

评级: 买入(维持)

市场价格: 31.98

目标价格: 36.75

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

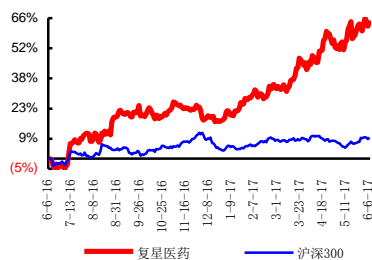
Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人: 张天翼

Email: zhangty@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,495
流通股本(百万股)	2,393
市价(元)	31.98
市值(百万元)	79,794
流通市值(百万元)	76,525

股价与行业-市场走势对比

相关报告

- 1 复星医药(600196)——高管增持彰显对未来的信心, 大周期的起点刚刚开始-买入-(中泰证券_江琦、张天翼) 20170504
- 2 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
- 3 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
- 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	18,110	22,210	25,704
营业收入增速	4.85%	16.02%	23.80%	22.64%	15.73%
归属于母公司的净利润	2,460	2,806	3,265	3,868	4,524
净利润增长率	16.43%	14.05%	16.36%	18.47%	16.97%
摊薄每股收益(元)	1.06	1.16	1.31	1.55	1.81
每股现金流量	0.70	0.87	0.91	1.30	1.34
净资产收益率	14.22%	13.12%	12.64%	13.02%	13.22%
P/E	22.10	19.91	24.44	20.63	17.64
PEG	1.34	1.42	1.49	1.12	1.04
P/B	3.14	2.61	3.09	2.69	2.33

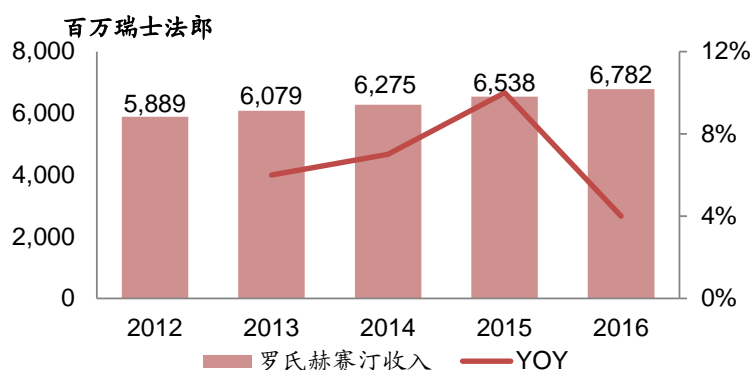
备注:

投资要点

- 公司 2017 年 6 月 6 日公告, 1) 公司赫赛汀(曲妥珠单抗)生物类似药获乌克兰卫生部批准, 开展乳腺癌 III 期临床试验; 2) 公司控股子公司 Sisram 已通过其联席保荐人向香港联交所呈交上市申请(A1 表格), 以申请 Sisram 股份于香港联交所主板上市。
- 曲妥珠单抗生物类似药在欧洲获批开展 III 期临床, 首个生物类似药的国际多中心临床即将开启, 未来有望同步开拓国内和欧洲市场。2016 年, 罗氏赫赛汀(曲妥珠单抗)全球收入 67.82 亿瑞士法郎(约合 70.34 亿美元), 同比增长 4%。罗氏曲妥珠单抗欧洲专利已于 2014 年到期, 目前尚无生物类似药上市。公司曲妥珠单抗类似药已经在国内开展乳腺癌 III 期临床试验, 登记信息的试验范围为国际多中心临床。在乌克兰获批进入 III 期临床, 是曲妥珠单抗类似药国际多中心海外的第一站。我们预计, 公司曲妥珠单抗类似药未来有望进一步在欧洲其他国家获批开展国际多中心临床试验。未来, 公司生物类似药有望通过 Gland 的制剂出口平台进军欧洲, 最终将同步开拓国内和欧洲市场。
- 控股子公司 Sisram 申请香港主板上市, Sisram 的业务为 Alma Lasers 的激光美容设备。我们认为有三个利好因素: 1) Alma Lasers 业务相对独立, 独立上市有助于加速本身的扩张; 2) Alma Lasers 业务单纯、可预测性强, 单独上市, 有望提高自身估值; 3) 有助于完善激励计划。2015 年, 公司已经批准 Sisram 发行不超过 106,500 股新增股份(占 Sisram 现有已发行股本的 14.49%)的购股权, 用于激励, 激励计划有效期 10 年。公司持有 Sisram 66.8% 的股权、Sisram 持有 Alma Lasers 100% 的股份。2016 年 Alma Lasers 收入 7.86 亿, 净利润超 1 亿, 占复星医药整体利润比重低仅 2.3%, 分拆上市有利于业务更快的发展。
- 盈利预测与投资建议: 我们预计公司 2017-2019 归母净利润分别为 32.65 亿、38.68 亿和 45.24 亿, 同比分别增长 16.36%、18.47% 和 16.97%; 扣非净利润分别为 26.15 亿、32.68 亿和 39.24 亿, 同比分别增长 24.95%、24.97% 和 20.09%; 扣非 EPS 分别为 1.05 元、1.31 元和 1.57 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 24.4 倍、扣非估值 30.5 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 36.75 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。

