要系核心企业重庆药友、江苏万邦、湖北新生源和桂林南药的制剂业务的快速增长所致，除此之外，公司还通过控股大连雅立峰积极进入行业壁垒较高的疫苗行业，预计雅立峰并表后将驱动公司营业收入的进一步增长。

► 公司药品分销与零售业务实现营业收入72,343.42万元，同比增长了34.71%，毛利率为23.31%，同比下降了1.16个百分点；扣除国药控股增发影响后实现分部利润总额27,958.98万元，同比增长了31.01%。报告期内，公司进一步加强了药品零售业务的拓展，品牌零售药房复美大药房、金象大药房等继续保持区域市场的领先地位。

► 报告期内，公司通过与美中互利业务重组，医疗器械业务实现快速增长，并以美中互利为基点，积极推动“和睦家”医院(United Family Hospital)和诊所网络的发展和布局，也带来了医疗服务业务的快速增长。复星长征及新购并的亚能生物则带动了诊断业务的快速增长，医疗器械及服务的营业收入共计52,099.41万元，同比增长了153.37%，毛利率为16.79%，同比上升了8.76个百分点；实现分部利润总额2,943.04万元。

◆ 投资收益增厚利润

报告期内，公司旗下参股投资的国药控股今年5月完成H股配售，摊薄了公司股权，公司对国药控股的权益比例由34%下降至32.05%，一次性产生了5.04亿元的投资收益，计入公司当期损益。

◆ 内生性增长持续可期

长期以来，公司通过股权投资的方式实现快速增长，并坚持以医药工业为主，仿创结合，持续加大研发方面的投入，积极提高研发能力，上半年在研新药 101 项，且公司重点研发项目取得阶段性进展，共包括匹伐他汀钙和复方青蒿琥酯/阿莫地喹片等 5 个品种获得生产批件。

投资评级：

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.65 元、0.50 元、0.61 元，对应的动态市盈率分别为 15.45、20.08、16.46 倍，考虑到公司未来的制药工业的内部整合以及工业并购所带来的业绩快速增长，我们给予公司 20 倍的 PE，目标价 13.00 元，买入评级。

