

生物制品

署名人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@china-invs.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

6-12个月目标价: 15.00元

当前股价: 11.42元

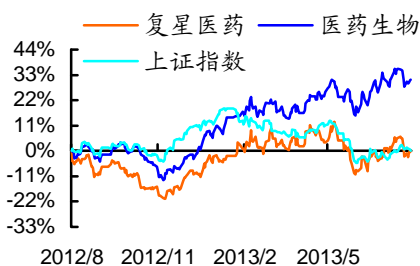
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2057.46
总股本(百万)	2240
流通股本(百万)	1904
流通市值(亿)	217
EPS	0.16
每股净资产(元)	6.22
资产负债率	39.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
复星医药	0.24%	-2.28%	0.33%
医药生物	-0.51%	5.92%	13.96%
上证指数	0.66%	-9.59%	-11.09%



相关报告

复星医药

600196

推荐

中期业绩超出预期, 医药核心业务进一步增强

复星医药公布 2013 年中报, 归属于上市公司的净利 10.53 亿, 同比增长 50.07%, 扣非后净利 4.98 亿, 同比增长 24%, 实现 EPS0.47 元, 超出预期。

投资要点:

- **收入增速加快, 扣非后净利快速增长, 医药工业板块增长越来越有亮点:** 实现收入 45 亿, 增 29.03%; 营业利润 14 亿, 同比增 44.85%; 利润总额 14.5 亿, 增 46.99%; 归母公司净利 10.5 亿, 增 50.07%。扣非后净利 4.98 亿, 增 24.11%。其中工业快速增长 39.4%, 投资收益增 26%。
- **医药主业增速加快, 医药工业资产越来越优质的趋势明显:**
 - 药品制造与研发快速增长:** 收入 30.6 亿, 同比增 39.42%, 分布业绩 5.25 亿, 同比增 45.05%, 其中心血管领域产品增长 30.72%、中枢神经领域产品增长 67.29%(新合并增加富马酸喹硫平, 同口径增长 22.2%)、血液系统产品增长 25.56%、新陈代谢及消化道产品增长 16.23%、抗感染领域增长 22.58%;
 - 药品分销与零售稳定, 国控快速增长:** 收入 7.1 亿, 同比增 2.23%; **国药控股:** 收入 800 亿元, 增 20.3%; 净利 11.52 亿, 增 20.11%, 继续实现快速增长;
 - 医疗服务持续布局:** 收入 1.6 亿, 济民、广济、钟吾医院开放床位超过 1300 张。
 - 医疗器械与诊断, 通过收购进一步扩大:** 收入 4.3 亿, 同比增 53.7%; 其中剔除并表因素, 制造收入 3.57 亿, 同比增 27.03%。
- **费用率下降、现金流好转:** 经营活动产生现金流净额 3.11 亿, 同比增长 35%, 有所改善。三项费用率均有所下降, 共下降 3.07 个百分点。
- **研发持续推进, 看好单抗、小分子靶向药物研发平台。** 研发费用增长 61.58%, 复宏汉霖单抗药物布局多, 2 个产品申报临床, 4 个产品完成细胞株构建和筛选。1 个小分子化学创新药物预计年底前获得临床试验批件。
- **公司围绕医药主业进行控股型并购、整合思路延续, 医药主业越来越强, 内生增长加快、外延扩张继续, 有持续成长能力, 维持推荐评级。** 预测 13-15 年的 EPS 为 0.85、1.02、1.23 元, 对应 PE13、11、9 倍, 估值低, 建议配置。
- **风险提示:** 投资收益的确认波动较大

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7341	8938	10771	13058
收入同比(%)	13%	22%	20%	21%
归属母公司净利润	1564	1904	2281	2763
净利润同比(%)	34%	22%	20%	21%
毛利率(%)	43.8%	44.7%	45.7%	46.5%
ROE(%)	11.5%	12.7%	13.5%	14.5%
每股收益(元)	0.70	0.85	1.02	1.23
P/E	16.36	13.44	11.22	9.26
P/B	1.89	1.71	1.52	1.34
EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源: 中投证券研究总部

一、收入、净利、扣非后净利均快速增长

利润表基本数据解读:

复星医药 13 年中期, 实现收入 45 亿, 增 29.03%; 营业利润 14 亿, 同比增 44.85%; 利润总额 14.5 亿, 增 46.99%; 归母公司净利 10.5 亿, 增 50.07%。扣非后净利 4.98 亿, 增 24.11%。其中工业快速增长 39.4%, 投资收益增 26%。

主业医药制药总体增长较好, 其中新并表洞庭制药、ALMA;

药品制造与研发: 收入 30.6 亿, 同比增 39.42%, 分布业绩 5.25 亿, 同比增 45.05%。其中新增加并表富马酸喹硫平片, 阿拓莫兰、奥德金、邦亭、炎琥宁、优帝尔等产品均实现快速增长。

