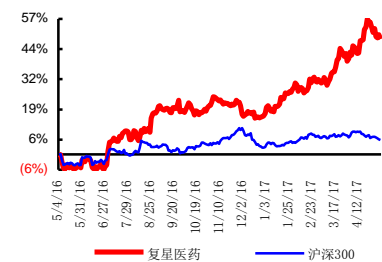


复星医药(600196)/生物制品 高管增持彰显对未来的信心, 大周期的起点刚刚开始
评级: 买入(维持)
市场价格: 29.33
目标价格: 38.68
分析师: 江琦
执业证书编号: S0740517010002
电话: 021-20315150
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn
联系人: 张天翼
Email: zhangty@r.qlzq.com.cn
基本状况

总股本(百万股)	2,414
流通股本(百万股)	2,312
市价(元)	29.33
市值(百万元)	70,817
流通市值(百万元)	67,819

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 复星医药(600196)——一季度增速超预期, 研发创新带领公司走入新阶段-买入-(中泰证券_江琦、张天翼) 20170427
- 2 复星医药(600196)——收购CML 剩余 30% 股权, 加速医疗器械业务发展-买入-(中泰证券_江琦、张天翼) 20170407
- 3 2016 年年报点评: 制药、器械、服务三大板块成型, 打造中国的强生
- 4 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	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	12,609	14,629	17,173	19,867	22,774
增长率 yoy%	4.85%	16.02%	17.39%	15.69%	14.63%
净利润	2,460	2,806	3,313	3,869	4,505
增长率 yoy%	16.43%	14.05%	18.09%	16.77%	16.45%
每股收益(元)	1.06	1.16	1.37	1.60	1.87
每股现金流量	0.70	0.87	0.97	1.27	1.29
净资产收益率	14.22%	13.12%	13.89%	13.96%	13.98%
P/E	22.10	19.91	21.41	18.33	15.68
PEG	1.34	1.42	1.22	1.13	1.06
P/B	3.14	2.61	2.85	2.45	2.11

备注:

投资要点

- 2017 年 5 月 4 日, 公司执行董事、总裁、首席执行官吴以芳先生以竞价买入方式以总额人民币约 1051 万元增持公司共计 37 万股股份。其中 A 股增持 27 万股, 占已发行 A 股总股本的 0.013% 和已发行股份总数的 0.011%, 增持均价 29.27 元/股; 港股增持 10 万股, 占已发行 H 股总股本的 0.025% 和已发行股份总数的约 0.004%, 增持均价 29.46 港币/股。
- 高管增持彰显对公司未来的信心, 未来 8 个月内吴以芳先生仍将择机增持不低于 913 万元公司 A 股或 H 股股票。2016 年 12 月 30 日公司公告, 基于对本公司未来发展前景的信心以及内在价值的认可, 吴以芳先生拟以自有资金于 2017 年 1 月 3 日起 12 个月内增持公司股票, 累计增持金额折合人民币不低于 2000 万元。本次增持后, 吴以芳先生已累计增持 1087 万元公司股票, 未来 8 个月内仍将择机增持不低于 913 万元公司股票。本次增持完成后, 吴以芳先生累计持有公司 62.6 万股股份 (51 万股 A 股股份和 11.6 万股 H 股股份), 占公司已发行股份总数的 0.026%。吴以芳先生承诺增持计划实施完成后的 24 个月内及法定期限内不减持所持有的公司股份。
- 研发投入进入收获期, 大周期的起点刚刚开始! 公司生物类似药研发进度国内领先, 重磅产品即将进入收获期。预计公司美罗华生物类似药 2017 年 9 月完成 III 期临床试验; 赫赛汀生物类似药已经开展 III 期临床试验。罗氏美罗华、赫赛汀均进入人社部价格谈判目录。如果罗氏谈判成功、进入医保, 公司两个生物类似药品种上市后将直接进入医保, 均有望成为 30-50 亿的大品种。
- 盈利预测与投资建议: 公司目前制药、器械、服务三大板块已经成型并快速增长, 整合式发展协同效应将进一步显现, 有望在中国复制强生的成功模式。我们预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 33.13 亿、38.69 亿和 45.05 亿, 同比分别增长 18.09%、16.77% 和 16.45%; 扣非净利润分别为 26.13 亿、31.69 亿和 38.05 亿, 同比分别增长 24.87%、21.27% 和 20.08%; 扣非 EPS 分别为 1.11 元、1.31 元和 1.58 元。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, 目前价格对应 2017 年整体估值 21 倍、扣非估值 26 倍。我们认为, 公司大周期的起点刚刚开始, 研发投入和 6 个单抗类似药将带来市场对复星的重新认识, 目标扣非估值 35 倍, 对应目标价 38.68 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: 复星医药盈利预测