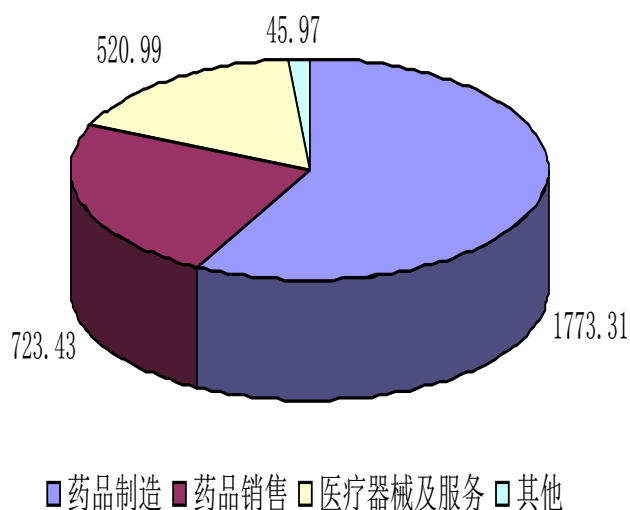
投资风险：

药品降价的风险，工业并购的不确定性，新品上市的进度低于预期。

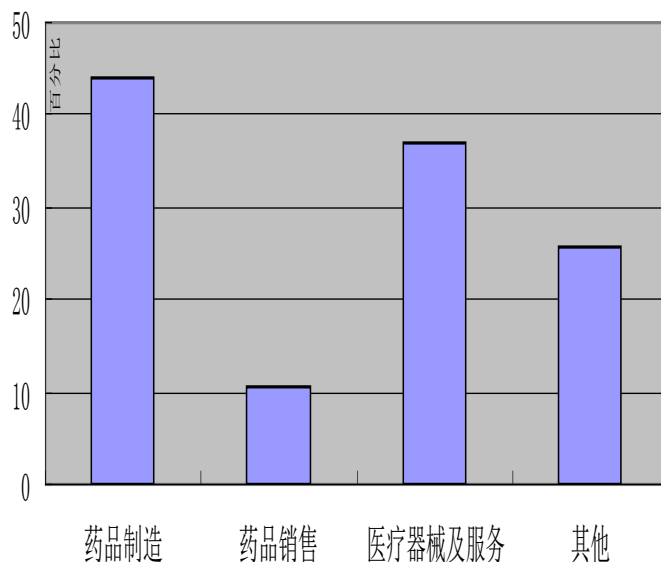


图表 1：2011 年 1-6 月公司各项业务的营业收入和毛利率情况

2011年1-6月公司各项业务的营业收入情况（单位：百万元）



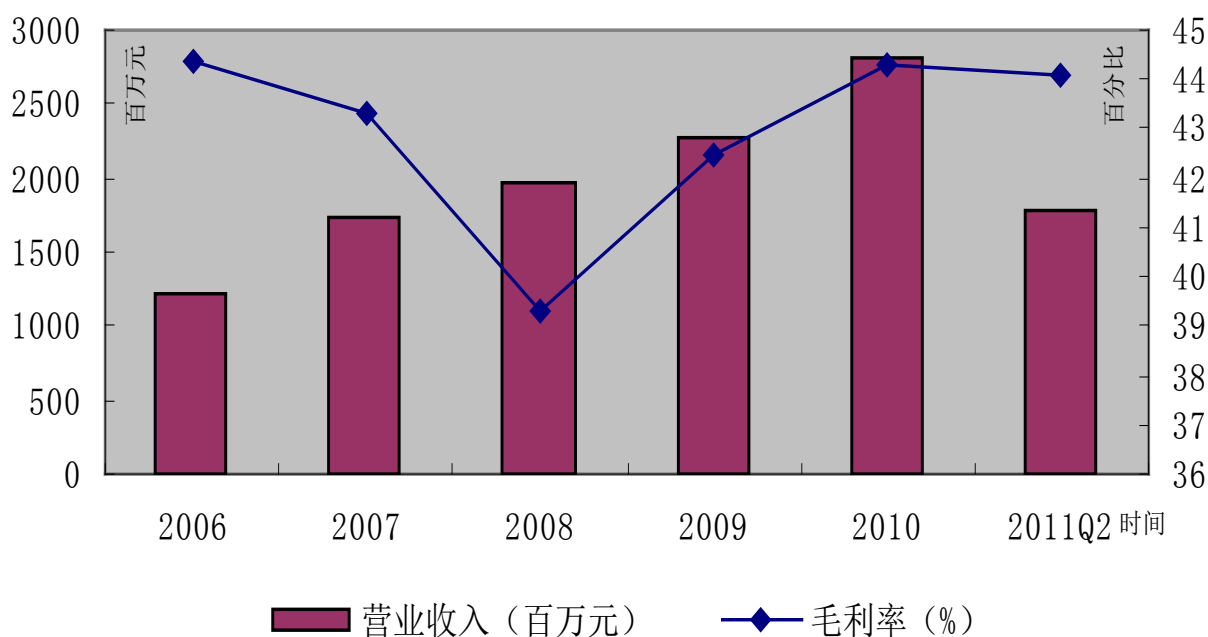
2011年1-6月公司各项业务的毛利率情况 (%)



