

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: 18.19元

当前股价: 13.54元

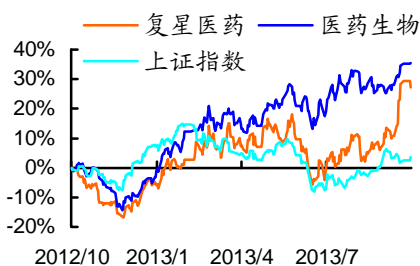
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2198.20
总股本(百万)	2240
流通股本(百万)	1904
流通市值(亿)	258
EPS	0.47
每股净资产(元)	6.34
资产负债率	42.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
复星医药	16.62%	26.13%	17.54%
医药生物	5.70%	15.20%	15.85%
上证指数	2.72%	12.25%	-0.61%



相关报告

复星医药

600196

强烈推荐

收购佛山禅城医院, 打造医疗服务大板块

公司公告拟以不超过 6.93 亿收购佛山禅城医院公司 60% 股权, 打造医疗服务大板块动作加力, 步伐加快至三级医院大标的, 看好公司医疗服务板块的布局。

投资要点:

- 事件一拟不超过 6.93 亿收购佛山禅城医院 60% 股权, 医疗服务板块增添新成员: 禅城医院注册资本 5000 万元, 为民营三级甲等医院, 已经完成改制为营利性医院。2012 年收入 4.97 亿元, 2013 年 1-6 月收入 2.8 亿元。原股东承诺禅城医院 13、14、15 年净利润分别 9000 万、10800 万、12960 万。收购对价以 2013 年盈利承诺来算 PE12.8 倍, 合理。
- 禅城医院资质很好、规模大, 新院区即将建成, 未来潜力大: 历史久, 改制超前, 体制好: 禅城医院建于 1958 年, 前身石湾医院; 2004 年, 医院进行了以职工持股控股为主的股份制改革, 成为广东首家产权制度、人事和分配制度改革的大型综合公有制医院, 改革较为超前; 2011 年以全省最高分评为三甲医院; 2013 年改制成为营利性医院。收购前第一大股东谢大志为医院院长, 三大特色专科脊柱外科创办人, 体制好。规模大, 业务量多, 新院区即将建成, 有潜力: 年门诊量 200 万人次, 年出院超过 3 万人次, 手术量超过 1.5 万人次, 床位 700 张, (新综合大楼在建 500 张床位, 落成使用后床位编制 1200 张)。
- 本次收购医院体量大, 为公司医疗服务板块增添重要新成员, 我们认为目前是公司打造医疗服务板块的初始阶段, 未来的 3-5 年这一板块有望打造成 15 家左右医院, 15000 张病床数量规模的大板块, 未来的 5-10 年规模还有进一步扩大的, 抓住未来中国医疗服务发展的上升期机会。公司控股型并购、整合式发展的战略清晰、执行到位, 看好持续成长能力, 维持推荐评级。预测 13-15 年的 EPS 为 0.85、1.02、1.23 元, 对应 PE15.9、13.3、11 倍, 估值偏低。对于估值, 我们对净利润进行最保守的简单拆分国药产投、医药主业、其他, 分别给予 14 年 15、35、10 倍 PE, 对应目标市值 408 亿, 6 个月目标价 18.19 元。
- 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	9096	11552	13996
收入同比(%)	13%	24%	27%	21%
归属母公司净利润	1564	1896	2286	2754
净利润同比(%)	34%	21%	21%	20%
毛利率(%)	43.8%	44.5%	44.5%	45.3%
ROE(%)	11.5%	12.6%	13.6%	14.4%
每股收益(元)	0.70	0.85	1.02	1.23
P/E	19.40	16.00	13.27	11.02
P/B	2.24	2.02	1.80	1.59
EV/EBITDA	8	7	6	5

资料来源: 中投证券研究总部

- 1、收购承诺净利润及净利润率均较高，医院盈利能力较好。承诺 13-15 年净利润 9000 万、10800 万、12960 万，假设 13 年收入为上半年年 华，14、15 年增长 15%，净利润率均超过 16%，显示出较好的盈利 能力。

**表 1: 收购情况及条件**

单位(万)	2011 年	2012 年	2013 年 E	2014 年 E	2015 年 E
收入	45585	49701	56000	64400	74060
承诺净利润			9000	10800	12960
净利率			16.1%	16.8%	17.5%

资料来源：公司公告，中投证券研究总部，注：收入假设 13 年为上半年年 华，14、15 年年增长 15%

- 2、医疗服务并购历程及成员：医疗服务板块是 2011 年开始公司重点布 局的领域，通过 3 年的试水，11、12 年收购 3 家医院后，2013 年公 司收购禅城医院，收购的脚步加快、标的扩大，看好 3-5 年内该板块 打造成为 15 家左右医院，15000 张床位的大规模板块。5-10 年内布 局更大，抓住中国医疗服务领域发展的大机会。