赫赛汀：专利即将到期，公司生物类似药进入临床III期

- 专利即将到期，规范市场无类似药上市，公司的赫赛汀类似药成为国内首个做全球多中心临床的赫赛汀生物类似药。赫赛汀（曲妥珠单抗）是罗氏（基因泰克）研发的抗 HER2 人源化单克隆抗体，主要用于治疗 HER2 过表达的乳腺癌、转移性胃癌或食管胃交界腺癌。1998 年 9 月 25 日获得 FDA 批准上市，并于 2002 年 9 月 5 日进入中国，商品名 Herceptin/赫赛汀。同样作为罗氏单抗三巨头之一称霸销售榜多年，2014 年欧洲专利已经到期，2019 年 6 月美国专利也即将到期。2016 年 67.82 亿瑞士法郎（约合 70.34 亿美元），同比增长 4%，全球销售排名第 8。目前规范市场无曲妥珠单抗生物类似药上市，印度和韩国各有一个类似药上市，分别为 Hertraz（2013, Mylan）和 Herzuma（2014, Celltrion）。
- 公司曲妥珠单抗类似药有望在国内率先上市。我们统计了国内曲妥珠单抗类似药及新药的研发情况，目前仅复星医药、嘉和生物和安科生物进入临床III期，中信国健撤回。公司曲妥珠单抗开发进度领先，有望在国内率先上市。

图表 1：罗氏赫赛汀收入一览


来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 2：国内曲妥珠单抗类似药及新药研发情况

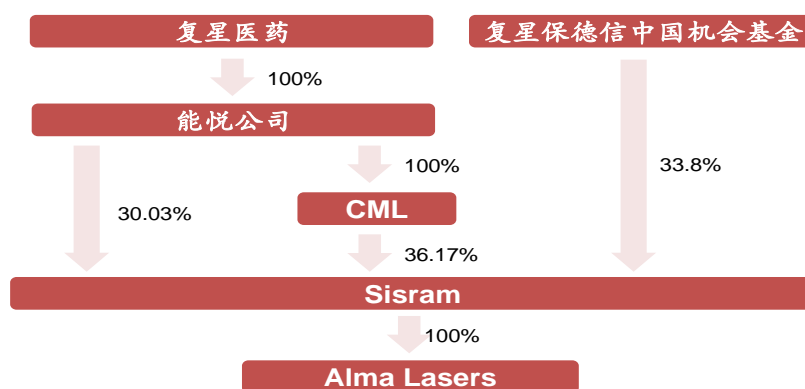
药品名称	研发公司	适应症	临床阶段	对应上市公司	备注
国内					
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体 (HLX02)	复宏汉霖	乳腺癌 胃癌	临床III期 临床I期	复星医药	类似药
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体 (GB221)	嘉和生物	乳腺癌	临床III期	沃森生物	
重组抗HER2人源化单抗	安科生物	乳腺癌	临床III期	安科生物	2017.03公告正式启动
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体	齐鲁制药	乳腺癌	I b期临床		
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体 (HS022)	海正药业	乳腺癌	临床I期	海正药业	
重组抗HER2结构域II人源化单抗注射液	丽珠单抗	乳腺癌	临床I期	丽珠集团	已启动，讨论入组方案
注射用重组抗人表皮生长因子受体2(HER2)单抗(曲妥珠单抗)	华兰基因工程有限公司	乳腺癌	批准临床	华兰生物	
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体组合物	上海医药集团股份有限公司	乳腺癌	审评审批中	上海医药	
注射用重组抗HER2人源化单克隆抗体 (CMAB-302)	上海中信国健	乳腺癌	临床III期	三生制药 (港股)	新药，已撤回