数据来源：中航证券研究所，wind

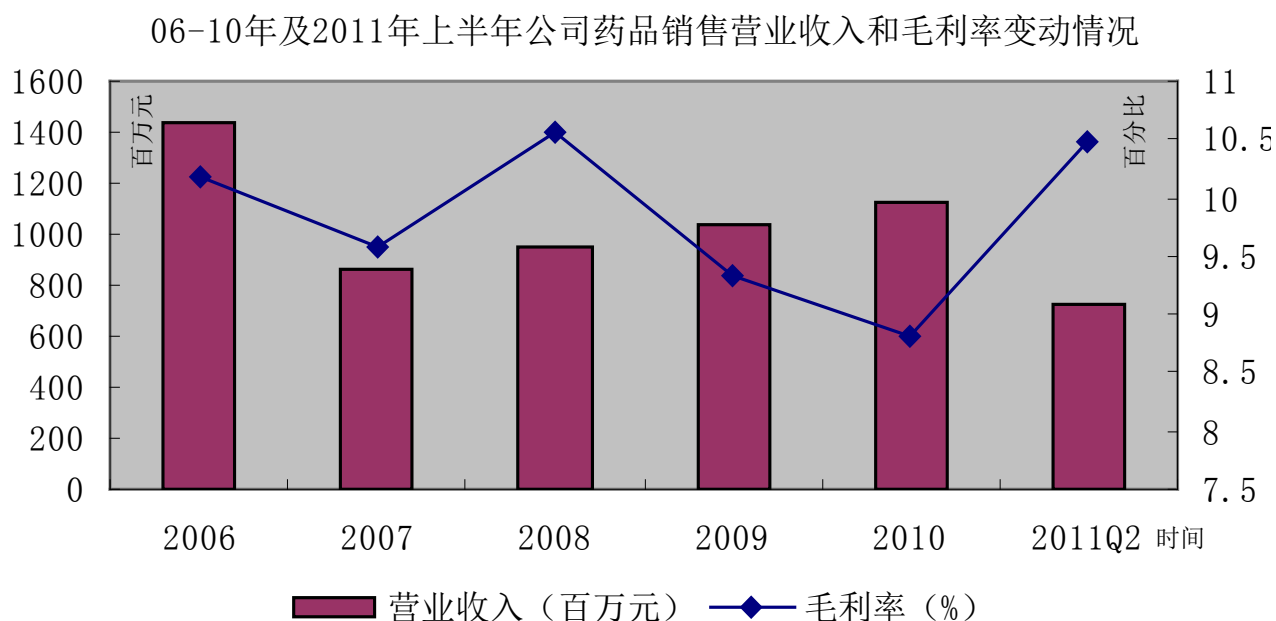
图表 2：2006-2010 年及 2011 年上半年公司药品制造营业收入和毛利率变动情况

06-10年及2011年上半年公司药品制造营业收入和毛利率变动情况



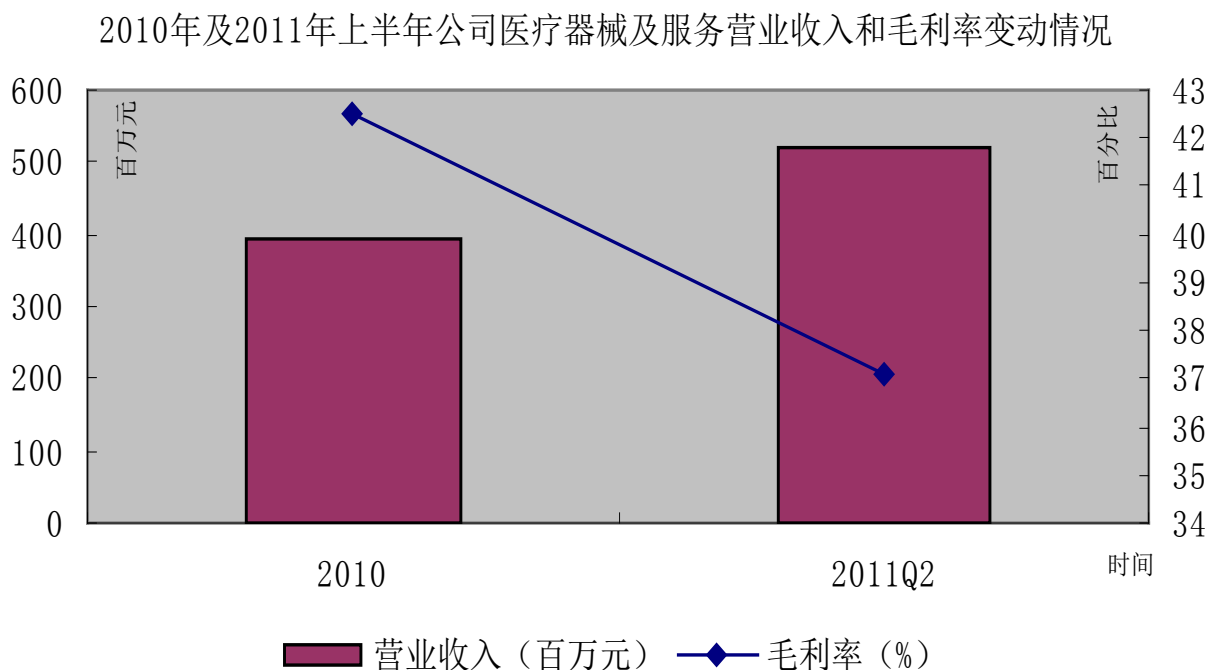
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 3：2006-2010 年及 2011 年上半年公司药品销售营业收入和毛利率变动情况



