

## 复星医药（600196）年报点评：产投研一体化，长期看好

行业分类：医药

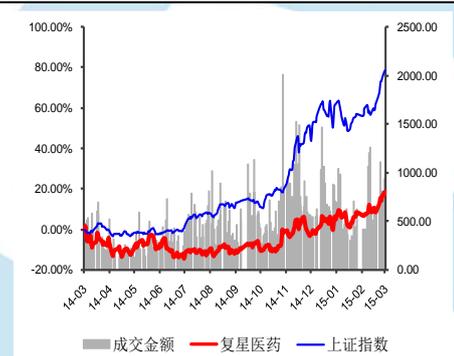
2015年3月25日

|               |       |
|---------------|-------|
| 公司投资评级        | 买入    |
| 6-12个月目标价     | 29.00 |
| 当前股价（15.3.24） | 24.79 |

### 基础数据

|             |         |
|-------------|---------|
| 上证指数        | 3691.41 |
| 总股本（亿）      | 23.11   |
| 流通A股（亿）     | 19.06   |
| 流通B股（亿）     | 0       |
| 流通A股市值（亿）   | 472     |
| 每股净资产（元）    | 7.21    |
| ROE（2014）   | 13.38%  |
| 资产负债率（2014） | 45.94%  |
| 动态市盈率       | 21.38   |
| 市净率         | 3.05    |

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



### 2014 年年度报告：

- 报告期内公司实现营业收入1,202,553.20万元，同比增长20.30%；利润总额271,805.36万元，同比增长17.48%；归属于上市公司股东的净利润211,286.95万元，同比增长33.51%；扣非后的净利润133,102.37万元，同比增长29.75%。
- 核心业务增长稳健。公司四个季度营业收入的同比增长率分别为29.24%、17.45%、21.92%和14.99%，总体稳；净利润的同比增长率分别为17.06%、-17.19%、52.70%和-25.53%，波动主要来源于投资收益的确认时点不同所致。从增长速度来看，顺次是医疗服务，医疗诊断与医疗器械，药品制造与研发及医药分销和零售，同比增长率分别为149.57%、37.12%、11.93%和2.91%，医疗服务及医疗诊断和医疗器械的高增长除了内生性原因外，并表范围的变化也是重要原因，如新并表的禅城医院和Alma Lasers，其他多个股权投资项目也有望在未来逐步释放业绩，引领高增长。药品制造与研发业务实现营业收入733,664.54万元，同比增长11.43%，已经有17个过亿品种。报告期内，公司同样进一步完善了产业布局与优化，反应在股权上的调整，如黄河药业、二叶制药和奥鸿药业等。
- 国药控股稳定输出。报告期内，公司参股的国药控股的营业收入突破2000亿元，巩固了其在医药分销领域的龙头地位，扩大了领先优势。具体收入规模为2,001.31亿元、净利润45.52亿元，同比分别增长了19.94%和27.15%。在医药流通行业集中度不断提升的大趋势下，国药控股有望继续快速增长，保持稳定输出。  
**研发成果显著。**公司注重研发创新，不断优化多区域多层次研发体系，如目前的“4+1”研发平台。报告期内，公司累计开展了125个药品研发项目，获得了草酸艾司西酞普兰原料药及片剂、复方磺胺多辛乙胺嘧啶片和注射用依诺肝素钠等药物的生产批件，重磅仿制药利妥昔单抗获得临床批件并展开临床试验。
- **风险因素：**药品降价的风险；研发进展低于预期的风险。
- 我们预计公司2015-2017年的EPS分别为1.16元、1.40元和1.69元，对应的动态市盈率分别为21.38倍、17.75倍和14.60倍，考虑到公司稳定的内生增长、合理的产业布局以及研发成果不断释放，给予买入评级，按照2015年业绩25倍的市盈率计算，目标价29元。

