

# 复星医药 (600196.SH) 医药流通行业

评级: 买入 维持评级

公司点评

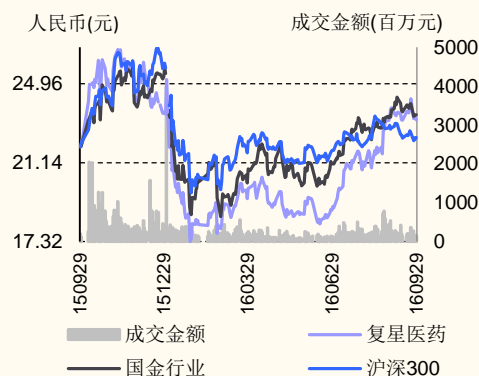
市场价格(人民币): 23.22元

## 与 Intuitive 成立合资公司, 深度绑定

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,906.84
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	53,732.83
年内股价最高最低(元)	26.63/17.32
沪深 300 指数	3244.39
上证指数	2998.48



### 相关报告

- 《综合医疗集团: 布局完善, 盈利质量提升-复星医药公司点评》, 2016.8.24
- 《公布 Gland 审计报告, 协同效应带来潜在收益-复星医药公司点...》, 2016.8.4
- 《国际化布局重大突破, 抢占制剂出口优质平台-复星医药公司研究》, 2016.8.2

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.914	1.063	1.302	1.549	1.802
每股净资产(元)	7.21	7.86	8.42	9.56	10.90
每股经营性现金流(元)	0.52	0.70	0.84	0.94	1.15
市盈率(倍)	23.08	22.10	15.98	13.43	11.54
行业优化市盈率(倍)	33.29	44.01	40.60	40.60	40.60
净利润增长率(%)	4.23%	16.43%	22.46%	18.96%	16.38%
净资产收益率(%)	12.67%	13.53%	15.46%	16.20%	16.53%
总股本(百万股)	2,311.61	2,314.08	2,314.08	2,314.08	2,314.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

■ 复星医药与 Intuitive 拟共同投资设立境内合资公司直观复星医疗器械技术(上海)有限公司, 其中复星医药拟以等值于 4,000 万美元的人民币现金出资, 占新公司注册资本的 40%; Intuitive 拟以 6,000 万美元现汇出资, 占新公司注册资本的 60%。新公司将从事用于经腔手术诊断及/或治疗的医疗器械、设备、新产品、未来产品以及相关零部件的研发、制造及销售, 其主要研发、生产和销售针对肺癌的早期诊断及/或治疗的产品。覆盖区域为台湾以外的中国地区。

### ■ 点评:

■ **首次成立合资公司, 深度绑定。** Intuitive 是 Intuitive Surgical, Inc. 全资子公司。Intuitive Surgical 于美国纳斯达克证券交易所上市, 股票代码为 ISRG; 是全球机器人辅助微创手术的领导者, 主要从事包括达芬奇 (da Vinci) 手术系统在内的医疗器械的研发、生产和销售, 产品已覆盖北美、南美、欧洲、中东、澳洲和亚洲。Intuitive 以前主要通过目标市场通过代理的模式推广自己的产品, 在境外成立合资公司实属首次; 这充分反映对中国市场的看好, 以及依靠复星推广达芬奇机器人等产品的信心。

■ **规避合同变更风险, 加深合作, 有望带来达芬奇机器人的更高速增长。** 在此之前, 复星医药控股子公司 Chindex Medical Limited 与 Intuitive 签署的达芬奇代理协议, 2016 年上半年在中国大陆及香港地区实现达芬奇机器人手术 8000 台, 同比增长 49%。通过合资公司, 保证未来有持续且稳健的合作, 两者可以更好整合资源开拓国内市场, 而对于复星而言, 可以以此避免合同变更的风险。我们认为, 随着市场教育的投入、规模效应及标杆医院的示范作用, 达芬奇机器人有望更快速度的增长。