2013 年 10 月 9 日收购佛山禅城医院 60% 股权，三甲，700 张床位， 即将建成新 500 张床位；

2012 年 12 月 4 日收购宿迁钟吾医院 55% 股权，开放床位 500 张；

2011 年 8600 万投资济民肿瘤医院 70% 股权(500 张床位,新建 500 张);

2011 年共 3093 万投资岳阳广济医院 55% 股权。

- 3、关于估值，仍以简单保守的测算方法，14 年目标市值 407 亿，对应目 标价 18.19 元。

我们仍然假设“扣非后净利润-国药产投贡献净利润=医药主业贡献净 利润”的简单保守算法(总部费用没有摊给国药产投)计算，假设年底 完成估值切换到 2014 年,给予国药产投 15 倍 PE、医药主业 35 倍 PE(有 创新药物研发、主力大品种、整体保持 33% 以上增长)、其他净利 10 倍 PE(每年都会稳定的投资收益,以一级市场普遍的 10 倍 PE 估值), 目标市值 407 亿,对应目标价 18.19 元。

**表 2: 盈利预估及简单估值**

	单位: 百万	PE	市值	
2014 年净利润及组成		2281	17.9	40753
国药产投		665	15.0	9981
主体医药产业		585	35.0	20462
其他净利		1031	10.0	10310
市值总计				40753
总股本				2240
价格				18.19

资料来源：公司公告，中投证券研究总部

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
医疗服务	15,035	33,077	98,000	117,600
医药商业及零售	137,831	140,588	143,399	146,267
医疗器械和诊断	105,721	153,295	199,284	259,069
<b>收入合计</b>	<b>734,078</b>	<b>909,623</b>	<b>1,155,169</b>	<b>1,399,563</b>
毛利率	43.78%	44.47%	44.55%	45.30%
投资收益	186,598	181,685	200,000	230,000

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
<b>流动资产</b>	8382	11366	14922	18766	<b>营业收入</b>	7341	9096	11552	13996
现金	4973	7231	9743	12583	营业成本	4127	5051	6406	7656
应收账款	907	1124	1428	1730	营业税金及附加	62	77	98	119
其它应收款	423	524	666	807	营业费用	1512	1874	2345	2841
预付账款	239	293	371	444	管理费用	1046	1296	1502	1819
存货	1273	1559	1977	2363	财务费用	370	72	117	126
其他	566	635	738	840	资产减值损失	18	10	10	10
<b>非流动资产</b>	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	2000	2300
固定资产	2595	2771	2675	2453	<b>营业利润</b>	2036	2533	3074	3723
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
<b>资产总计</b>	25507	28613	31783	35224	<b>利润总额</b>	2123	2633	3174	3823
<b>流动负债</b>	3893	4745	5150	5369	所得税	284	395	476	573
短期借款	519	1243	1284	1161	<b>净利润</b>	1839	2238	2698	3250
应付账款	776	950	1205	1440	少数股东损益	275	341	412	496
其他	2597	2551	2661	2767	<b>归属母公司净利润</b>	1564	1896	2286	2754
<b>非流动负债</b>	6309	6786	7286	7786	EBITDA	2701	2958	3577	4252
长期借款	217	717	1217	1717	EPS (元)	0.70	0.85	1.02	1.23
其他	6092	6069	6069	6069					
<b>负债合计</b>	10202	11530	12435	13154					
少数股东权益	1746	2087	2499	2995	<b>主要财务比率</b>				
股本	2240	2240	2240	2240	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
资本公积	4287	4287	4287	4287	<b>成长能力</b>				
留存收益	7042	8467	10320	12547	营业收入	13.2%	23.9%	27.0%	21.2%
归属母公司股东权益	13559	14995	16848	19074	营业利润	28.8%	24.4%	21.4%	21.1%
<b>负债和股东权益</b>	25507	28613	31783	35224	归属于母公司净利润	34.2%	21.3%	20.6%	20.5%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率	43.8%	44.5%	44.5%	45.3%
					净利率	21.3%	20.8%	19.8%	19.7%
					ROE	11.5%	12.6%	13.6%	14.4%
					ROIC	31.5%	32.2%	37.8%	44.1%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	40.0%	40.3%	39.1%	37.3%
					净负债比率	10.70	20.04%	22.92	24.54%
					流动比率	2.15	2.40	2.90	3.50
					速动比率	1.82	2.06	2.50	3.04
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.31	0.34	0.38	0.42
					应收账款周转率	8	9	9	8
					应付账款周转率	5.39	5.85	5.94	5.79
					<b>每股指标 (元)</b>				
					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	0.13	0.24	0.37
					每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.69	7.52	8.51
					<b>估值比率</b>				
					P/E	19.40	16.00	13.27	11.02
					P/B	2.24	2.02	1.80	1.59
					EV/EBITDA	8	7	6	5

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。

### 免责声明

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