



中航证券金融研究所

沈文文

证券执业证书号：S0640513070003

电话：0755-83688575

邮箱：wwshenavic@163.com

复星医药（600196）中报点评：核心工业和 投资收益的增长均超出预期

行业分类：医药

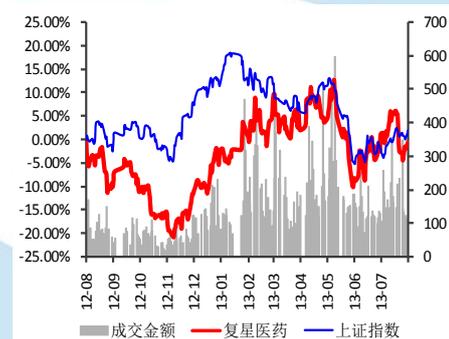
2013年08月27日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	16.80
当前股价（13.08.26）	11.42

基础数据

上证指数	2096.47
总股本（亿）	22.40
流通A股（亿）	19.00
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	217
每股净资产（元）	6.34
ROE（2013H）	7.50%
资产负债率（2013H）	41.97%
动态市盈率	13.60
市净率	1.80

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

2013年中期报告：

- 报告期内公司实现营业收入450,928.94万元，同比增长29.05%；利润总额145,108.99万元，同比增长46.99%；归属于上市公司股东的净利润105,314.12万元，同比增长50.07%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为49,785.08万元，同比增长24.11%。
- 核心工业增长迅速。上半年，公司的制药工业实现营业收入306,305.28万元，同比大幅增长39.42%。以内生增长为主，外部并购方面，新增的合并范围包括湖南洞庭和枣庄赛诺康。心血管系统、中枢神经系统和血液系统等6个治疗领域的23个品种或系列药物均取得了不错的销售业绩，其中中枢神经系统治疗领域的核心品种销售额同比增长67.29%，增速最慢的新陈代谢及消化道治疗领域同比增长也有16.23%。
- 医疗服务、诊断和器械继续保持快速增长的势头。公司的医疗服务业务实现营业收入16,592.58万元，同比大幅增长111.92%，主要系济民医院、广济医院和钟吾医院的床位数量大幅增长，服务能力进一步提高。高端医院“和睦家”也保持着平稳增长的势头。医疗诊断和器械方面，自主品牌继续大幅增长，代理业务上，由于西门子等公司产品代理权的调整，代理收入同比下滑了44.90%。
- 投资收益超出预期。报告期内，公司投资的国药控股完成H股配售，复星医药的持股比例由32.05%稀释至29.98%，一次性实现投资收益58,695.98万元，税后净利44,021.98万元。公司部分变现了持有的金城医药、佰利联、滨化股份和迪安诊断等公司的股份，累计实现投资收益9,809.05万元，持股公司SCR公允价值变动贡献投资收益4,006.07万元。公司上半年的投资收益共计109,339.61万元，同比增长26.24%。
- 三项费率均有所优化。上半年，公司的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为19.64%、13.42%和4.17%，同比分别下降了0.96、0.82和0.87个百分点，控制良好，主要系公司集团化的经营团队的建设进一步强化。
- 风险因素：药品降价的风险；并购低于预期的风险。
- 我们预计公司13-15年的EPS分别为0.84元、0.94元和1.06元，对应的动态市盈率分别为13.60倍、12.15倍和10.77倍，考虑到公司外部并购及其股权投资所能带来的业绩增长，我们给予公司20倍的PE，目标价16.80元，买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