■ **关于复星医药最新观点: CDE 优先审评政策落地, 注射剂出口企业通过转报带动国内制药业务跨越式发展。**

■ 9 月 14 日, CDE 最新的优先审评目录包含 2 家注射剂企业的 5 个品种, 这些品种都是在国外获得批准或者同步注册的品种。由此, 制剂出口国内转报走绿色通道路径打通。对于复星而言, 基于重庆药友的生产线, 将 GLAND 的产品变更生产线到国内, 然后走优先审评通道进行国内注册, 由此可以节约 1-2 年时间, 有望带来国内注射剂产品的爆发。

王建礼 联系人  
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

■ **盈利预测:**

我们预计公司 2016-2018 年净利润 30.1/35.8/41.7 亿，对应 EPS 分别为 1.30/1.55/1.80 元。（暂时没有考虑 Gland 并购对盈利及财务的影响。）

■ **投资建议:**

复星医药作为国内优秀的医疗投资集团，在制药、医疗服务、诊断及器械布局处于领先地位，特别的，是国内的单抗龙头，在制剂出口通过并购实现跨越式发展，具有长期投资价值。具备超预期发展的可能。给予“买入”评级。

■ **风险提示:** 收购进程风险；行业政策风险；经营整合管理风险；增发摊薄；

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	9,996	12,026	12,609	14,777	17,246	21,065
增长率		20.3%	4.8%	17.2%	16.7%	22.1%
主营业务成本	-5,543	-6,719	-6,308	-7,000	-8,500	-10,398
% 销售收入	55.5%	55.9%	50.0%	47.4%	49.3%	49.4%
毛利	4,453	5,307	6,301	7,777	8,746	10,667
% 销售收入	44.5%	44.1%	50.0%	52.6%	50.7%	50.6%
营业税金及附加	-75	-87	-106	-124	-145	-177
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,844	-2,300	-2,815	-3,561	-3,794	-4,634
% 销售收入	18.4%	19.1%	22.3%	24.1%	22.0%	22.0%
管理费用	-1,421	-1,727	-1,906	-2,239	-2,604	-3,181
% 销售收入	14.2%	14.4%	15.1%	15.2%	15.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	1,114	1,192	1,473	1,853	2,203	2,675
% 销售收入	11.1%	9.9%	11.7%	12.5%	12.8%	12.7%
财务费用	-384	-379	-450	-421	-414	-373
% 销售收入	3.8%	3.1%	3.6%	2.9%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-83	-334	-70	-17	-3	-4
公允价值变动收益	30	-11	-2	0	0	0
投资收益	2,141	1,925	2,347	2,530	2,830	3,010
% 税前利润	73.7%	70.8%	69.6%	63.0%	60.4%	56.0%
营业利润	2,819	2,394	3,297	3,945	4,617	5,307
营业利润率	28.2%	19.9%	26.2%	26.7%	26.8%	25.2%
营业外收支	87	324	75	70	70	70
税前利润	2,906	2,718	3,372	4,015	4,687	5,377
利润率	29.1%	22.6%	26.7%	27.2%	27.2%	25.5%
所得税	-506	-348	-501	-602	-703	-807
所得税率	17.4%	12.8%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,400	2,370	2,871	3,413	3,984	4,571
少数股东损益	373	257	411	400	400	400
归属于母公司的净利润	2,027	2,113	2,460	3,013	3,584	4,171
净利率	20.3%	17.6%	19.5%	20.4%	20.8%	19.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,400	2,370	2,871	3,413	3,984	4,571
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	504	898	728	665	760	870
非经营收益	-1,481	-1,582	-1,903	-2,120	-2,445	-2,602
营运资金变动	-411	-486	-74	-22	-127	-178
经营活动现金净流	1,012	1,200	1,621	1,935	2,171	2,661
资本开支	-1,034	-992	-1,214	-692	-1,139	-1,140
投资	-1,329	-1,801	-1,076	-1	0	0
其他	560	315	420	2,530	2,830	3,010
投资活动现金净流	-1,803	-2,478	-1,870	1,837	1,691	1,870
股权募资	31	1,466	116	0	0	0
债权募资	-28	3,087	2,004	-601	-475	1,196
其他	-966	-2,682	-1,532	-1,400	-1,388	-1,527
筹资活动现金净流	-963	1,872	587	-2,002	-1,862	-331
现金净流量	-1,755	594	338	1,771	2,000	4,200