按治疗领域分类: 中枢神经系统领域产品(主要为小牛血清去蛋白注射液、喹硫平片)增长 67.29%, 扣除并表因素增长 22.21%; 血液系统疾病核心产品白眉蛇毒血凝酶增长 25.56%; 心血管系统治疗领域产品(肝素、环磷腺苷葡胺、羟苯磺酸钙、替米沙坦、匹伐他汀、前列地尔干乳)同比增长 30.72%; 抗感染系列(包括抗结核组合、青蒿琥酯系列、头孢美唑钠、炎琥宁)增长 22.58%; 新陈代谢及消化道系统用药(包括阿拓莫兰、格列美脲、动物胰岛素、EPO、复方芦荟胶囊、摩罗丹)同比增 16.23%。

研发平台方面: 复宏汉霖的单抗产品研发进展顺利, 2 个产品已经申报临床, 还有 4 个完成细胞株的构建和筛选, 未来有望成为国内单抗的优秀企业; 复创的小分子药物研发平台进展顺利, 1 个创新化合物临床前试验效果很好, 1 个产品预计年底前拿到临床批件。期待未来复宏汉霖、重庆医工院、复创的研发平台出现大品种重磅炸弹药物。

医药商业: 收入 7.1 亿, 同比增 2.23%; **国药控股:** 收入 800 亿元, 增 20.3%; 净利 11.52 亿, 增 20.11%, 继续实现快速增长。国控作为国内最大的医药分销商, 在产业整合的大背景下, 我们预计未来几年将保持 20% 左右的增速。药品零售增资金象完成以后, 实现“南复美、北金象”的格局, 有望实现 10% 左右的增速。

医疗器械与诊断: 收入 4.3 亿, 同比增 53.7%; 其中剔除并表因素, 制造收入 3.57 亿, 同比增 27.03%。诊断器械板块并购增加, 其中并购 ALMA, 和美国个性化药物剂量诊断检测企业 Saladax Biomedical, Inc 合作, 参与韩国 SDB 公司第二轮融资, 未来将成为看点。

医疗服务领域继续发展, 开放床位数增加——未来的重要看点: 上半年济民、广济、钟吾医院合计开放床位 1300 张。未来还将继续拓展在医疗服务领域的投资, 预计未来有望达到 10 家医院, 1 万张病床的规模。我们看好民营资

本参与公立医院改革，尤其看好高端医疗服务领域的差异化服务和高端服务，我们认为该领域有望成为一个主要增长点。和睦家实现收入 8754 万美元，同比增长 22%，抓住了不断增长的高端医疗需求。

表 1: 复星医药主要控股公司盈利状况

控股公司(单位: 万元)	股权	09 年利润	10 年利润	11 年利润	11 年 1H	12 年 1H	13 年 1H	13 年 1H 同比增
江苏万邦	97.76%	5996	4761	9028	3983	3011	6023	100%
重庆药友	51.00%	5601	8140	11134	4678	7331.6	8441	15.13%
桂林南药	90.03%	4055	-	3425	1808	1455	734	-49.55%
湖北新生源	51.00%	5625	6095	7714	3493	3333	6000	80.01%
锦州奥鸿药业	70.00%			16331	7674	16577	21130	27.47%

资料来源: 复星医药定期报告, 中投证券研究总部

表 2: 复星医药投资收益的构成

单位: 万元	10 年	11 年	11 年 1H	12 年 1H	13 年 1H	13 年 1H 增长
投资收益合计	118179	168539	125904	86612	109339	26.2%
成本法核算的投资收益	1290	253	10	382	1261	/
处置交易性金融资产收益	82	242	242	0	0	-100.0%
处置可供出售金融资产收益	3612	19217	13450	22823	9829	-56.9%
按权益法核算的被投资公司	55233	63739	32305	37999	38797	2.1%
其中: 国药产业投资公司	39262	51186	26080	30685	35604	16.0%
其他股权投资	287	5856	5903	25559	900	-96.5%
股权投资差额摊销	-2309	-441	-131	-152	-144	16.0%
股权投资处置损益	59984	79673	73016	0	58696	/

资料来源: 公司年报 中投证券研究总部

报告期内，围绕主业，投资并购步伐还在继续，控股型并购投资为主：投资额共 20.8 亿，较上年同期增长 14 亿，公司 H 股发行完成后，对外投资如期在增加。其中控股型投资 ALMA、枣庄赛诺康、重庆杰尔，增持子公司股权的有沈阳红旗、桂林南药，进一步增强医药主业的规模

