

复星医药现在贵吗—从公司历史估值的角度看现在的位置 20170507

最近喊消费股泡沫的多，搬出美国漂亮 50 消费股泡沫化来对比。复星医药今年年初至今也涨了 30%，从历史估值和业务结构变化的角度来看看看复星现在有没有高估。

从历史 TTM 看，目前的估值跟 14 年的高位接近，股价和 TTM 估值没有超过 15 年。13-14 年那波上涨（全年翻倍涨幅）实际一方面是净利润增速确实快（30%水平），另一方面是反映复星当前达到的布局的预期（转型医疗服务，高端仿制药）。目前公司的业务除了当时的医疗服务和高端仿制药预期外，还有了海外先进技术中国平台，创新医药科技的更前沿的预期，这应该是比当年更有空间的更有想象力的新预期。记得当年从当年的预测 P/E 到了 25X-30X 的范围。

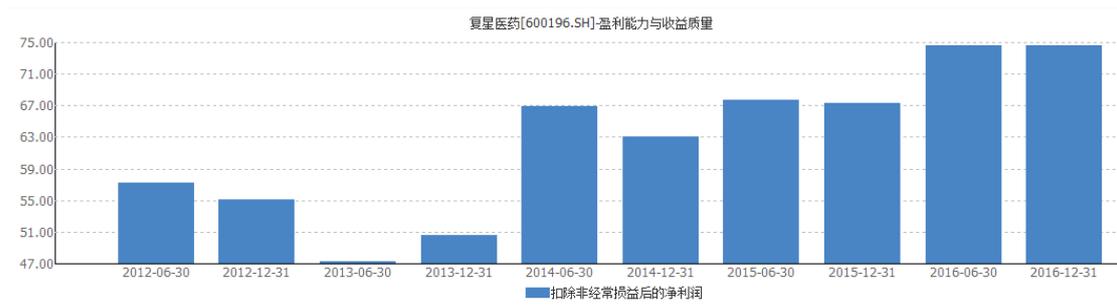


复星医药[600196.SH] - 估值分析

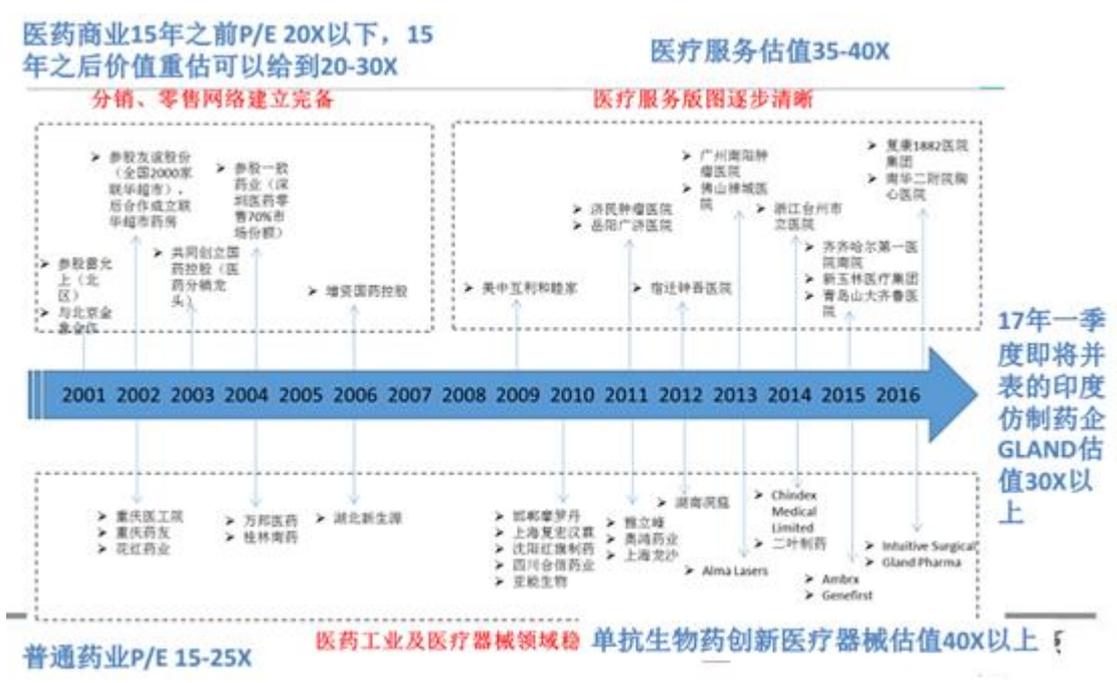
	2017一季报	2016年报	2015年报	2014年报	2013年报	2012年报
市盈率(P/E, ttm)						
平均值	22.37	18.97	25.95	22.18	18.51	16.86
最大值	25.09	22.38	39.57	28.57	23.90	22.86
最小值	20.35	16.50	19.51	19.65	13.30	12.90
期末值	24.28	20.35	22.38	22.04	23.60	19.73