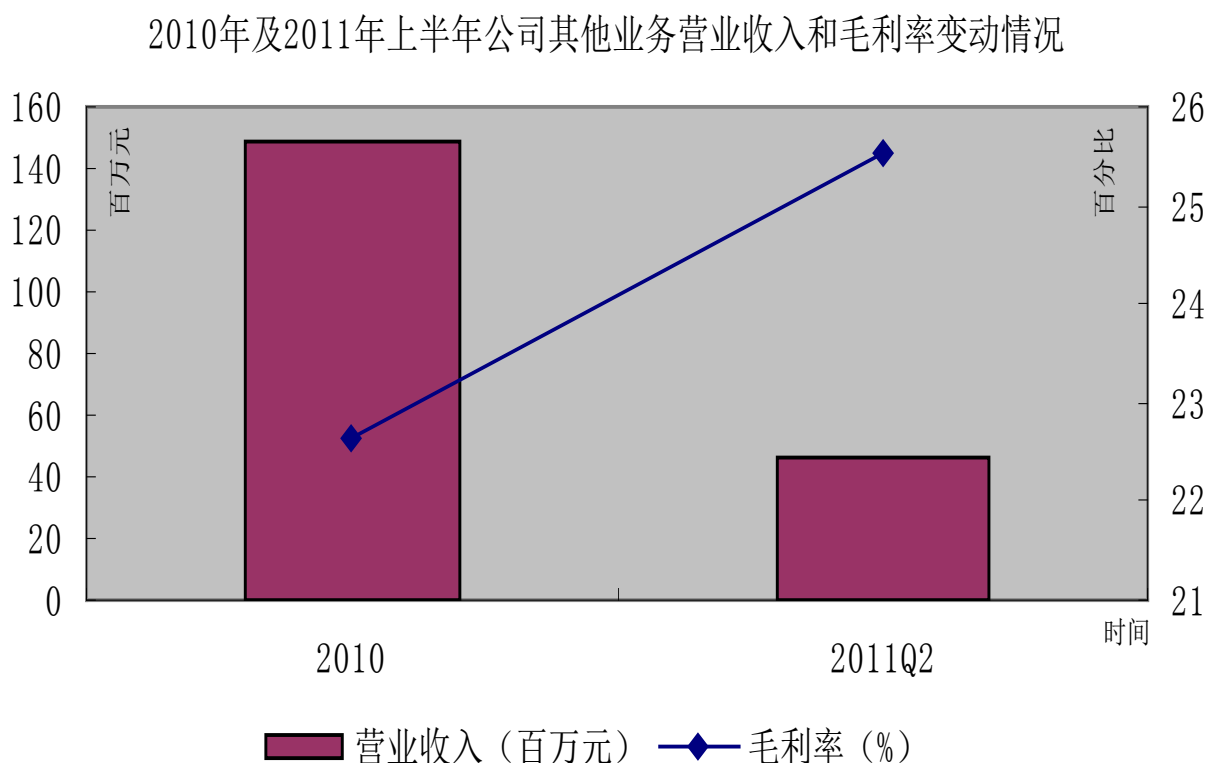
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 4：2010 年及 2011 年上半年公司医疗器械及服务营业收入和毛利率变动情况