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**

| <b>财务和估值数据摘要</b> |         |         |          |          |          |          |
|------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| 单位:百万元           | 2012A   | 2013A   | 2014A    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
| 营业收入             | 7340.78 | 9996.41 | 12025.53 | 14671.15 | 17752.09 | 21480.03 |
| 增长率(%)           | 13.19%  | 36.18%  | 20.30%   | 22.00%   | 21.00%   | 21.00%   |
| 归属母公司股东净利润       | 1563.92 | 2027.06 | 2112.87  | 2680.47  | 3228.31  | 3907.74  |
| 增长率(%)           | 34.17%  | 29.61%  | 4.23%    | 26.86%   | 20.44%   | 21.05%   |
| 每股收益(EPS)        | 0.677   | 0.877   | 0.914    | 1.160    | 1.397    | 1.691    |
| 每股股利(DPS)        | 0.082   | 0.204   | 0.270    | 0.251    | 0.302    | 0.366    |
| 每股经营现金流          | 0.296   | 0.473   | 0.530    | 0.588    | 0.581    | 0.765    |
| 销售毛利率            | 43.78%  | 44.55%  | 44.13%   | 44.50%   | 44.50%   | 44.50%   |
| 销售净利率            | 25.06%  | 24.01%  | 19.71%   | 20.49%   | 20.40%   | 20.41%   |
| 净资产收益率(ROE)      | 11.53%  | 13.22%  | 12.67%   | 14.28%   | 15.15%   | 16.04%   |
| 投入资本回报率(ROIC)    | 15.25%  | 16.55%  | 11.48%   | 14.04%   | 15.23%   | 16.78%   |
| 市盈率(P/E)         | 36.64   | 28.27   | 27.12    | 21.38    | 17.75    | 14.66    |
| 市净率(P/B)         | 4.23    | 3.74    | 3.44     | 3.05     | 2.69     | 2.35     |
| 股息率(分红/股价)       | 0.003   | 0.008   | 0.011    | 0.010    | 0.012    | 0.015    |

| <b>报表预测</b>       |         |         |          |          |          |          |
|-------------------|---------|---------|----------|----------|----------|----------|
| <b>利润表</b>        |         |         |          |          |          |          |
|                   | 2012A   | 2013A   | 2014A    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
| 营业收入              | 7340.78 | 9996.41 | 12025.53 | 14671.15 | 17752.09 | 21480.03 |
| 减: 营业成本           | 4126.80 | 5543.37 | 6718.57  | 8142.49  | 9852.41  | 11921.42 |
| 营业税金及附加           | 62.50   | 74.92   | 87.29    | 113.78   | 137.68   | 166.59   |
| 营业费用              | 1512.29 | 1843.53 | 2300.42  | 2787.52  | 3284.14  | 3651.60  |
| 管理费用              | 1045.65 | 1420.64 | 1726.82  | 2127.32  | 2485.29  | 3007.20  |
| 财务费用              | 369.83  | 383.54  | 378.79   | 320.76   | 261.96   | 214.13   |
| 资产减值损失            | 17.81   | 82.56   | 333.61   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 加: 投资收益           | 1865.98 | 2140.62 | 1925.01  | 1850.00  | 1950.00  | 2000.00  |
| 公允价值变动损益          | -35.89  | 30.37   | -10.70   | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| 其他经营损益            | 0.00    | 0.00    | 0.00     | 0.00     | 0.00     | 0.00     |
| <b>营业利润</b>       | 2035.99 | 2818.83 | 2394.35  | 3029.28  | 3680.62  | 4519.09  |
| 加: 其他非经营损益        | 87.05   | 87.44   | 323.71   | 150.00   | 190.00   | 220.00   |
| <b>利润总额</b>       | 2123.04 | 2906.27 | 2718.05  | 3179.28  | 3870.62  | 4739.09  |
| 减: 所得税            | 283.76  | 506.32  | 348.21   | 172.81   | 249.68   | 356.08   |
| <b>净利润</b>        | 1839.27 | 2399.95 | 2369.84  | 3006.47  | 3620.94  | 4383.00  |
| 减: 少数股东损益         | 275.36  | 372.89  | 256.97   | 326.00   | 392.63   | 475.26   |
| <b>归属母公司股东净利润</b> | 1563.92 | 2027.06 | 2112.87  | 2680.47  | 3228.31  | 3907.74  |