而且复星目前的利润结构跟 13-14 年比是有显著改善的。如果按照利润来源部分不同的估值来重新评估，目前的估值理应要超过 13-14 年的。

1) 经常性净利润比例明显高： 14 年的经常性净利润占比约为 65%，16 年年报经常净利润占比接近 75%。如果按照经常性净利润给 30X, 非经常性给 10X 估值估算（13 年 TTM 年底水平约为 20X, 其中一半净利润为非经常性），目前的利润结构可以给 25X 估值（ $30 \times 0.75 + 10 \times 0.25$ ）



2) 贡献利润的业务估值不同, 本身贡献利润的业务结构的估值在升级



跟 13 年比, 毛利构成和毛利率都有显著的提升, 利润来源可以享受更高的估值, 并且这个变化还在持续发生中。

	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
日 毛利					
日 产品	100.00	100.00	100.00	100.00	100.00
药品制造与研发	77.83	76.14	72.44	76.59	78.50
医学诊断与医疗器械	16.75	18.17	18.39	15.21	14.06
医疗服务	5.55	5.55	5.58	2.72	1.35
医药分销和零售			3.51	4.06	5.40
代理进出口					
其他主营业务				0.07	0.08
其他业务		0.15	0.08	1.35	0.61
日 地区	100.00	100.00		100.00	100.00
中国大陆	87.87	88.34		90.08	93.49
国外	12.13	11.66		8.57	5.90
其他业务(地区)				1.35	0.61

	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31	2013-12-31	2012-12-31
日 毛利率(%)	54.07	49.97	44.13	44.55	43.78
日 产品	54.07	49.97	44.13	44.55	43.78
药品制造与研发	60.01	53.69	52.48	52.11	54.14
田 医学诊断与医疗器械	49.74	50.78	50.37	47.92	42.75
医疗服务	26.16	25.35	24.98	25.50	28.85
医药分销和零售			12.49	12.47	12.58
代理进出口					
其他主营业务				22.00	19.86
其他业务		22.51	4.72	60.98	23.97
日 地区	54.07	49.97		44.55	43.78
田 中国大陆	55.58	50.99		45.59	45.84
国外	45.21	43.41		34.69	26.92
其他业务(地区)				60.98	23.97

参考下可比公司毛利率情况看毛利率提升空间：

恒瑞医药：87-89%

恩华药业：70-89%

正大天晴：79%

爱尔眼科：45%左右

简单的做了个 17 年的分部估值，结论是依然还在价值范围没有明显泡沫化。当然分部估值加在一起肯定是要折价的，不是简单的加在一起，但至少给出一个价值范围。

- ◆ **国药控股**：国药控股1000亿港币市值，复星医药持股27.8%，价值278亿市值。考虑国药控股17年经营趋势向好，股价至少有10%的上涨，该部分价值300亿
- ◆ **药品**：预计净利润12亿，按照25X估值， 300亿
- ◆ **医疗服务**：两个估值方法，取中间值约100亿
 - a. 预计净利润2亿（旗下和睦家等优质医院还未赢利），按照35-40X估值， 70-80亿
 - b. 2016年上半年有床位3000张，在建和待建床位7000张，3年内并表。跟目前华润凤凰医疗床位体量相当，华润凤凰医疗市值126亿港币
- ◆ **医学诊断和医疗器械**：预计净利润2.1亿，按照40X估值，约80亿市值
- ◆ 并购的印度GLAND：预计归属复星净利润约2.5亿，给25X， 75亿
- ◆ **其他投资资产（主要是二级市场股票）**：20亿（利润调节的池子）
- ◆ **其他不贡献利润，但有重大前景的业务**：合计估80亿
 - a. 在研单抗产品梯队：20-30亿
 - b. KITE及直觉医疗合资公司：50-100亿
- ◆ 合计约950亿市值。