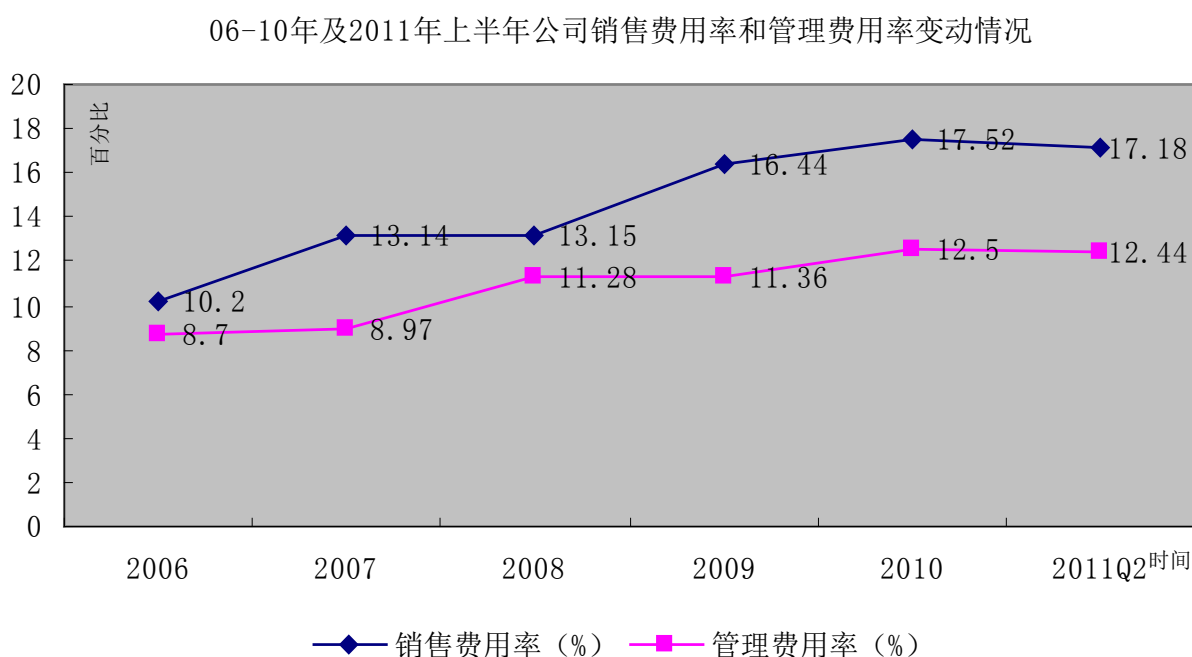
数据来源：中航证券研究所，wind

图表 5：2010 年及 2011 年上半年公司其他业务营业收入和毛利率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

图表 6：2006-2010 年及 2011 年上半年公司销售费用率和管理费用率变动情况



数据来源：中航证券研究所，wind

图表 7: 公司分产品营业收入及主要财务预测

	08A	09A	10A	11E	12E	13E
药品制造						
营业收入(百万元)	1980.35	2275.22	2812.36	3690.41	4631.83	5795.81
增加额(百万元)	253.08	294.87	537.14	878.05	941.42	1163.98
增长幅度(%)	14.65	14.89	23.61	31.22	25.52	25.13
毛利率(%)	39.33	42.48	44.27	43.25	42.73	43.17
药品销售						
营业收入(百万元)	952.49	1039.96	1130.26	1441.29	1792.24	2179.72
增加额(百万元)	90.63	87.47	90.30	311.03	350.95	387.48
增长幅度(%)	10.52	9.18	8.68	27.52	24.35	21.62
毛利率(%)	10.55	9.33	8.82	9.96	9.66	10.16
医疗器械及服务						
营业收入(百万元)	--	--	393.59	997.25	1213.95	1418.50
增加额(百万元)	--	--	393.59	603.66	216.70	204.55
增长幅度(%)	--	--	--	153.37	21.73	16.85
毛利率(%)	--	--	42.50	36.45	37.11	36.81
其他						
营业收入(百万元)	--	--	148.31	96.62	108.54	121.29
增加额(百万元)	--	--	148.31	-51.69	11.92	12.75
增长幅度(%)	--	--	--	-34.85	12.33	11.75
毛利率(%)	--	--	22.65	25.21	24.87	24.82
其他假设						
销售费用/营业收入(%)	13.15	16.44	17.52	17.21	17.17	17.11
管理费用/营业收入(%)	11.28	11.36	12.50	12.47	12.33	12.21
税率(%)	8.94	21.45	16.77	18.56	17.96	18.16

