

# 复星医药 (600196.SH) 医药流通行业

评级: 买入 维持评级

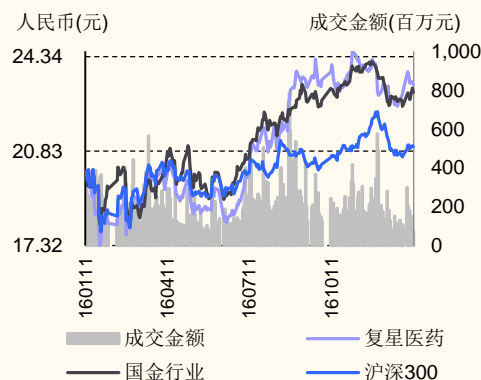
公司点评

市场价格(人民币): 25.84元

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股)	1,908.97
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	62,390.99
年内股价最高最低(元)	26.15/18.18
沪深300指数	3435.10
上证指数	3230.03



## 相关报告

- 《牵手 KITE 成立合资公司, 进入细胞治疗第一梯队-复星医药公司...》, 2017.1.11
- 《与 Intuitive 成立合资公司, 深度绑定-复星医药公司点评》, 2016.9.30
- 《综合医疗集团: 布局完善, 盈利质量提升-复星医药公司点评》, 2016.8.24
- 《公布 Gland 审计报告, 协同效应带来潜在收益-复星医药公司点...》, 2016.8.4
- 《国际化布局重大突破, 抢占制剂出口优质平台-复星医药公司研究》, 2016.8.2

王建礼 联系人  
wjianli@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)60230221  
lijingl@gjzq.com.cn

## 复星医药 Warning Letter 点评: 整体影响仅限于医工院涂山工厂, 不会对公司业绩产生大影响, 预计工厂搬迁完成后重新激活。

### 公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.914	1.063	1.302	1.549	1.802
每股净资产(元)	7.21	7.86	8.42	9.56	10.90
每股经营性现金流(元)	0.52	0.70	0.84	0.94	1.15
市盈率(倍)	23.08	22.10	15.98	13.43	11.54
行业优化市盈率(倍)	33.29	44.01	40.60	40.60	40.60
净利润增长率(%)	4.23%	16.43%	22.46%	18.96%	16.38%
净资产收益率(%)	12.67%	13.53%	15.46%	16.20%	16.53%
总股本(百万股)	2,311.61	2,314.08	2,314.08	2,314.08	2,314.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

## 1、Warning Letter 背景及内容

- a、FDA 于 2016 年 5 月 16 日至 19 日对重庆医工院南岸区涂山路工厂 QC 实验室原料药检查。发现存在的缺陷:
  - “未能保持所有实验室测试的完整数据, 以确保符合既定的规范和标准。”具体而言, FDA 调查员审查了用于进行高效液相色谱 (HPLC) 和气相色谱 (GC) 分析的各种独立实验室设备的记录, 发现从独立的计算机中删除了整个色谱序列和单次进样记录。
  - 数据完整性修复。FDA 认为医工院涂山路工厂目前质量体系不能充分确保数据的准确性和完整性, 以支持制造的药物的安全性, 有效性和质量。强烈建议医工院涂山工厂寻求合格的顾问以协助补救。

图表 1: 重庆医工院涂山工厂 Warning letter 信息

Company	Letter Issued	Issuing Office	Subject	Response Letter Posted	Closeout Date
Chongqing Pharma Research Institute Co., Ltd.	02/14/2017	Center for Drug Evaluation and Research	CGMP/Active Pharmaceutical Ingredient (API)/Adulterated	No	

## 2、影响: 整体影响仅限于医工院涂山工厂, 不会对公司业绩产生大影响, 预计工厂搬迁完成后重新激活 DMF 文号。

- a、FDA 的 Warning Letter 是针对具体工厂的, 因此本 Warning Letter 只影响在重庆医工院涂山工厂注册及生产的产品, 并不会影响复星医药公司其他子公司的生产销售。
- b、目前重庆医工院没有独立的 ADNA 文号, DMF 方面共有 6 个, 其中 5 个目前处于激活状态。预计这 6 个 DMF 文号在美国的生产销售受到影响。其中核心的包括蔗糖铁、培美及阿比特龙三个原料药 15 年销售 3875 万元, 收入占比 0.31%; 16 年 1-9 月销售 2346 万元, 收入占比 0.22%, 并不会对公司业绩产生大影响。
- c、本 Warning Letter 仅仅针对数据不规范问题, 相对于“数据造假”、“生产掺杂杂质”等严重的 483 类警告, 其严重程度更低, 更易于纠正。同时医

