

## 复星医药(600196)/生物制品

 “创新药+医疗服务+健康保险”成就  
复星大健康最大愿景

**评级：买入(维持)**

市场价格：26.97

目标价格：33.55—33.76

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315206

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

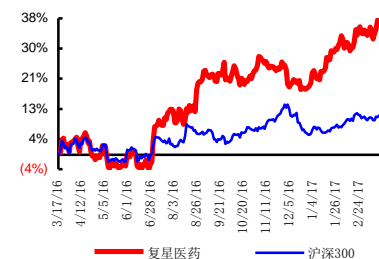
联系人：张天翼

电话：

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

**基本状况**

总股本(百万股)	2,414
流通股本(百万股)	2,312
市价(元)	26.6
市值(百万元)	64,225
流通市值(百万元)	61,506

**股价与行业-市场走势对比**

**相关报告**

1 复星医药(600196)——大型综合型医药集团，不只有医保目录调整和细胞治疗-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)20170301

2 复星医药(600196)深度报告——研发投入进入收获期，估值提升的新起点-买入-(中泰证券\_江琦、张天翼)20170313

**公司盈利预测及估值**

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	12,026	12,609	14,818	18,560	22,067
增长率 yoy%	20.30%	4.85%	17.52%	25.26%	18.89%
净利润	2,113	2,460	2,873	3,425	3,983
增长率 yoy%	33.51%	16.43%	16.78%	19.20%	16.30%
每股收益(元)	0.91	1.06	1.19	1.42	1.65
每股现金流量	0.52	0.70	1.01	1.05	1.24
净资产收益率	13.56%	14.22%	13.24%	13.63%	13.68%
P/E	23.08	22.10	22.66	18.99	16.35
PEG	0.69	1.34	1.16	0.85	0.86
P/B	3.13	3.14	2.57	2.22	1.92

备注：

**投资要点**

- 复星国际通过“保险+投资”双轮驱动的投资模式，围绕富足、健康、快乐三大板块全球战略布局。其中，健康板块的发展，主要集中于上市公司复星医药。复星医药已经成为复星集团旗下的大型综合型医药集团，业务涵盖医药工业、医学诊断与器械、医疗服务等健康全产业链。我们认为，随着国内健康险的快速发展以及复星集团保险业务的快速增长，未来，复星集团健康板块(复星医药)和保险业务的协同性将逐渐体现，有利于复星医药的长期发展。
- 2016年8月，中国保险监督管理委员会出具《关于筹建复星联合健康保险股份有限公司的批复》(保监许可【2016】741号)，批准设立复星联合健康保险。作为专业的健康保险公司，复星联合健康保险将全力以赴服务中国消费者的健康生活。立足消费者需求，其将创新各类医疗保险、疾病保险、失能收入损失保险、护理保险、意外保险业务。这是复星集团通过投资、设立等方式，斩获7家保险公司。
- 我国健康险快速发展。健康险业务原保险保费2016年1-11月收入3842亿元(+73.08%)，2013-2015 CAGR高达46.48%；健康险业务2016年1-11月赔款和给付871亿元(+32.54%)，2013-2015 CAGR 36.23%。我们预计我国健康险仍将保持快速增长。
- 复星国际保险业务高速发展，健康险产品有望进一步丰富。复星国际保险业务2015年收入达到147亿元，2013-2015复合增长率高达627.66%；复星国际保险业务2015年资产达到1806亿元，2013-2015复合增长率高达475.75%。目前，永安保险已经和和睦家、禅城医院联合推出特色健康险产品。我们预计，未来公司健康险产品和规模都将进一步增长。
- “创新药+医疗服务+健康保险”成就复星大健康的最大愿景。复星医药丰富的医药、医疗和健康资源，能够为复星健康保险产品和服务的开发提供助力，与此同时，健康险平台也将大力融通推进大健康资源良性循环。公司通过畅通连接大健康的各类有效资源，提供优质的全生命周期保险产品，打造贴心的全流程服务体系。复星健康保险提供包括国内知名专家手术安排服务、住院安排服务、全球专家第二诊疗意见、海外诊疗等各类优质健康医疗资源，将成为复星全球幸福生态系统和大健康服务闭环的重要组成。
- 盈利预测：我们预计公司2016-2018收入分别为148亿、186亿和221亿，同比分别增长17.52%、25.26%和18.89%；归母净利润分别为28.73亿、34.25亿和39.83亿，同比分别增长16.78%、19.20%和16.30%；扣非净利润分别为20.73亿、26.25亿和31.83亿，同比分别增长25.17%、26.63%和21.26%。
- 估值与投资建议：公司研发投入逐步进入收获期，我们认为这将是公司估值提升的新起点。作为一家集多种医药行业最优质资源于一身的企业，公司估值便宜、分部价值和协同价值均被市场低估。综合分部估值和整体估值，我们给予公司2017年市值810-815亿，对应股价33.55-33.76元，维持“买入”评级。
- 风险提示事件：外延并购不达预期；新药研发失败的风险。