数据来源: 中航证券研究所, 公司年报

图表 8：盈利预测表

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	5938	6641	7365	8473	营业收入	4555	6324	7870	9668
现金	3344	3775	3656	4509	营业成本	2985	4163	5119	6339
应收账款	837	936	1302	1472	营业税金及附加	27	44	51	58
其他应收款	200	98	271	198	营业费用	798	1088	1351	1654
预付账款	149	197	171	176	管理费用	570	789	970	1180
存货	934	955	1442	1540	财务费用	163	134	115	82
其他流动资产	474	680	523	578	资产减值损失	101	97	91	94
非流动资产	10882	13828	12504	12839	公允价值变动收益	45	37	29	34
长期投资	6804	8842	7713	7932	投资净收益	1182	1615	1127	1316
固定资产	1313	1340	1260	1125	营业利润	1140	1662	1327	1611
无形资产	527	678	856	1048	营业外收入	69	126	96	86
其他非流动资产	2239	2969	2675	2735	营业外支出	8	8	10	9
资产总计	16820	20469	19869	21312	利润总额	1202	1779	1414	1688
流动负债	3704	4359	3764	3753	所得税	202	330	254	307
短期借款	1774	1933	1433	1453	净利润	1000	1449	1160	1382
应付账款	727	815	766	776	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1202	1611	1566	1525	归属母公司净利润	864	1246	946	1160
非流动负债	3723	5428	4423	4652	EBITDA	1459	1968	1631	1890
长期借款	1772	1772	1772	1772	EPS (元)	0.45	0.65	0.50	0.61
其他非流动负债	1951	3655	2651	2880	主要财务比率				
负债合计	7427	9787	8187	8405	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	970	1173	1386	1608	成长能力				
股本	1904	1904	1904	1904	营业收入	17.6%	38.8%	24.4%	22.9%
资本公积	1829	1829	1829	1829	营业利润	-64.5%	45.7%	-20.1%	21.4%
留存收益	4693	5749	6504	7474	归属于母公司净利润	-65.4%	44.3%	-24.1%	22.6%
归属母公司股东权益	8423	9509	10296	11299	获利能力				
负债和股东权益	16820	20469	19869	21312	毛利率(%)	34.5%	34.2%	35.0%	34.4%
现金流量表					净利率(%)	19.0%	19.7%	12.0%	12.0%
单位: 百万元					ROE(%)	10.3%	13.1%	9.2%	10.3%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	36.3%	47.9%	28.2%	31.3%
经营活动现金流	203	30	-793	175	偿债能力				
净利润	1000	1449	1160	1382	资产负债率(%)	44.2%	47.8%	41.2%	39.4%
折旧摊销	156	172	189	197	净负债比率(%)	48.51%	39.96%	42.25%	40.41%
财务费用	163	134	115	82	流动比率	1.60	1.52	1.96	2.26
投资损失	-1182	-1615	-1127	-1316	速动比率	1.34	1.30	1.56	1.83
营运资金变动	-124	61	-1146	-206	营运能力				
其他经营现金流	190	-171	16	37	总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.47
投资活动现金流	-264	-1216	2377	795	应收账款周转率	6	7	7	7
资本支出	339	0	-0	0	应付账款周转率	5.03	5.40	6.48	8.23
长期投资	-262	2502	-1380	273	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-187	1286	997	1068	每股收益(最新摊薄)	0.45	0.65	0.50	0.61
筹资活动现金流	1822	1618	-1704	-117	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.02	-0.42	0.09
短期借款	692	159	-501	20	每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.99	5.41	5.93
长期借款	488	0	0	0	估值比率				
普通股增加	667	0	0	0	P/E	22.14	15.34	20.21	16.48
资本公积增加	674	0	0	0	P/B	2.27	2.01	1.86	1.69
其他筹资现金流	-698	1460	-1203	-137	EV/EBITDA	9	6	8	7
现金净增加额	1758	432	-119	853					

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。