

复星医药 (600196.SH)

医药流通行业

评级：买入 维持评级

公司点评

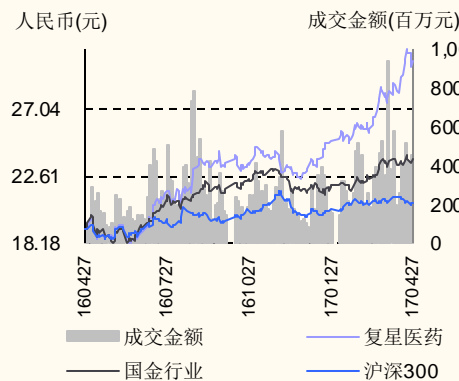
市场价格 (人民币): 42.65 元

## 收购深圳恒生医院，医疗服务再下一城

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)	483.94
总市值(百万元)	106,417.34
年内股价最高最低(元)	44.77/22.50
沪深 300 指数	4128.07
上证指数	3447.84



## 相关报告

- 《三季度业绩受并表拖累，研发进入收获期-复星医药公司点评》，2017.10.31
- 《获得生产许可证，Biosimilar 上市再进一步-复星医药公...》，2017.9.22
- 《修改 Gland 收购方案，国际化突破-复星医药公司点评》，2017.9.18
- 《研发进入收获期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.8.30
- 《收入超预期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.4.28

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

## 公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.063	1.162	1.239	1.428	1.660
每股净资产(元)	7.86	9.19	10.20	11.27	12.52
每股经营性现金流(元)	0.03	0.03	1.43	1.52	1.39
市盈率(倍)	22.10	19.91	32.43	28.14	24.21
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	16.43%	14.05%	10.17%	15.23%	16.26%
净资产收益率(%)	13.53%	12.64%	12.55%	13.09%	13.70%
总股本(百万股)	2,314.08	2,414.51	2,495.13	2,495.13	2,495.13

来源：公司年报、国金证券研究所

## 事件

- 复星医药公告：以 9.09 亿收购深圳恒生医院 60% 股权。

## 点评

- **1、收购医院质地优良。**深圳恒生医院是深圳市规模最大的民营三级综合医院之一，拥有二代辅助生殖中心。深圳恒生医院系深圳市卫生和计划生育委员会批准设立的营利性医疗机构，开办于 2004 年，地处深圳市核心区域，建筑面积近 9.5 万平方米，共计开设超过 40 个临床医技科室，核定床位数 681 张，拥有超过 800 名的专业医生、技术人员及运营管理团队；现为深圳市规模最大的三级民营营利性综合医院之一；同时，其二代辅助生殖中心也已于 2015 年获批，该中心覆盖深圳市宝安区乃至整个深圳市西线市场共计约 600 万人口，2016 年就诊人数超过 60 万。2016 年深圳恒生医院实现主营业务收入人民币 32,593 万元，实现净利润人民币 4,037 万元；2017 年 1 至 6 月，深圳恒生医院实现主营业务收入人民币 16,210 万元，实现净利润人民币 1,396 万元。
- **2、收购估值合理，协同效应明显。**1) 同类收购类比估值合理。参考国内医疗机构的估值水平（深圳及中国其他一线城市医疗服务并购案例中主营业务收入的 2.5-5 倍），本次交易对价相当于深圳恒生医院 2016 年度主营业务收入的约 4.5 倍。2) 协同效应体现在：**搭建区域辅助生殖中心，做大妇科；与现有医院形成区域协同，进行团队和管理输出。**通过收购，复星医药可借助深圳恒生医院已有的二代辅助生殖中心打造深圳乃至华南的三级辅助生殖专科医院平台，做大做强该区域的妇产儿、辅助生殖学科群。深圳恒生医院将成为复星医药在深圳市的区域医疗平台并有望成为深莞惠城市群综合性医疗集团的母体，为复星医药在华南地区的医疗服务外延发展起到重要的作用；与复星医药已布局在广东省的佛山市禅城区中心医院及广州市的和睦家医院形成珠三角地区的医疗服务网络，进一步拓展在沿海发达城市及地区的业务布局。深圳恒生医院也将发挥其专业优势，成为复星医药其他成员医院提升医疗管理、医疗技术和医疗服务水平的培训基地，有利于进一步强化复星医药的医疗服务业务。
- **3、从集团医疗服务战略来看：目前复星医药拥有 3000 多张床位，在建 6000 多张床位，未来很快形成万张床位的综合医疗集团，协同效应和规模效应将愈发明显。而公司在医疗服务领域有优秀的管理团队，保证公司业务长期稳**