图表 1: 复星国际保险公司一览

**复星国际保险公司一览**

复星葡萄牙保险（寿险及一般保险）

永安财险（非寿险保险）

复星保德信人寿（人寿保险、健康保险、意外伤害保险）

鼎睿再保险（寿险、非寿险再保险）

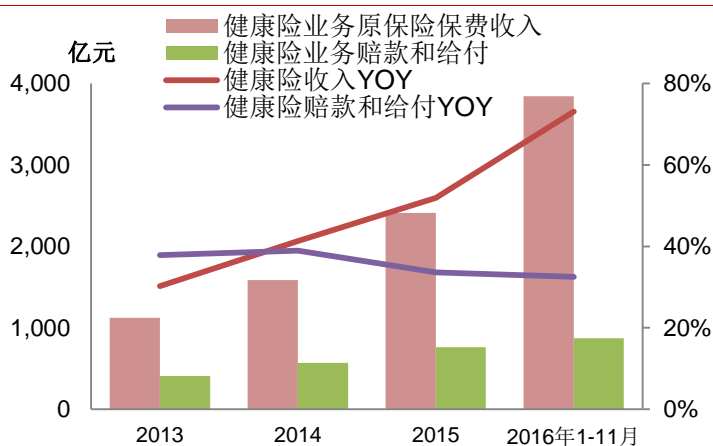
Ironshore（特种险）

MIG（专业财险）

复星联合健康保险（健康保险）

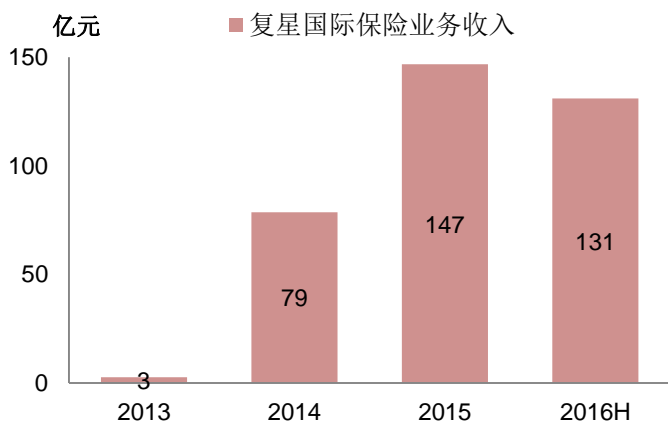
来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2: 健康险收入&支出规模



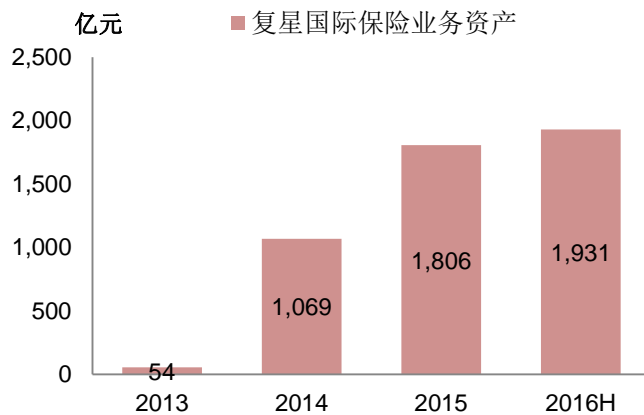
来源：保监会，中泰证券研究所

图表 3: 复星国际保险收入



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 4: 复星国际保险资产



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 5: 复星医药盈利预测 (百万元)