工院工厂在搬迁，我们预计随着搬迁完成和内部管理的整改，警示有望快速解除。

图表 2：重庆医工院的 DMF 文号

DMF#	STATUS	TYPE	SUBMIT DATE	HOLDER	SUBJECT	中文名
9491	I	II	1991/12/31	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	AMRINONE	氨基双吡酮
18390	A	II	2005/5/31	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	IRON SUCROSE (NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE)	蔗糖铁
22141	A	II	2008/11/3	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	PEMETREXED DISODIUM, (NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE)	培美曲塞二钠
26779	A	II	2012/12/24	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	ABIRATERONE ACETATE (NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE)	醋酸阿比特龙
30162	A	II	2015/12/29	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	CARFILZOMIB (NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE)	卡非佐米
30853	A	II	2016/8/19	CHONGQING PHARMACEUTICAL RESEARCH INSTITUTE CO LTD	CANAGLILOZIN MONOHYDRATE (NON-STERILE BULK DRUG SUBSTANCE)	坎格列净一水合物

### 重申我们的推荐逻辑

- 1、通过并购 Gland 进入制剂出口第一梯队：Gland 的公司质地优秀，收购价格合理，协同性明显。
  - a、优秀体现在：1) 优秀的生产与质控；2) 高效的注册团队；3) 丰富的研发实力及 anda
  - b、价格：考虑到预期获批的依诺肝素钠注射注以及公司通过 CDMO 业务享有的客户 ANDA 的销售分成，估值合理
  - c、协同性：复星的单抗、注射剂等通过 Gland 加速进入美国和印度市场；生产线共用；Gland 的 ANDA 通过复星生产线认证进入中国市场。
- 2、通过与 KITE 成立合资公司进入细胞治疗第一梯队。kite 针对 CD19 的 CART 临床数据亮眼，有望成为第一个获批的 CART 治疗产品。Kite Pharma 公司在 2017 年 BMT Tandem 会议期间提交了 ZUMA-1 II 期试验的部分中期分析，在随访一个月后发现，接受 CAR-T 细胞治疗的非霍奇金淋巴瘤 (NHL) 的患者中有 76% 的客观缓解率 (ORR) 和 47% 的完全缓解率 (CR)。
- 3、复宏汉霖 cd20 单抗目前 III 期临床进行中，处于第一梯队。另外有 6 个在临床不同阶段。我们认为现在单抗与之前最大的不同是，进入产品兑现期，多年的资本投入也即将进入回报期，政策也有利好。这个是比较大的催化剂。
- 4、复星制药业务占比提高，不是以前的大家认为的医药投资公司，目前：制药、诊断器械、医疗服务占比越来越高，并且实现超越行业增长。

### 盈利预测及投资建议

- 我们预计公司 2016-2018 年净利润 30.1/35.8/41.7 亿（暂时没有考虑 Gland 并购对盈利及财务的影响。）公司目前股价对应 17 年 PE 为 17 倍。考虑到公司在制药、医疗服务、单抗、国际化、细胞治疗的全方位优质布局。给予“买入”评级。

### 风险提示

收购进程风险；行业政策风险；经营整合管理风险；研发风险

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	9,996	12,026	12,609	14,777	17,246	21,065
增长率		20.3%	4.8%	17.2%	16.7%	22.1%
主营业务成本	-5,543	-6,719	-6,308	-7,000	-8,500	-10,398
% 销售收入	55.5%	55.9%	50.0%	47.4%	49.3%	49.4%
毛利	4,453	5,307	6,301	7,777	8,746	10,667
% 销售收入	44.5%	44.1%	50.0%	52.6%	50.7%	50.6%
营业税金及附加	-75	-87	-106	-124	-145	-177
% 销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,844	-2,300	-2,815	-3,561	-3,794	-4,634
% 销售收入	18.4%	19.1%	22.3%	24.1%	22.0%	22.0%
管理费用	-1,421	-1,727	-1,906	-2,239	-2,604	-3,181
% 销售收入	14.2%	14.4%	15.1%	15.2%	15.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	1,114	1,192	1,473	1,853	2,203	2,675
% 销售收入	11.1%	9.9%	11.7%	12.5%	12.8%	12.7%
财务费用	-384	-379	-450	-421	-414	-373
% 销售收入	3.8%	3.1%	3.6%	2.9%	2.4%	1.8%
资产减值损失	-83	-334	-70	-17	-3	-4
公允价值变动收益	30	-11	-2	0	0	0
投资收益	2,141	1,925	2,347	2,530	2,830	3,010
% 税前利润	73.7%	70.8%	69.6%	63.0%	60.4%	56.0%
营业利润	2,819	2,394	3,297	3,945	4,617	5,307
营业利润率	28.2%	19.9%	26.2%	26.7%	26.8%	25.2%
营业外收支	87	324	75	70	70	70
税前利润	2,906	2,718	3,372	4,015	4,687	5,377
利润率	29.1%	22.6%	26.7%	27.2%	27.2%	25.5%
所得税	-506	-348	-501	-602	-703	-807
所得税率	17.4%	12.8%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	2,400	2,370	2,871	3,413	3,984	4,571
少数股东损益	373	257	411	400	400	400
归属于母公司的净利润	2,027	2,113	2,460	3,013	3,584	4,171
净利率	20.3%	17.6%	19.5%	20.4%	20.8%	19.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,400	2,370	2,871	3,413	3,984	4,571
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	504	898	728	665	760	870
非经营收益	-1,481	-1,582	-1,903	-2,120	-2,445	-2,602
营运资金变动	-411	-486	-74	-22	-127	-178
经营活动现金净流	1,012	1,200	1,621	1,935	2,171	2,661
资本开支	-1,034	-992	-1,214	-692	-1,139	-1,140
投资	-1,329	-1,801	-1,076	-1	0	0
其他	560	315	420	2,530	2,830	3,010
投资活动现金净流	-1,803	-2,478	-1,870	1,837	1,691	1,870
股权募资	31	1,466	116	0	0	0
债权募资	-28	3,087	2,004	-601	-475	1,196
其他	-966	-2,682	-1,532	-1,400	-1,388	-1,527
筹资活动现金净流	-963	1,872	587	-2,002	-1,862	-331
现金净流量	-1,755	594	338	1,771	2,000	4,200