### 健的发展。

- a. 复星医药自 2009 年进入医疗服务领域以来，已完成多项医院投资并购，初步形成了沿海发达城市高端医疗、二三线城市专科和综合医院相结合的战略布局，已经成为医院投资和管理运营的行业领先者之一。
  - b. 目前规模效应主要体现在：联合采购+管理输出。公司通过联合采购，降低成本，由此带来毛利率的提升，我们认为，未来随着市场的扩大，医疗集团的议价能力将更为可观。随着医院的成熟，越来越多的管理和运营人才以及优秀的医生涌现，由此带动公司新建医院的培养和并购医院的整合，随着规模进一步扩大，这种带动效应有望进一步加速。除了医院之间的协同效应，公司的医药服务业务和制药业务的协同性也将更加明显。
  - c. 复星在医疗服务领域有优秀的管理团队。在过去一段时间医疗服务市场较为疯狂，并购估值普遍比较高的时候，复星停止大规模的并购，专注于现有的医院的整合和管理效率的提高，从现在看来，这是极为明智的做法；其次，公司战略上避开了竞争比较激烈的一线城市，避免和一线城市的公立医院竞争，而将精力集中于二三线城市，参与地方的公立医院改革，在蓝海迅速成长。同时，依托和睦家，在高端医疗领域占据优势。
  - d. 复星依托现有的医疗服务业务，有望和保险公司等进行业务合作，进一步丰富自己的产品品类和盈利能力，增强竞争力。
- **重申我们的推荐逻辑：**从利润结构来看，复星医药经常性损益占比越来越高，经常性损益中的药品和器械占比逐步提高；研发投入逐年大幅增加，带来估值重构；研发和医疗服务经过多年投入，进入收获期；公司通过并购 Gland、与 Kite 成立合资公司等模式，弯道超车，进入制剂出口和细胞治疗第一梯队。整体来看，复星医药成为创新驱动的综合医疗集团，市场地位提高和未来空间进一步打开。

### 盈利预测

- 不考虑 Gland 并表，我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 30.9/35.6/41.4 亿，如果 Gland 依诺肝素钠注射在美国顺利获批，预计 Gland 整体 18 年并表利润在 2-3 亿人民币之间，后续将根据产品获批进度进一步调整。考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

### 风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价

**附录：三张表预测摘要**
**损益表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>主营业务收入</b>	<b>12,026</b>	<b>12,609</b>	<b>14,629</b>	<b>17,786</b>	<b>20,998</b>	<b>24,354</b>
增长率		4.8%	16.0%	21.6%	18.1%	16.0%
<b>主营业务成本</b>	<b>-6,719</b>	<b>-6,308</b>	<b>-6,718</b>	<b>-7,198</b>	<b>-8,384</b>	<b>-9,436</b>
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	40.5%	39.9%	38.7%
<b>毛利</b>	<b>5,307</b>	<b>6,301</b>	<b>7,910</b>	<b>10,589</b>	<b>12,614</b>	<b>14,918</b>
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	59.5%	60.1%	61.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-87</b>	<b>-106</b>	<b>-153</b>	<b>-224</b>	<b>-265</b>	<b>-307</b>
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	1.3%	1.3%	1.3%
<b>营业费用</b>	<b>-2,300</b>	<b>-2,815</b>	<b>-3,704</b>	<b>-4,758</b>	<b>-5,711</b>	<b>-6,771</b>
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	26.8%	27.2%	27.8%
<b>管理费用</b>	<b>-1,727</b>	<b>-1,906</b>	<b>-2,312</b>	<b>-2,668</b>	<b>-3,328</b>	<b>-4,486</b>
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.0%	15.9%	18.4%
<b>息税前利润（EBIT）</b>	<b>1,192</b>	<b>1,473</b>	<b>1,742</b>	<b>2,939</b>	<b>3,310</b>	<b>3,355</b>
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	16.5%	15.8%	13.8%
<b>财务费用</b>	<b>-379</b>	<b>-450</b>	<b>-401</b>	<b>-1,276</b>	<b>-1,318</b>	<b>-490</b>
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	7.2%	6.3%	2.0%
<b>资产减值损失</b>	<b>-334</b>	<b>-70</b>	<b>-79</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>公允价值变动收益</b>	<b>-11</b>	<b>-2</b>	<b>12</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>投资收益</b>	<b>1,925</b>	<b>2,347</b>	<b>2,125</b>	<b>2,200</b>	<b>2,200</b>	<b>2,200</b>
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	55.5%	51.3%	42.6%
<b>营业利润</b>	<b>2,394</b>	<b>3,297</b>	<b>3,399</b>	<b>3,863</b>	<b>4,192</b>	<b>5,065</b>
<b>营业利润率</b>	<b>19.9%</b>	<b>26.2%</b>	<b>23.2%</b>	<b>21.7%</b>	<b>20.0%</b>	<b>20.8%</b>
<b>营业外收支</b>	<b>324</b>	<b>75</b>	<b>172</b>	<b>100</b>	<b>100</b>	<b>100</b>
<b>税前利润</b>	<b>2,718</b>	<b>3,372</b>	<b>3,572</b>	<b>3,963</b>	<b>4,292</b>	<b>5,165</b>
<b>利润率</b>	<b>22.6%</b>	<b>26.7%</b>	<b>24.4%</b>	<b>22.3%</b>	<b>20.4%</b>	<b>21.2%</b>
<b>所得税</b>	<b>-348</b>	<b>-501</b>	<b>-350</b>	<b>-436</b>	<b>-472</b>	<b>-568</b>
<b>所得税率</b>	<b>12.8%</b>	<b>14.9%</b>	<b>9.8%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>	<b>11.0%</b>
<b>净利润</b>	<b>2,370</b>	<b>2,871</b>	<b>3,222</b>	<b>3,527</b>	<b>3,820</b>	<b>4,597</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>257</b>	<b>411</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>258</b>	<b>456</b>
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>2,113</b>	<b>2,460</b>	<b>2,806</b>	<b>3,091</b>	<b>3,562</b>	<b>4,141</b>
<b>净利率</b>	<b>17.6%</b>	<b>19.5%</b>	<b>19.2%</b>	<b>17.4%</b>	<b>17.0%</b>	<b>17.0%</b>

**现金流量表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>净利润</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>3,527</b>	<b>3,820</b>	<b>4,597</b>
<b>少数股东损益</b>	<b>257</b>	<b>411</b>	<b>416</b>	<b>436</b>	<b>258</b>	<b>456</b>
<b>非现金支出</b>	<b>334</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>658</b>	<b>701</b>	<b>744</b>
<b>非经营收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-748</b>	<b>-766</b>	<b>-1,996</b>
<b>营运资金变动</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>19</b>	<b>-96</b>	<b>14</b>
<b>经营活动现金净流</b>	<b>334</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>3,456</b>	<b>3,659</b>	<b>3,358</b>
<b>资本开支</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-4,618</b>	<b>-594</b>	<b>-419</b>
<b>投资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>2,200</b>	<b>2,200</b>	<b>2,200</b>
<b>投资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2,419</b>	<b>1,606</b>	<b>1,781</b>
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>债权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>33,076</b>	<b>-37,438</b>	<b>1</b>
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-2,310</b>	<b>-2,524</b>	<b>-1,414</b>
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>30,766</b>	<b>-39,962</b>	<b>-1,413</b>
<b>现金净流量</b>	<b>334</b>	<b>70</b>	<b>79</b>	<b>31,804</b>	<b>-34,697</b>	<b>3,726</b>