后面这个是中信给的分部估值结果，差不多都在 800-900 亿这个范围。

表 7：复星医药分部估值测算表

业务板块	估值方法	净利润（亿元）	可比公司估值	板块估值（亿元）
医药工业（传统）	17 年 PE	11.56	25X	289.0
医药工业（单抗）	DCF			104.9
医疗服务	17 年 PE	1.74	40X	69.6
医学诊断和医疗器械	17 年 PE	1.81	30X	54.3
医药分销	市值			250.3
非主业资产	账面价值			70
合计				838.1
目标价（元）				34.71
现价（元）				28.14

资料来源：公司公告，中信证券研究部预测 注：板块净利润结合子公司业绩、估值模型及合理假设进行测算

结论：复星的 17 年估值合理范围 25X+范围（个人认为 26-28X），目前估值 22X,未来 6 个月还有 15-20%左右的空间

当然看得长一点，复星的价值是不光看这一年的。从目前公司的业务布局看（医疗服务，单抗，高端处方药，手术机器人为代表的高端医疗器械，肿瘤免疫治疗），未来 3-5 甚至 10 年的成长路径和空间已经比较清晰了，公司管理团队也是经过了历史考验不管是眼光，执行力还是管理水平都是在中国最好的一类。预期每年 20-30%增长。随着医院集团成熟以及海外先进医学科技中国平台的成型，在现有已经能看到的业务基础上还会不断有惊喜。即使达到今年目标价，肯定还是会不断创新高的，是一个值得长期持有的品种。

也做了个比较粗的模型，算是对未来十年复星业绩的一个粗略的预期（复星业务太复杂，太细的模型价值也不大，主要用处是复星每年报表出来能看清楚那块低于预期哪块高于预期，后续什么东西能有比较好的业绩推动）

	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024
医疗服务	16.7	19.205	22.08575	25.39861	29.2084	33.29758	37.62627	42.51768	47.6198
YoY		15%	15%	15%	15%	14%	13%	13%	12%
净利润率	8.70%	10.20%	11.20%	12.20%	13.20%	14.20%	15.20%	16.20%	17.20%
医药工业	102	117.3	136.068	157.8389	181.5147	205.1116	229.725	252.6975	277.9673
YoY		15%	16%	16%	15%	13%	12%	10%	10%
净利润率	16%	16.80%	17.60%	18.40%	19.20%	20.00%	20.80%	21.60%	22.40%
单抗				1	5	12	15	18	20
YoY									
净利润率					20%	22.00%	24.00%	26.00%	28.00%
医疗器械（含手术机器人）	26.6	31.388	37.03784	42.96389	50.6974	59.82293	70.59105	81.88562	94.16847
YoY		18%	18%	16%	18%	18%	18%	16%	15%
净利润率	12%	12%	12%	12%	12%	15.00%	18.00%	21.00%	24.00%
GLAND			18	22	25.3	27.83	30.613	33.6743	37.04173
YoY					15%	10%	10%	10%	10%
净利润率			23.33%	23.64%	23.64%	23.64%	23.64%	23.64%	23.64%
净利润		1.7	4.2	5.2	5.98	6.578	7.2358	7.95938	8.755318
国药控股贡献净利润	12.8	15.104	17.82272	20.49613	22.54574	24.3494	25.81036	27.10088	27.91391
YoY		18%	18%	15%	10%	8%	6%	5%	3%
细胞治疗									
净利润					3	8	14	18	24
YoY									
净利润	33.7649	42.23587	52.88883	62.99278	77.31576	96.29142	116.8546	136.4068	159.3249
YoY		25.09%	25.22%	19.10%	22.74%	24.54%	21.36%	16.73%	16.80%