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,067	3,696	4,029	5,800	7,800	12,000
应收款项	2,038	2,175	2,348	2,426	2,817	3,441
存货	1,614	1,605	1,649	1,803	2,189	2,678
其他流动资产	267	1,188	300	218	257	306
流动资产	6,987	8,664	8,325	10,246	13,063	18,425
% 总资产	23.7%	24.5%	21.8%	25.5%	30.1%	37.5%
长期投资	11,605	14,405	17,234	17,235	17,234	17,234
固定资产	4,907	5,681	5,765	6,384	6,896	7,297
% 总资产	16.6%	16.1%	15.1%	15.9%	15.9%	14.9%
无形资产	5,646	6,180	6,562	6,267	6,208	6,151
非流动资产	22,489	26,672	29,876	29,888	30,340	30,685
% 总资产	76.3%	75.5%	78.2%	74.5%	69.9%	62.5%
资产总计	29,475	35,336	38,202	40,135	43,403	49,110
短期借款	1,424	3,951	7,334	6,909	6,435	7,630
应付款项	3,106	3,107	2,467	2,736	3,239	3,961
其他流动负债	748	2,479	1,138	1,844	2,149	2,531
流动负债	5,278	9,537	10,939	11,489	11,823	14,122
长期贷款	126	771	1,676	1,676	1,676	1,677
其他长期负债	6,406	5,925	4,917	4,595	4,495	4,395
负债	11,811	16,233	17,532	17,761	17,994	20,194
普通股股东权益	15,332	16,675	18,182	19,486	22,121	25,227
少数股东权益	2,332	2,428	2,488	2,888	3,288	3,688
负债股东权益合计	29,475	35,336	38,202	40,135	43,403	49,110

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.905	0.914	1.063	1.302	1.549	1.802
每股净资产	6.843	7.214	7.857	8.421	9.559	10.902
每股经营现金净流	0.452	0.519	0.701	0.836	0.938	1.150
每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	13.22%	12.67%	13.53%	15.46%	16.20%	16.53%
总资产收益率	6.88%	5.98%	6.44%	7.51%	8.26%	8.49%
投入资本收益率	3.67%	3.60%	3.75%	4.56%	5.06%	5.46%
增长率						
主营业务收入增长率	36.18%	20.30%	4.85%	17.20%	16.71%	22.14%
EBIT增长率	87.68%	7.05%	23.57%	25.77%	18.89%	21.42%
净利润增长率	29.61%	4.23%	16.43%	22.46%	18.96%	16.38%
总资产增长率	15.56%	19.88%	8.11%	5.06%	8.14%	13.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.2	42.5	46.9	42.3	42.0	42.0
存货周转天数	95.1	87.4	94.1	94.0	94.0	94.0
应付账款周转天数	58.2	49.6	52.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	130.8	140.3	137.8	128.0	116.3	98.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.22%	21.35%	33.11%	20.77%	8.55%	-2.87%
EBIT利息保障倍数	2.9	3.1	3.3	4.4	5.3	7.2
资产负债率	40.07%	45.94%	45.89%	44.25%	41.46%	41.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-10-29	增持	19.10	N/A
2	2014-12-05	增持	21.43	N/A
3	2014-12-11	增持	21.91	N/A
4	2016-08-02	买入	20.80	24.00~25.00
5	2016-08-04	买入	20.97	N/A
6	2016-08-24	买入	21.57	24.80~28.00

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，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，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。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券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。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD