

复星医药 (600196): 营业收入快速增长, 销售净利率下滑

行业分类: 医药

2011. 11. 07

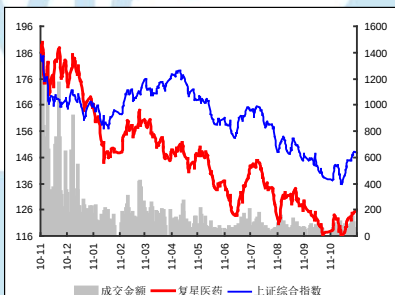
研究员: 张绍坤
(执业证书编号: S0640511010008)
联系人: 刁志学, 沈文文
电话: 0755-83520492、83688575
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	13.00
当前股价	9.98
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2528.30
总股本 (亿)	19.04
流通 A 股 (亿)	19.00
流通 A 股市值 (亿)	189.62
总市值 (亿)	190.02
ROE	11.64%
资产负债率	46.54%
动态市盈率	15.35
动态市净率	1.93

近一年股价表现



事件回顾:

2011 年三季报显示, 公司三季度的营业收入为 153,000.44 万元, 同比增长 34.92%; 营业利润 26,490.26 万元, 同比增长 22.75%; 归属于母公司所有者的净利润 20,084.68 万元, 同比增长 7.65%。截至本报告期末, 公司的营业收入为 46,3251.15 万元, 同比增长 42.24%; 营业利润 139,206.37 万元, 同比增长 40.75%; 归属于母公司所有者的净利润为 106,754.66 万元, 同比增长 44.65%。

投资要点:

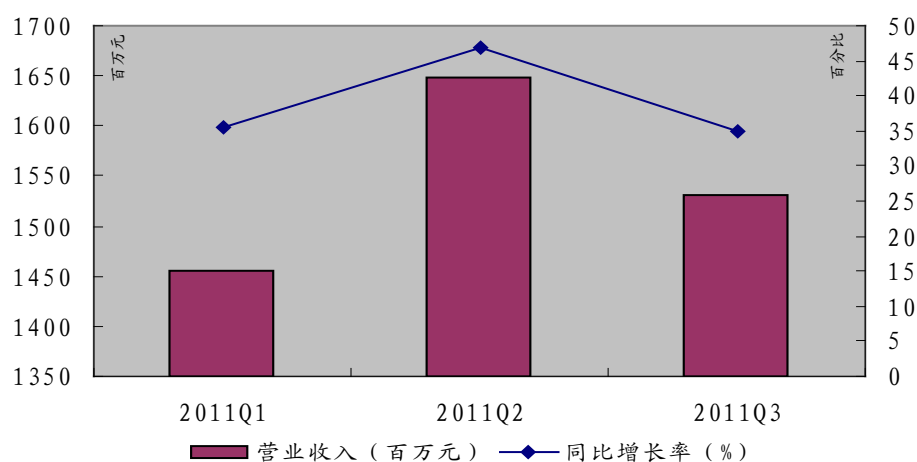
- ◆ 营业收入继续保持高速增长。报告期内, 公司业绩继续保持高速增长, 这一方面是由于公司药品零售业务的拓展, 另一方面则是由于制药工业的快速增长所推动。
- ◆ 费用大幅增加。公司三季度的销售费用、管理费用和财务费用分别为 29,423.09 万元、20,790.49 万元和 6,889.21 万元, 同比分别增长了 50.83%、39.90% 和 116.84%。销售费用的增加主要是由于公司报表合并范围的扩大及销售队伍人员规模规模的扩大、市场推广力度的加强。管理费用的增加是由于合并范围的变化及应付职工薪酬的增加所致。财务费用的增加归因于公司应付债券的增加及利率的上浮。截至三季度末, 公司的应付债券的规模达到了 256,415.01 万元, 同比增长了 160.04%。
- ◆ 受让锦州奥鸿药业。公司于 8 月 30 日拟定受让锦州奥鸿药业。奥鸿药业主要经营小容量注射剂、硬胶囊剂、片剂、凝胶剂 (眼用及无菌制剂)、冻干粉针剂生产; 中药提取等。预计受让后能够丰富公司的产品结构, 提升公司在生物制药领域的竞争能力。
- ◆ 发行公司债券获证监会审批通过。公司拟分期发行不超过 30 亿元的债券, 期限为 3 年以上, 可以为单一年限品种, 也可以是多种期限, 债券票面利率和还本付息方式以及具体的上市方案等细节依据市场行情及公司的资金需求情况而定。10 月 24 日, 证监会批准了公司发行公司债券的申请。发行公司债券, 丰富了公司的资金来源, 有利于公司在股权收购业务上大展拳脚。

