

2014年08月27日

闫永正
C0063@e-capital.com.tw
目标价(元)

23

复星医药(600196.SH/2196.HK) buy 买入

复星医药中报点评

结论与建议:

公司发布公告, 2014年H1实现净利润10.02亿元, YOY-4.85%, 折合ESP为0.44元, 低于预期, 主要原因为今年H1股权转让收益减少所致; 扣非后净利润为6.7亿元, YOY+34.54% (公司2014H1非经常性损益为3.3亿元, 主要包括出售汉森药业、迪安诊断和佰利联等公司股权所获收益; 2013年H1非经常性损益为5.6亿元, 主要为国药控股H股增发配售, 稀释部分股权按视同出售所确认收益)。单季度来看, 公司Q2实现净利润5.88亿元, YOY-16.12%, 受非经常性损益影响波动较大, Q2扣非后净利润为3.67亿元, YOY+49.8%, 主营业务业绩环比增速较Q1有所加快。

公司H1实现营业收入55.39亿元, 营收增速YOY+22.83%, 其中: 药品制造业务实现收入33.89亿元, YOY+10.62%; 医药分销及零售业务实现收入7.59亿元, YOY+6.88%; 医疗服务业务实现收入5.5亿, YOY+231.69% (合并范围增加禅城医院); 医学诊断与医疗器械制造业务实现收入7.13亿元, YOY+65.14% (合并范围增加Alma Lasers)。H1公司综合毛利率为42.4%与上年同期基本持平, 公司费用率控制良好, 期间费用率为35.38%, 相比去年同期下降2个pp。

公司基本资讯

产业别	医药生物		
A股价(2014/8/27)	18.79		
上证综指(2014/8/27)	2207.11		
股价12个月高/低	23.67/11.37		
总发行股数(百万)	2311.61		
A股数(百万)	1904.39		
A市值(亿元)	434.35		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(39.83%)		
每股净值(元)	7.10		
股价/账面净值	2.64		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	0.7	-2.8	64.8

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2012-11-16	9.2944562	买入
	32	
2013-1-24	10.619472	买入
	36	

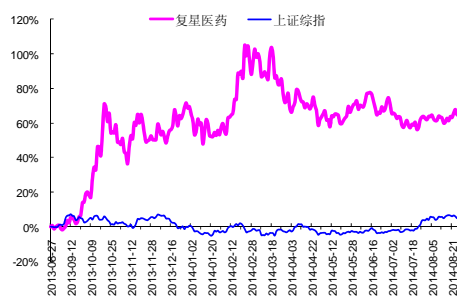
产品组合

药品制造与研发	61.4%
医疗器械及服务	15.1%
医药分销和零售	13.4%

机构投资者占流通A股比例

基金	10.6%
一般法人	48.8%

股价相对大盘走势



- **核心业务医药工业板块实力雄厚:** 公司现有15个规模过亿核心产品, 其中: 奥德金、阿拓莫兰年销售额均超过5亿元, 优帝尔、青蒿琥酯系列和摩罗丹首次过亿。公司在研新药及疫苗119项, 已有5个单抗产品完成高表达生产细胞株的构建和筛选, 并向SFDA提交临床申请, 其中在研单抗药物抗CD20单抗已经获得临床批件。

- **政策暖风劲吹加快布局医疗服务领域:** 2014年医疗服务领域政府利好政策频出, 随着“老龄化”趋势到来将会给相关领域带来黄金增长期。公司先后布局了美中互利、济民肿瘤、佛山禅城等医院, 在民营医院收购和管理方面取得了丰富的经验。目前公司一方面着力推进美中互利私有化, 加速高端医院全国网点布局; 另一方面继续加大医院并购整合力度, 预计今年能够落地的项目3-4个, 通过新老医院的整合在肿瘤等专科领域逐渐展现出了协同效应。

- **加码医学诊断与医疗器械板块:** 公司先后投资了美国个性化药物检测企业Saladax Biomedical, Inc. 结核病体外诊断产品供应商OXFORD MUNOTEC GLOBAL PLC, 并对韩国快速诊断产品生产企业SDB进行了增资, 进步丰富了诊断产品线; 在医疗器械领域, 公司收购了全球领先的激光美容医疗设备商Alma Lasers, 继续保持其在球细分市场领导地位。

- **盈利预计:** 考虑到公司2014年在股权转让规模方面尚存不确定性, 我们小幅调降公司盈利, 2014/2015年公司实现净利润22.74亿元(YOY+12.17%)/26.31亿元(YOY+15.69%), EPS分别为0.98元/1.14元, 对应A股PE分别为20倍/17倍, 对应H股PE分别为22倍/19倍。考虑目前A股价估值相对较低, 并且相对H股又一定折价, 继续维持公司A股“买入”建议, 目标价23元(2015PE X20)。

..... 接续下页

年度截止 12月 31 日		2011	2012	2013	2014 F	2015 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1166	1564	2027	2274	2631
同比增减	%	34.96%	34.17%	29.61%	12.17%	15.69%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.61	0.80	0.90	0.98	1.14
同比增减	%	32.61%	31.15%	12.50%	9.29%	15.69%
A 股市盈率(P/E)	X	32	25	22	20	17
H 股市盈率(P/E)	X	35	26	23	22	19
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.21	0.10	0.10	0.11
GON 股息率 (Yield)	%	0.51%	1.07%	0.51%	0.50%	0.58%

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
营业收入	6,486	7,341	9,996	12,357	15,491
经营成本	3,991	4,127	5,543	6,921	8,730
主营业务利润	2,494	3,214	4,453	5,436	6,760
销售费用	1,210	1,512	1,844	2,224	2,788
管理费用	886	1,046	1,421	1,730	2,169
财务费用	290	370	384	432	542
营业利润	1,581	2,036	2,819	3,138	3,644
补贴收入	172	97	104	100	100
税前利润	1,727	2,123	2,906	3,223	3,729
所得税	342	284	506	548	634
少数股东损益	219	275	373	401	464
归属于母公司所有者的净利润	1,166	1,564	2,027	2,274	2,631

附二：合并资产负债表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
货币资金	2,895	4,973	3,067	3,262	3,907
存货	1,124	1,273	1,614	1,977	2,478
应收账款	1,258	1,214	1,650	2,101	2,633
流动资产合计	6,049	8,382	6,987	7,945	9,671
长期股权投资	8,125	8,593	9,932	10,429	10,950
固定资产	1,560	2,595	3,582	3,224	2,902
无形资产及其他资产合计	1,683	1,753	2,590	2,331	2,098
资产总计	22,291	25,507	29,475	30,929	33,720
流动负债合计	4,992	3,893	5,278	5,593	6,233
长期负债合计	5,928	6,309	6,533	5,223	4,280
负债合计	10,920	10,202	11,811	10,817	10,513
少数股东权益	1,599	1,746	2,332	3,017	3,481
股东权益合计	11,371	15,305	17,665	20,112	23,207
负债及股东权益合计	22,291	25,507	29,475	30,929	33,720

附三：合并现金流量表

百万元	2011	2012	2013	2014F	2015F
经营活动产生的现金流量净额	317	666	1,012	1,855	2,685
投资活动产生的现金流量净额	-1,767	-979	-1,803	-2,110	-2,390
筹资活动产生的现金流量净额	913	2,068	-932	450	350
现金及现金等价物净增加额	-543	1,743	-1,755	195	645

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。