| <b>资产负债表</b>     |          |          |          |          |          |          |
|------------------|----------|----------|----------|----------|----------|----------|
|                  | 2012A    | 2013A    | 2014A    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
| 货币资金             | 3211.87  | 692.05   | 923.53   | 146.71   | 177.52   | 1267.43  |
| 应收和预付款项          | 1876.41  | 2240.45  | 2313.12  | 2966.62  | 4055.87  | 5464.20  |
| 存货               | 1273.44  | 1614.27  | 1604.56  | 1652.43  | 1930.26  | 2043.54  |
| 其他流动资产           | 229.18   | 48.44    | 45.02    | 33.77    | 33.77    | 33.77    |
| 长期股权投资           | 8593.17  | 9932.10  | 11905.75 | 12805.75 | 13755.75 | 14755.75 |
| 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        | 3479.72  | 4907.45  | 5681.40  | 5696.81  | 5412.22  | 5047.63  |
| 无形资产和开发支出        | 3444.05  | 5615.48  | 6166.90  | 5831.96  | 5497.02  | 5162.08  |
| 其他非流动资产          | 1577.20  | 1945.53  | 2816.98  | 2810.19  | 2803.39  | 2803.39  |
| <b>资产总计</b>      | 23685.03 | 26995.77 | 31457.26 | 31944.24 | 33665.80 | 36577.80 |
| 短期借款             | 519.42   | 1383.30  | 2841.22  | 1326.61  | 310.25   | 0.00     |
| 应付和预收款项          | 2029.34  | 3106.20  | 3107.14  | 4862.47  | 4678.14  | 4363.11  |
| 长期借款             | 4280.17  | 4199.71  | 3856.67  | 3856.67  | 3856.67  | 3856.67  |
| 其他负债             | 1551.45  | 642.05   | 2950.44  | 770.36   | 770.36   | 770.36   |
| <b>负债合计</b>      | 8380.38  | 9331.25  | 12755.48 | 10816.11 | 9615.42  | 8990.15  |
| 股本               | 2240.46  | 2240.46  | 2311.61  | 2311.61  | 2311.61  | 2311.61  |
| 资本公积             | 4287.29  | 4501.74  | 6123.45  | 6123.45  | 6123.45  | 6123.45  |
| 留存收益             | 7031.04  | 8589.98  | 8239.78  | 10340.13 | 12869.75 | 15931.76 |
| <b>归属母公司股东权益</b> | 13558.79 | 15332.18 | 16674.85 | 18775.20 | 21304.82 | 24366.82 |
| 少数股东权益           | 1745.86  | 2332.33  | 2428.15  | 2754.16  | 3146.79  | 3622.05  |
| <b>股东权益合计</b>    | 15304.65 | 17664.51 | 19103.00 | 21529.35 | 24451.60 | 27988.87 |
| 负债和股东权益合计        | 23685.03 | 26995.77 | 31858.48 | 32345.46 | 34067.03 | 36979.02 |

| <b>现金流量表</b>  |         |          |          |          |          |          |
|---------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
|               | 2012A   | 2013A    | 2014A    | 2015E    | 2016E    | 2017E    |
| 经营性现金净流量      | 684.23  | 1093.26  | 1224.17  | 1358.17  | 1342.51  | 1768.62  |
| 投资性现金净流量      | -978.57 | -1803.45 | -2478.34 | 280.50   | 665.30   | 691.40   |
| 筹资性现金净流量      | 2068.40 | -932.11  | 1863.07  | -2415.49 | -1977.01 | -1370.11 |
| <b>现金流量净额</b> | 1762.07 | -1673.69 | 617.85   | -776.82  | 30.81    | 1089.91  |

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、生理学硕士，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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

### 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。