投资评级:

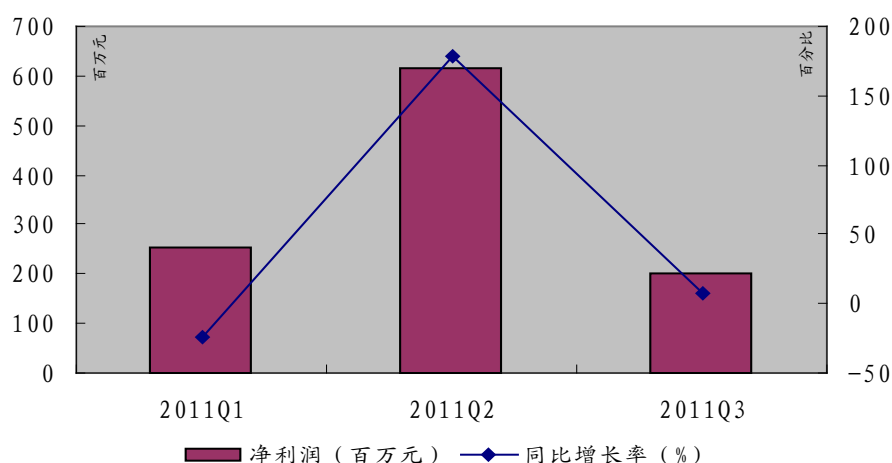
我们维持之前的估值水平, 预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.65 元、0.50 元、0.61 元, 对应的动态市盈率分别为 15.35 倍、19.96 倍和 16.36 倍, 考虑到公司未来的工业并购所能够带来的业绩高增长, 我们给予公司 20 倍的 PE, 目标价 13.00 元, 维持买入评级。

投资风险:

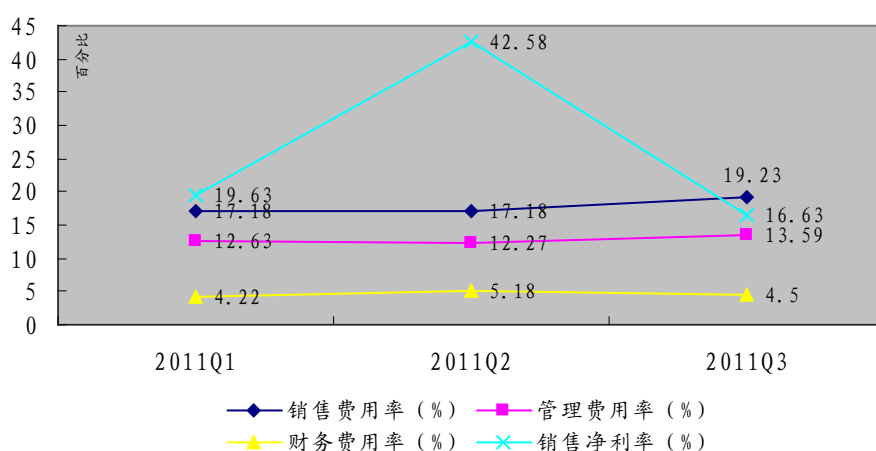
药品降价的风险, 工业收购的不确定性, 新品上市的进度低于预期。

图表 1：2011 年公司单季度的营业收入及其同比变化情况


数据来源: wind, 中航证券研究所

图表 2：2011 年公司单季度归属于母公司所有者的净利润及其同比变化情况


数据来源: wind, 中航证券研究所

图表 3：2011 年公司各项费率的季度变动情况


数据来源: wind, 中航证券研究所

图表 4：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、未来也将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。