二、优质资产越来越丰富，内生增长加快，推荐

公司在 2012 年下半年完成 H 股发行后，13 年上半年并购拓展大幅增大，其中以控股型并购为主，显示了公司策略的良好执行。

未来三大看点：医药工业优质资产继续布局、研发加强、医疗服务继续布局。

13 年上半年，工业内生式增长较快，并购迅速：

1-2 年的增长点：洞庭的中枢神经系统用药；锦州奥鸿的奥德金及邦亭的增长；投资红旗制药成为国内抗结核病龙头；桂林南药的青蒿琥酯、万邦重组人胰岛素产业化、新生源的氨基酸扩产等。

3-4 年增长点：重庆药友产能扩建、红旗制药改造符合 WHO 标准工厂；

5-10 年增长点：凯茂生物医药产业基地，以及复宏汉霖的单克隆抗体药物。

我们认为公司围绕医药主业进行控股型并购、整合思路延续，医药主业越来越强，内生增长加快、外延扩张、整合发展继续，有持续成长能力，维持推荐评级。预测 13-15 年的 EPS 为 0.85、1.02、1.23 元，对应 PE13、11、9 倍，估值低，建议配置。

表 3：盈利预测

产品分类(万)	2012A	2013E	2014E	2015E
医药工业	465,967	573,139	704,961	867,103
毛利率	54.14%	54.14%	54.14%	54.14%
医药商业及零售	137,831	140,588	143,399	146,267
毛利率	12.58%	12.00%	12.00%	12.00%
医疗器械和诊断	105,721	153,295	199,284	259,069
毛利率	42.75%	42.75%	42.75%	42.75%
收入合计	734,078	893,837	1,077,053	1,305,824
毛利率	43.78%	44.74%	45.69%	46.48%
投资收益	186,598	181,685	195,050	225,959

资料来源：公司中报 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8382	11347	14781	18607	营业收入	7341	8938	10771	13058
现金	4973	7288	9979	12878	营业成本	4127	4939	5850	6989
应收账款	907	1105	1331	1614	营业税金及附加	62	76	92	111
其它应收款	423	515	621	753	营业费用	1512	1841	2186	2651
预付账款	239	286	339	405	管理费用	1046	1273	1400	1698
存货	1273	1524	1805	2157	财务费用	370	72	116	124
其他	566	629	705	801	资产减值损失	18	10	10	10
非流动资产	17126	17246	16860	16458	公允价值变动收益	-36	0	0	0
长期投资	8593	9000	9000	9000	投资净收益	1866	1817	1950	2260
固定资产	2595	2771	2675	2453	营业利润	2036	2544	3067	3735
无形资产	1753	1693	1632	1571	营业外收入	97	100	100	100
其他	4184	3783	3553	3434	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	25507	28593	31641	35065	利润总额	2123	2644	3167	3835
流动负债	3893	4716	5006	5197	所得税	284	397	475	575
短期借款	519	1243	1284	1161	净利润	1839	2247	2692	3260
应付账款	776	929	1101	1315	少数股东损益	275	343	411	497
其他	2597	2543	2622	2721	归属母公司净利润	1564	1904	2281	2763
非流动负债	6309	6786	7286	7786	EBITDA	2701	2969	3569	4262
长期借款	217	717	1217	1717	EPS (元)	0.70	0.85	1.02	1.23
其他	6092	6069	6069	6069					
负债合计	10202	11501	12292	12982					
少数股东权益	1746	2089	2500	2997	主要财务比率				
股本	2240	2240	2240	2240	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	4287	4287	4287	4287	成长能力				
留存收益	7042	8475	10322	12558	营业收入	13.2%	21.8%	20.5%	21.2%
归属母公司股东权益	13559	15003	16850	19086	营业利润	28.8%	24.9%	20.6%	21.8%
负债和股东权益	25507	28593	31641	35065	归属于母公司净利润	34.2%	21.8%	19.8%	21.1%
					获利能力				
					毛利率	43.8%	44.7%	45.7%	46.5%
					净利率	21.3%	21.3%	21.2%	21.2%
					ROE	11.5%	12.7%	13.5%	14.5%
					ROIC	31.5%	32.5%	39.0%	46.0%
					偿债能力				
					资产负债率	40.0%	40.2%	38.8%	37.0%
					净负债比率	10.70	20.09%	23.19	24.86%
					流动比率	2.15	2.41	2.95	3.58
					速动比率	1.82	2.07	2.58	3.15
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.33	0.36	0.39
					应收账款周转率	8	9	8	9
					应付账款周转率	5.39	5.79	5.76	5.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.85	1.02	1.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.16	0.34	0.41
					每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.70	7.52	8.52
					估值比率				
					P/E	16.36	13.44	11.22	9.26
					P/B	1.89	1.71	1.52	1.34
					EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐,中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 10 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434