来源：公司公告、国金证券研究所

**资产负债表（人民币百万元）**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>货币资金</b>	<b>3,696</b>	<b>4,029</b>	<b>5,996</b>	<b>37,800</b>	<b>3,103</b>	<b>6,829</b>
<b>应收款项</b>	<b>2,175</b>	<b>2,348</b>	<b>2,621</b>	<b>2,792</b>	<b>3,296</b>	<b>3,823</b>
<b>存货</b>	<b>1,605</b>	<b>1,649</b>	<b>1,671</b>	<b>1,775</b>	<b>2,044</b>	<b>2,275</b>
<b>其他流动资产</b>	<b>1,188</b>	<b>300</b>	<b>477</b>	<b>407</b>	<b>437</b>	<b>465</b>
<b>流动资产</b>	<b>8,664</b>	<b>8,325</b>	<b>10,764</b>	<b>42,773</b>	<b>8,880</b>	<b>13,391</b>
% 总资产	24.5%	21.8%	24.6%	53.6%	19.3%	26.7%
<b>长期投资</b>	<b>14,405</b>	<b>17,234</b>	<b>18,850</b>	<b>18,851</b>	<b>18,850</b>	<b>18,850</b>
<b>固定资产</b>	<b>5,681</b>	<b>5,765</b>	<b>6,305</b>	<b>6,314</b>	<b>6,371</b>	<b>6,208</b>
% 总资产	16.1%	15.1%	14.4%	7.9%	13.9%	12.4%
<b>无形资产</b>	<b>6,180</b>	<b>6,562</b>	<b>7,144</b>	<b>11,338</b>	<b>11,275</b>	<b>11,214</b>
<b>非流动资产</b>	<b>26,672</b>	<b>29,876</b>	<b>33,003</b>	<b>37,083</b>	<b>37,076</b>	<b>36,852</b>
% 总资产	75.5%	78.2%	75.4%	46.4%	80.7%	73.3%
<b>资产总计</b>	<b>35,336</b>	<b>38,202</b>	<b>43,768</b>	<b>79,856</b>	<b>45,956</b>	<b>50,243</b>
<b>短期借款</b>	<b>3,951</b>	<b>7,334</b>	<b>5,650</b>	<b>39,238</b>	<b>1,800</b>	<b>1,800</b>
<b>应付款项</b>	<b>3,107</b>	<b>2,467</b>	<b>2,799</b>	<b>2,948</b>	<b>3,478</b>	<b>4,038</b>
<b>其他流动负债</b>	<b>1,890</b>	<b>1,138</b>	<b>1,659</b>	<b>1,719</b>	<b>1,896</b>	<b>2,148</b>
<b>流动负债</b>	<b>8,948</b>	<b>10,939</b>	<b>10,109</b>	<b>43,905</b>	<b>7,174</b>	<b>7,986</b>
<b>长期贷款</b>	<b>771</b>	<b>1,676</b>	<b>2,183</b>	<b>2,183</b>	<b>2,183</b>	<b>2,184</b>
<b>其他长期负债</b>	<b>6,514</b>	<b>4,917</b>	<b>6,226</b>	<b>5,641</b>	<b>5,642</b>	<b>5,629</b>
<b>负债</b>	<b>16,233</b>	<b>17,532</b>	<b>18,517</b>	<b>51,728</b>	<b>14,999</b>	<b>15,799</b>
<b>普通股股东权益</b>	<b>16,675</b>	<b>18,182</b>	<b>22,190</b>	<b>24,632</b>	<b>27,204</b>	<b>30,235</b>
<b>少数股东权益</b>	<b>2,428</b>	<b>2,488</b>	<b>3,060</b>	<b>3,496</b>	<b>3,753</b>	<b>4,209</b>
<b>负债股东权益合计</b>	<b>35,336</b>	<b>38,202</b>	<b>43,768</b>	<b>79,856</b>	<b>45,956</b>	<b>50,243</b>

**比率分析**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>每股指标</b>						
每股收益	0.914	1.063	1.162	1.239	1.428	1.660
每股净资产	7.214	7.857	9.190	10.202	11.267	12.522
每股经营现金净流	0.144	0.030	0.033	1.431	1.515	1.391
每股股利	4.374	4.374	6.171	0.360	0.410	0.460
<b>回报率</b>						
净资产收益率	12.67%	13.53%	12.64%	12.55%	13.09%	13.70%
总资产收益率	5.98%	6.44%	6.41%	3.87%	7.75%	8.24%
投入资本收益率	3.60%	3.75%	4.11%	3.50%	7.36%	6.86%
<b>增长率</b>						
主营业务收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	21.58%	18.06%	15.99%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	68.70%	12.64%	1.35%
净利润增长率	4.23%	16.43%	14.05%	10.17%	15.23%	16.26%
总资产增长率	19.88%	8.11%	14.57%	82.45%	-42.45%	9.33%
<b>资产管理能力</b>						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	90.0	89.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	140.3	137.8	128.2	101.6	82.1	66.6
<b>偿债能力</b>						
净负债/股东权益	21.35%	33.11%	20.50%	24.75%	13.63%	1.44%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	2.3	2.5	6.8
资产负债率	45.94%	45.89%	42.31%	64.78%	32.64%	31.45%

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	4	12	19	24	25
增持	0	1	6	10	12
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.08	1.24	1.29	1.32

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。

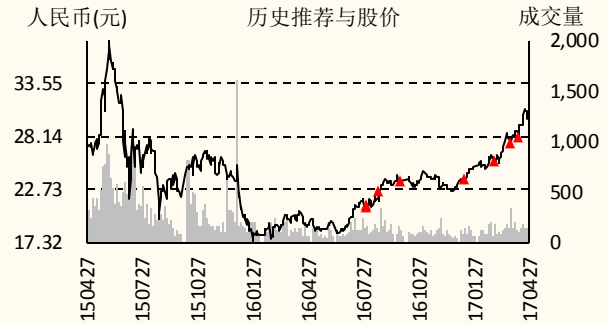
最终评分与平均投资建议对照：

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	2017-03-03	买入	25.68	N/A
2	2017-03-29	买入	27.48	N/A
3	2017-04-11	买入	28.66	N/A
4	2017-04-28	买入	30.20	N/A
5	2017-08-30	买入	30.14	N/A
6	2017-09-18	买入	30.98	N/A
7	2017-09-22	买入	32.77	N/A
8	2017-10-31	买入	40.18	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 7GH