来源：CDE，中泰证券研究所

Sisram: 申请香港主板上市, 有望加速发展

- **Sisram 有望成为首家在香港上市的以色列公司, 分拆有助于进行独立估值, 加速发展:**
 - 1) Alma Lasers 业务相对独立, 独立上市有助于加速本身的扩张;
 - 2) Alma Lasers 业务单纯、可预测性强, 融资层面有望获得比母公司更高的估值;
 - 3) Sisram 单独上市, 有助于完善激励计划。2015 年, 公司已经批准 Sisram 发行不超过 106,500 股新增股份 (占 Sisram 现有已发行股本的 14.49%) 的购股权, 用于核心员工和服务供货商的激励计划, 激励计划有效期 10 年。

图表 3: Sisram 股权结构



来源: 公司公告, 中泰证券研究所

图表 4: 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	18,110	22,210	25,704
增长率	20.30%	4.8%	16.0%	23.8%	22.6%	15.7%
营业成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,378	-10,352	-12,067
%销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	46.3%	46.6%	46.9%
毛利	5,307	6,301	7,910	9,732	11,858	13,636
%销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	53.7%	53.4%	53.1%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-171	-221	-249
%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	-4,645	-5,697	-6,426
%销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	25.7%	25.7%	25.0%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,834	-3,454	-3,856
%销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.7%	15.6%	15.0%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,081	2,487	3,106
%销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	11.5%	11.2%	12.1%
财务费用	-379	-450	-401	-126	-15	61
%销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	0.7%	0.1%	-0.2%
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	1,215	2,239	2,443	2,662
%税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	51.3%	48.0%	44.4%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,195	4,915	5,829
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	23.2%	22.1%	22.7%
营业外收支	324	75	172	172	172	172
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,367	5,087	6,001
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	24.1%	22.9%	23.3%
所得税	-348	-501	-350	-539	-563	-702
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	3,828	4,524	5,298
少数股东损益	257	411	416	563	656	774
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,265	3,868	4,524
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	18.0%	17.4%	17.6%

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	3,828	4,524	5,298
少数股东损益	0	0	0	563	656	774
非现金支出	898	728	819	749	796	823
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-2,185	-2,423	-2,642
营运资金变动	-486	-74	-253	-114	344	-132
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	2,842	3,897	4,122
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	2,443	2,662
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,233	1,966	2,420
股权募资	1,466	116	2,728	2,055	0	0
债权募资	3,087	2,004	571	1,674	0	0
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-228	-1,065	-192
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	3,501	-1,065	-192
现金净流量	594	338	1,189	8,576	4,797	6,350

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	14,009	18,150	23,726
应收款项	2,175	2,348	2,621	3,144	3,539	4,100
存货	1,605	1,649	1,671	2,115	2,496	2,909
其他流动资产	198	1,291	477	482	433	471
流动资产	7,674	9,316	10,764	19,750	24,619	31,206
%总资产	22.3%	23.8%	24.6%	37.8%	43.3%	49.5%
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%	11.5%	10.1%	8.6%
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%	62.2%	56.7%	50.5%
资产总计	34,346	39,192	43,768	52,183	56,904	63,082
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	3,396	4,217	4,852
其他流动负债	1,890	-264	1,659	2,794	2,170	2,414
流动负债	8,948	9,537	10,109	11,498	8,211	9,091
长期贷款	771	1,676	2,183	7,683	7,683	7,683
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	24,098	20,811	21,691
普通股股东权益	20,107	20,471	23,176	24,461	31,814	36,338
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,623	4,280	5,054
负债股东权益合计	34,346	39,192	43,768	52,183	56,904	63,082

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	1.308	1.550	1.813
每股净资产(元)	6.739	7.479	8.858	10.354	11.904	13.717
每股经营现金流(元)	0.519	0.701	0.874	0.913	1.299	1.342
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%	12.64%	13.02%	13.22%
总资产收益率	6.30%	6.62%	6.58%	6.40%	6.94%	7.31%
投入资本收益率	10.82%	11.15%	12.51%	16.25%	19.04%	24.19%
增长率						
营业总收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	23.80%	22.64%	15.73%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	19.49%	19.47%	24.90%
净利润增长率	33.51%	16.43%	14.05%	16.36%	18.47%	16.97%
总资产增长率	18.86%	10.88%	14.70%	19.23%	9.05%	10.86%
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	100.0	75.8	60.2
偿债能力						
净负债/股东权益	22.65%	34.57%	21.18%	-3.95%	-15.61%	-27.70%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	16.5	169.4	-51.3
资产负债率	46.27%	46.73%	42.64%	42.28%	39.05%	36.58%

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。