来源：国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,067	3,696	4,029	5,800	7,800	12,000
应收款项	2,038	2,175	2,348	2,426	2,817	3,441
存货	1,614	1,605	1,649	1,803	2,189	2,678
其他流动资产	267	1,188	300	218	257	306
流动资产	6,987	8,664	8,325	10,246	13,063	18,425
% 总资产	23.7%	24.5%	21.8%	25.5%	30.1%	37.5%
长期投资	11,605	14,405	17,234	17,235	17,234	17,234
固定资产	4,907	5,681	5,765	6,384	6,896	7,297
% 总资产	16.6%	16.1%	15.1%	15.9%	15.9%	14.9%
无形资产	5,646	6,180	6,562	6,267	6,208	6,151
非流动资产	22,489	26,672	29,876	29,888	30,340	30,685
% 总资产	76.3%	75.5%	78.2%	74.5%	69.9%	62.5%
资产总计	29,475	35,336	38,202	40,135	43,403	49,110
短期借款	1,424	3,951	7,334	6,909	6,435	7,630
应付款项	3,106	3,107	2,467	2,736	3,239	3,961
其他流动负债	748	2,479	1,138	1,844	2,149	2,531
流动负债	5,278	9,537	10,939	11,489	11,823	14,122
长期贷款	126	771	1,676	1,676	1,676	1,677
其他长期负债	6,406	5,925	4,917	4,595	4,495	4,395
负债	11,811	16,233	17,532	17,761	17,994	20,194
普通股股东权益	15,332	16,675	18,182	19,486	22,121	25,227
少数股东权益	2,332	2,428	2,488	2,888	3,288	3,688
负债股东权益合计	29,475	35,336	38,202	40,135	43,403	49,110

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益	0.905	0.914	1.063	1.302	1.549	1.802
每股净资产	6.843	7.214	7.857	8.421	9.559	10.902
每股经营现金净流	0.452	0.519	0.701	0.836	0.938	1.150
每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	13.22%	12.67%	13.53%	15.46%	16.20%	16.53%
总资产收益率	6.88%	5.98%	6.44%	7.51%	8.26%	8.49%
投入资本收益率	3.67%	3.60%	3.75%	4.56%	5.06%	5.46%
增长率						
主营业务收入增长率	36.18%	20.30%	4.85%	17.20%	16.71%	22.14%
EBIT增长率	87.68%	7.05%	23.57%	25.77%	18.89%	21.42%
净利润增长率	29.61%	4.23%	16.43%	22.46%	18.96%	16.38%
总资产增长率	15.56%	19.88%	8.11%	5.06%	8.14%	13.15%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.2	42.5	46.9	42.3	42.0	42.0
存货周转天数	95.1	87.4	94.1	94.0	94.0	94.0
应付账款周转天数	58.2	49.6	52.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	130.8	140.3	137.8	128.0	116.3	98.7
偿债能力						
净负债/股东权益	14.22%	21.35%	33.11%	20.77%	8.55%	-2.87%
EBIT利息保障倍数	2.9	3.1	3.3	4.4	5.3	7.2
资产负债率	40.07%	45.94%	45.89%	44.25%	41.46%	41.12%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-02	买入	20.80	24.00~25.00
2	2016-08-04	买入	20.97	N/A
3	2016-08-24	买入	21.57	24.80~28.00
4	2016-09-30	买入	23.22	27.00~30.00
5	2017-01-11	买入	23.73	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；  
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；  
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；  
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

**特别声明：**

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

**上海**

电话：021-60753903  
传真：021-61038200  
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn  
邮编：201204  
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号  
紫竹国际大厦 7 楼

**北京**

电话：010-66216979  
传真：010-66216793  
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn  
邮编：100053  
地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

**深圳**

电话：0755-83831378  
传真：0755-83830558  
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn  
邮编：518000  
地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号  
时代金融中心 7BD