图表 1: 盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4555.42	6485.54	7340.78	8833.19	10480.35	12470.57
增长率(%)	N/A	42.37%	13.19%	20.33%	18.65%	18.99%
归属母公司股东净利润	863.65	1165.61	1563.92	1887.90	2114.68	2371.83
增长率(%)	N/A	34.96%	34.17%	20.72%	12.01%	12.16%
每股收益(EPS)	0.385	0.520	0.698	0.843	0.944	1.059
每股股利(DPS)	0.057	0.085	0.085	0.121	0.136	0.152
每股经营现金流	0.098	0.152	0.305	0.406	0.462	0.479
销售毛利率	34.48%	38.46%	43.78%	43.95%	43.40%	43.11%
销售净利率	21.96%	21.35%	25.06%	25.14%	23.73%	22.37%
净资产收益率(ROE)	10.25%	11.93%	11.53%	12.44%	12.45%	12.47%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	12.42%	14.26%	13.18%	13.03%	12.97%
市盈率(P/E)	31.39	23.26	17.33	14.36	12.82	11.43
市净率(P/B)	3.22	2.77	2.00	1.79	1.60	1.43
股息率(分红/股价)	0.005	0.007	0.007	0.010	0.011	0.013
报表预测						
利润表						
营业收入	4555.42	6485.54	7340.78	8833.19	10480.35	12470.57
减: 营业成本	2984.56	3991.15	4126.80	4951.00	5931.88	7094.51
营业税金及附加	26.65	52.95	62.50	66.33	78.70	93.65
营业费用	798.27	1209.96	1512.29	1819.74	2159.07	2569.08
管理费用	569.62	886.13	1045.65	1258.24	1492.87	1776.36
财务费用	162.56	289.51	369.83	226.13	226.79	233.67
资产减值损失	100.54	135.78	17.81	15.00	15.00	25.00
加: 投资收益	1181.79	1685.39	1865.98	1790.61	1988.73	2202.70
公允价值变动损益	45.45	-24.94	-35.89	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1140.45	1580.51	2035.99	2287.36	2564.77	2881.00
加: 其他非经营损益	61.50	146.16	87.05	0.00	0.00	0.00
利润总额	1201.95	1726.66	2123.04	2287.36	2564.77	2881.00
减: 所得税	201.61	341.82	283.76	67.06	77.77	91.57
净利润	1000.34	1384.84	1839.27	2220.30	2487.00	2789.43
减: 少数股东损益	136.69	219.24	275.36	332.40	372.33	417.60
归属母公司股东净利润	863.65	1165.61	1563.92	1887.90	2114.68	2371.83
资产负债表						
货币资金	2079.96	1008.43	3211.87	3532.03	4190.89	4593.75
应收和预付款项	1426.58	1765.49	1876.41	2553.10	2708.11	3555.79
存货	934.41	1123.94	1273.44	1431.75	1809.38	2067.00
其他流动资产	233.07	233.27	229.18	229.18	229.18	229.18
长期股权投资	6804.41	8124.91	8593.17	8593.17	8593.17	8593.17
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
固定资产和在建工程	1695.70	2627.33	3479.72	3885.95	4212.56	4449.18
无形资产和开发支出	830.27	3290.23	3444.05	3276.58	3102.17	2925.25
其他非流动资产	1533.75	2182.51	1577.20	1565.99	1554.78	1554.78
资产总计	15538.15	20356.11	23685.03	25067.74	26400.24	27968.10
短期借款	1774.48	1597.36	519.42	519.42	765.44	765.44
应付和预收款项	1440.88	2441.70	2029.34	2454.32	2547.15	3069.95
长期借款	2758.34	3915.10	4280.17	4280.17	4280.17	4280.17
其他负债	171.20	1031.13	1551.45	1551.45	1551.45	1551.45
负债合计	6144.90	8985.28	8380.38	8805.35	9144.20	9667.00
股本	1904.39	1904.39	2240.46	2240.46	2240.46	2240.46
资本公积	1829.24	2211.33	4287.29	4287.29	4287.29	4287.29
留存收益	4689.39	5656.14	7031.04	8646.99	10457.04	12487.20
归属母公司股东权益	8423.02	9771.86	13558.79	15174.74	16984.79	19014.95
少数股东权益	970.23	1598.96	1745.86	2078.25	2450.58	2868.18
股东权益合计	9393.25	11370.83	15304.65	17252.99	19435.37	21883.14
负债和股东权益合计	15538.15	20356.11	23685.03	26058.35	28579.58	31550.14
现金流量表						
经营性现金净流量	218.64	339.73	684.23	910.38	1036.21	1073.87
投资性现金净流量	-264.30	-1766.55	-978.57	-120.00	-125.00	-135.00
筹资性现金净流量	1822.45	913.00	2068.40	-470.22	-252.35	-536.01
现金流量净额	1773.03	-519.84	1762.07	320.16	658.86	402.86

资料来源: wind、中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士（生物科学）、生理学硕士（医学分子生物学），CFA level 3 candidate，2011年7月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。