损益表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	12,026	12,609	14,629	17,173	19,867	22,774
增长率	20.30%	4.8%	16.0%	17.4%	15.7%	14.6%
营业成本	-6,719	-6,308	-6,718	-7,816	-8,946	-10,309
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	45.5%	45.0%	45.3%
毛利	5,307	6,301	7,910	9,357	10,921	12,464
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	54.5%	55.0%	54.7%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-162	-197	-221
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.9%	1.0%	1.0%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-4,396	-5,245	-5,857
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	25.6%	26.4%	25.7%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,696	-3,119	-3,484
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.7%	15.7%	15.3%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,103	2,359	2,902
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	12.2%	11.9%	12.7%
财务费用	-379	-450	-401	-82	64	139
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	0.5%	-0.3%	-0.6%
资产减值损失	-334	-70	-79	0	0	0
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,239	2,493	2,762
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	50.5%	49.0%	46.2%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,259	4,917	5,803
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	24.8%	24.7%	25.5%
营业外收支	324	75	172	172	172	172
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,432	5,089	5,975
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	25.8%	25.6%	26.2%
所得税	-348	-501	-350	-547	-563	-699
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	12.3%	11.1%	11.7%
净利润	2,370	2,871	3,221	3,885	4,525	5,276
少数股东损益	257	411	416	572	656	771
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,313	3,869	4,505
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	19.3%	19.5%	19.8%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,370	2,871	3,221	3,885	4,525	5,276
少数股东损益	0	0	0	572	656	771
非现金支出	898	728	819	749	796	823
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-2,230	-2,611	-2,880
营运资金变动	-486	-74	-253	-69	361	-110
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	2,907	3,728	3,881
资本开支	992	1,214	1,860	6	477	242
投资	-1,801	-1,076	-575	0	0	0
其他	315	420	-12	2,239	2,493	2,762
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,233	2,016	2,520
股权募资	1,466	116	2,728	0	0	0
债权募资	3,087	2,004	571	-3,826	0	0
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-183	-900	-55
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	-4,009	-900	-55
现金净流量	594	338	1,189	1,130	4,844	6,347

资产负债表 (人民币百万元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,696	4,029	5,996	6,555	10,743	16,319
应收款项	2,175	2,348	2,621	2,981	3,166	3,632
存货	1,605	1,649	1,671	1,973	2,157	2,486
其他流动资产	198	1,291	477	464	402	432
流动资产	7,674	9,316	10,764	11,973	16,468	22,869
% 总资产	22.3%	23.8%	24.6%	27.0%	33.8%	41.8%
长期投资	14,405	17,234	18,850	18,850	18,850	18,850
固定资产	5,681	5,765	6,305	6,001	5,764	5,442
% 总资产	16.5%	14.7%	14.4%	13.5%	11.8%	9.9%
无形资产	6,180	6,562	7,144	6,877	6,967	6,880
非流动资产	26,672	29,876	33,003	32,432	32,286	31,876
% 总资产	77.7%	76.2%	75.4%	73.0%	66.2%	58.2%
资产总计	34,346	39,192	43,768	44,405	48,754	54,745
短期借款	3,951	7,334	5,650	1,824	1,824	1,824
应付款项	3,107	2,467	2,799	3,186	3,707	4,222
其他流动负债	1,890	-264	1,659	2,696	1,998	2,199
流动负债	8,948	9,537	10,109	11,498	7,529	8,245
长期贷款	771	1,676	2,183	2,183	2,183	2,183
其他长期负债	2,091	5,020	5,241	4,917	4,917	4,917
负债	11,811	16,233	17,532	18,598	14,629	15,344
普通股股东权益	20,107	20,471	23,176	22,176	29,837	34,342
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,632	4,288	5,059
负债股东权益合计	34,346	39,192	43,768	44,405	48,754	54,745

比率分析						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益 (元)	0.914	1.063	1.162	1.372	1.602	1.866
每股净资产 (元)	6.739	7.479	8.858	9.880	11.483	13.349
每股经营现金净流 (元)	0.519	0.701	0.874	0.967	1.272	1.288
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.350	0.350	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.56%	14.22%	13.12%	13.89%	13.96%	13.98%
总资产收益率	6.30%	6.62%	6.58%	7.66%	8.13%	8.41%
投入资本收益率	10.82%	11.15%	12.51%	16.43%	18.16%	22.77%
增长率						
营业总收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	17.39%	15.69%	14.63%
EBIT 增长率	7.05%	23.57%	18.23%	20.69%	12.22%	23.00%
净利润增长率	33.51%	16.43%	14.05%	18.09%	16.77%	16.45%
总资产增长率	18.86%	10.88%	14.70%	1.46%	9.79%	12.29%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	46.5	41.0	41.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	92.1	88.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	53.3	53.8	53.5
固定资产周转天数	124.5	135.8	123.5	105.4	84.7	67.9
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	34.57%	21.18%	2.88%	-10.61%	-24.06%
EBIT 利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	25.6	-36.7	-20.8
资产负债率	46.27%	46.73%	42.64%	36.45%	32.75%	30.43%

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。