损益表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	9,996	12,026	12,609	14,818	18,560	22,067
增长率	36.18%	20.3%	4.8%	17.5%	25.3%	18.9%
营业成本	-5,543	-6,719	-6,308	-6,893	-8,700	-10,332
% 销售收入	55.5%	55.9%	50.0%	46.5%	46.9%	46.8%
毛利	4,453	5,307	6,301	7,925	9,861	11,735
% 销售收入	44.5%	44.1%	50.0%	53.5%	53.1%	53.2%
营业税金及附加	-75	-87	-106	-116	-151	-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	-3,697	-4,622	-5,495
% 销售收入	18.4%	19.1%	22.3%	25.0%	24.9%	24.9%
管理费用	-1,421	-1,727	-1,906	-2,223	-2,784	-3,310
% 销售收入	14.2%	14.4%	15.1%	15.0%	15.0%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,114	1,192	1,473	1,889	2,304	2,753
% 销售收入	11.1%	9.9%	11.7%	12.7%	12.4%	12.5%
财务费用	-384	-379	-450	-125	-7	37
% 销售收入	3.8%	3.1%	3.6%	0.8%	0.0%	-0.2%
资产减值损失	-83	-334	-70	0	0	0
公允价值变动收益	30	-11	-2	0	0	0
投资收益	1,548	1,925	2,347	2,159	2,428	2,697
% 税前利润	66.9%	70.8%	69.6%	54.0%	50.6%	48.5%
营业利润	2,226	2,394	3,297	3,923	4,725	5,488
营业利润率	22.3%	19.9%	26.2%	26.5%	25.5%	24.9%
营业外收支	87	324	75	75	75	75
税前利润	2,314	2,718	3,372	3,998	4,800	5,562
利润率	23.1%	22.6%	26.7%	27.0%	25.9%	25.2%
所得税	-358	-348	-501	-553	-689	-784
所得税率	15.5%	12.8%	14.9%	13.8%	14.4%	14.1%
净利润	1,955	2,370	2,871	3,445	4,111	4,778
少数股东损益	0	0	0	572	686	796
非现金支出	504	898	728	689	751	798
非经营收益	-1,037	-1,582	-1,903	-2,039	-2,392	-2,592
营运资金变动	-411	-486	-74	342	56	19
经营活动现金净流	1,012	1,200	1,621	3,009	3,212	3,799
资本开支	1,034	992	1,214	481	437	459
投资	-1,329	-1,801	-1,076	0	0	0
其他	560	315	420	2,159	2,428	2,697
投资活动现金净流	-1,803	-2,478	-1,870	1,678	1,991	2,238
股权募资	31	1,466	116	2,300	0	0
债权募资	-28	3,087	2,004	-5,472	5,500	0
其他	-966	-2,682	-1,532	-196	-883	-179
筹资活动现金净流	-963	1,872	587	-3,368	4,616	-179
现金净流量	-1,755	594	338	1,319	9,820	5,858

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	4,776	13,909	18,971
应收款项	2,038	2,175	2,348	2,644	3,013	3,605
存货	1,614	1,605	1,649	1,714	2,097	2,491
其他流动资产	267	1,188	300	298	330	366
流动资产	6,987	8,664	8,325	9,432	19,349	25,433
% 总资产	23.7%	24.5%	21.8%	24.1%	39.6%	46.5%
长期投资	11,605	14,405	17,234	17,234	17,234	17,234
固定资产	4,907	5,681	5,765	5,630	5,269	4,947
% 总资产	16.6%	16.1%	15.1%	14.4%	10.8%	9.0%
无形资产	5,646	6,180	6,562	6,563	6,685	6,742
非流动资产	22,489	26,672	29,876	29,743	29,504	29,239
% 总资产	76.3%	75.5%	78.2%	75.9%	60.4%	53.5%
资产总计	29,475	35,336	38,202	39,175	48,853	54,673
短期借款	1,424	3,951	7,334	1,862	1,862	1,862
应付款项	3,106	3,107	2,467	3,183	3,715	4,586
其他流动负债	748	2,479	1,138	1,895	1,431	1,601
流动负债	5,278	9,537	10,939	11,498	7,008	8,049
长期贷款	126	771	1,676	1,676	7,176	7,176
其他长期负债	6,406	5,925	4,917	4,917	4,917	4,917
负债	11,811	16,233	17,532	18,091	19,101	20,142
普通股股东权益	15,332	16,675	18,182	18,024	26,006	29,989
少数股东权益	2,332	2,428	2,488	3,060	3,746	4,542
负债股东权益合计	29,475	35,336	38,202	39,175	48,853	54,673

比率分析						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益 (元)	0.706	0.914	1.063	1.190	1.418	1.650
每股净资产 (元)	6.316	6.739	7.479	8.990	10.408	12.058
每股经营现金净流 (元)	0.452	0.519	0.701	1.009	1.046	1.244
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.320	0.320	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	11.18%	13.56%	14.22%	13.24%	13.63%	13.68%
总资产收益率	5.61%	6.30%	6.62%	7.53%	7.16%	7.43%
投入资本收益率	10.26%	10.82%	11.15%	16.27%	18.83%	23.20%
增长率						
营业总收入增长率	36.18%	20.30%	4.85%	17.52%	25.26%	18.89%
EBIT 增长率	87.68%	7.05%	23.57%	28.21%	21.95%	19.52%
净利润增长率	1.19%	33.51%	16.43%	16.78%	19.20%	16.30%
总资产增长率	10.53%	18.86%	10.88%	2.55%	24.70%	11.91%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.2	42.5	46.9	44.7	41.0	41.0
存货周转天数	95.1	87.4	94.1	90.8	88.0	88.0
应付账款周转天数	58.2	49.6	52.3	50.9	51.6	51.3
固定资产周转天数	112.8	124.5	135.8	117.6	91.6	73.4
偿债能力						
净负债/股东权益	15.24%	22.65%	34.57%	2.52%	-10.42%	-23.98%
EBIT 利息保障倍数	2.9	3.1	3.3	15.1	348.1	-73.8
资产负债率	41.54%	46.27%	46.73%	35.05%	39.60%	37.24%

来源: 公司公告, 中泰证券研究所

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，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。但本公司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，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，可能会随时调整。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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。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。

市场有风险，投资需谨慎。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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。