

2016年03月30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

2015 业绩增长稳健，各项业务均衡发展

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2016/3/30)	19.89		
上证综指(2016/3/30)	3000.65		
股价 12 个月高/低	38.27/17.32		
总发行股数(百万)	2314.08		
A 股数(百万)	1906.84		
A 市值(亿元)	379.27		
主要股东	上海复星高科技(集团)有限公司(39.91%)		
每股净值(元)	7.86		
股价/账面净值	2.53		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	9.6	-15.3	-19.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2015-10-30	19.68	买入

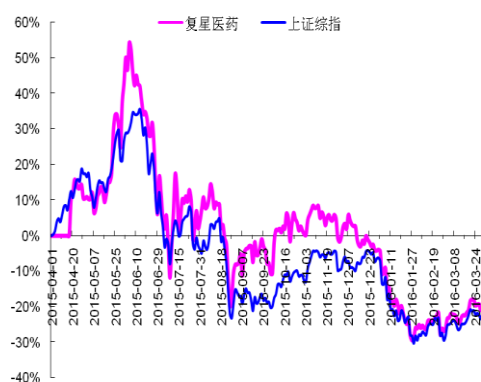
产品组合

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	2.3%
一般法人	49.8%

股价相对大盘走势



结论与建议:

公司 2015 年实现净利润 24.60 亿元, YOY+16.43%, 折合 ESP 为 1.07 元, 符合预期。公司扣非后净利润为 16.56 亿元, YOY+24.43%。公司同时公告拟派息 0.32 元/股。单季度来看公司 Q4 实现净利润 5.69 亿元, YOY+5.73%, 四季度公司净利润增速较低, 我们认为主要是受当期“奥德金”停产所致, 根据公司公告 2016 年 1 月份相关产品已经复产, 后续相关业绩扰动因素将会消退。

公司 2015 年实现营业收入 126.09 亿元, 营收增速 YOY+4.85%, 主要系合并范围变化所致。(剔除出售复星药业、复美大药房、金象大药房、邯郸制药等四家企业以及新并购的二叶制药的贡献后, 营业收入较 2014 年同口径增长 15.07%)。其中: 药品制造与研发业务实现营业收入 89.35 亿元, YOY+21.78%; 医疗服务业务实现营业收入 13.79 亿元, YOY+16.26%。2015 年公司综合毛利率为 50.00%, 较上年同期大幅提升月 6 个 pp, 主要为公司在报告期置出了毛利率较低的零售业务致使报告期公司收入结构发生较大改变所致。2015 年期间费用率为 40.01%, 同比提升约 3 个百分点, 主要为零售业务剥离致使费用率较高的其他板块占比相对提升所致。

■ **医药工业板块研发实力强大, 期待厚积薄发:** 公司已形成国际化的研发布局和较强的研发能力, 通过在上海、重庆、美国旧金山、台湾的布局建立互动一体化的研发体系, 在小分子化学创新药、大分子生物类似药、高价值仿制药、特色制剂技术等领域打造了高效的研发平台。截至 2015 年公司在研新药、仿制药、生物类似药及疫苗等项目 161 项, 40 个项目正在申报进入临床试验、13 个项目正在进行临床试验、41 个项目等待审批上市, 预计这些在研产品将为本集团后续经营业绩的持续提升打下良好基础。

■ **加快布局医疗服务领域与医疗器械板块:** 报告期内, 禅城医院新综合医疗大楼“精进楼”投入使用, 为打造差异化医疗服务平台打下基础; 钟吾医院康复体检医院启动建设, 使本集团医疗服务平台更趋多元化; 此外, “台州市赞扬医养项目”亦启动建设, 积极探索医养新模式。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, 其在球细分市场处于领导地位。

■ **盈利预测:** 公司内生业务增长稳定, 并且积极在医疗服务、诊断试剂与医疗器械等领域展开外延并购, 内生、外延将共同促进公司稳健成长。预计 2016/2017 年公司实现净利润 29.30 亿元 (YOY+19.10%) / 35.54 亿元 (YOY+21.31%), EPS 分别为 1.27 元/1.54 元, 对应 A 股 PE 分别为 16 倍/13 倍, 对应 H 股 PE 分别为 13 倍/11 倍。公司作为医药综合平台, 资源优势突出, 目前 A/H 股估值都较低, 继续维持公司 A/H 股“买入”建议, A 股目标价 23 元 (对应 2016PE X18), H 股目标价 23 港币 (对应 2016PE X15)。

..... 接续下页

年度截止 12 月 31 日		2013	2014	2015	2016E	2017E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2175	2113	2460	2930	3554
同比增减	%	39.09%	-2.87%	16.43%	19.10%	21.31%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.71	0.92	1.07	1.27	1.54
同比增减	%	-11.25%	29.58%	16.30%	37.78%	21.31%
A 股市盈率 (P/E)	X	28	22	19	16	13
H 股市盈率 (P/E)	X	24	18	16	13	11
股利 (DPS)	RMB 元	0.10	0.28	0.32	0.32	0.38

GON 股息率 (Yield)	%	0.50%	1.39%	1.58%	1.57%	1.90%
-----------------	---	-------	-------	-------	-------	-------

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	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
营业收入	9,996	12,026	12,609	14,941	18,124
经营成本	5,543	6,719	6,308	7,321	8,881
主营业务利润	4,453	5,307	6,301	7,620	9,243
销售费用	1,844	2,300	2,815	3,138	3,806
管理费用	1,421	1,727	1,906	2,166	2,628
财务费用	384	379	450	448	544
营业利润	2,819	2,394	3,297	3,722	4,447
补贴收入	104	340	107	350	490
税前利润	2,906	2,718	3,372	4,055	4,919
所得税	358	348	501	608	738
少数股东损益	373	257	411	517	627
归属于母公司所有者的净利润	2,175	2,113	2,460	2,930	3,554

附二: 合并资产负债表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
货币资金	3,067	3,696	4,029	4,034	5,766
存货	1,614	1,605	1,649	2,391	2,900
应收账款	1,650	1,977	2,147	2,540	3,081
流动资产合计	6,987	7,674	8,325	9,592	12,421
长期股权投资	9,840	11,906	13,920	10,429	10,950
固定资产	3,582	4,624	4,761	3,224	2,902
无形资产及其他资产合计	2,590	2,822	3,023	2,331	2,098
资产总计	30,375	34,346	38,202	32,576	36,470
流动负债合计	5,278	8,948	10,939	5,738	6,329
长期负债合计	6,533	6,696	6,593	4,581	3,703
负债合计	11,811	15,644	17,532	10,319	10,032
少数股东权益	2,332	2,428	2,488	3,339	3,966
股东权益合计	17,665	19,103	20,670	22,257	26,438
负债及股东权益合计	29,475	34,747	38,202	32,576	36,470

附三: 合并现金流量表

百万元	2,013	2,014	2,015	2016E	2017E
经营活动产生的现金流量净额	1,160	1,200	1,621	2,627	3,772
投资活动产生的现金流量净额	-1,803	-2,478	-1,870	-2,110	-2,390
筹资活动产生的现金流量净额	-932	1,863	551	450	350
现金及现金等价物净增加额	-1,607	594	338	967	1,732

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, 不在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。此份报告内容之数据和意见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。

