



复星国际 (0656)

深耕垂直产业整合，打造全球幸福生态

——复星国际更新报告

刘欣琦 (分析师) 严哲铭 (研究助理)
 021-38676647 021-38674624
 liuxinqi@gtjas.com yanzheming@gtjas.com
 证书编号 S0880515050001 S0880117100120

本报告导读:

公司 2019 年开始更为注重垂直产业整合，横向兼并扩张速度放缓。资本市场波动叠加研发投入高峰期，预计 2019 年利润增速承压，2020 年重新恢复增长。

摘要:

- **维持“增持”评级，下调目标价至 15.95 港元：**2019 年初，公司战略性放缓横向扩张，更为注重垂直产业深度整合，外延式增长速度放缓。同时，健康、快乐板块业务仍在早期投入期，预计产生较大投入，产生的利润将会在长期释放。此外，二级市场波动预计也会对公司短期业绩有负面冲击。下调公司 2018-2020 年归母净利润预测至人民币 101.37 (156.64) 亿元、109.49 (185.55) 亿元和 123.89 (219.37) 亿元；下调 2018-2020 年 EPS 预测至人民币 1.19 (1.82) 元、1.28 (2.16) 元和 1.45 (2.55) 元。下调公司目标价至 15.95 (30.95) 港元，维持“增持”评级。
- **战略转向以垂直产业整合为核心，从产品力出发打造产业闭环生态：**复星国际将从资产配置、产业整合双轮驱动，转变为更为偏重产业整合，减少外延式并购扩张，将更多精力投入在健康、快乐、富足三大生态的产品打磨、品牌塑造上。公司主要资源将会集中投入在医药研发、旅游度假村建设、科技创新投入等方向，未来健康、快乐板块利润贡献有望达到 60% 以上。
- **三大生态板块有序对接资本市场，有利复星国际估值提升：**2018 年，豫园股份完成资产重组交割，注入复地集团优质资产；复星旅文港股上市。复星集团将旗下优质资产分拆上市，极大程度提高了自身业务透明度，减少了二级市场估值难度。同时，宝宝树、复宏汉霖（拟上市）等优质项目的陆续 IPO，也将帮助公司回笼资金，进一步降低负债率，优化资本结构。
- **催化剂：**医药研发和度假村开发度过高峰期，进入利润收获期。
- **风险提示：**健康板块行业政策继续恶化；快乐板块度假村盈利表现不及预期；二级市场继续调整；前期投资项目表现不及预期。

评级：**增持**

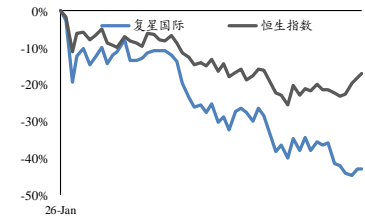
当前价格 (港元): 13.24

2019.02.27

交易数据

52 周内股价区间 (港元) 11.88-12.4
 当前股本 (百万股) 8546.93
 当前市值 (百万港元) 105100

52 周内股价走势图



财务摘要 (百万人民币)	2015A	2016A	2017A	2018E	2019E	2020E
营业收入	78797	73967	88025	67801	73229	82862
(+/-)%	28%	-6%	19%	-23%	8%	13%
毛利润	17662	25872	32150	24763	26746	30264
净利润	8038	10268	13161	10137	10949	12389
(+/-)%	10.4%	19.6%	37.2%	-23%	8%	13.2%
PE	14.08	11.02	8.60	11.16	10.34	9.13
PB	1.27	1.03	0.92	0.85	0.79	0.73

1. 1. 打造以产品驱动的全球幸福生态系统：从产品力到品牌力

回顾历史，复星国际前身以市场调研和咨询业务起家，通过复星医药获得第一桶金，进而扩展业务至房地产开发。之后，复星国际立足于医药、地产两大支柱产业，多元化扩张至采矿、钢铁、保险等不同行业。至今，复星国际已经形成了健康、快乐、富足三大生态，囊括医药、医疗服务、健康消费品、旅游休闲、时尚、体验式产品及服务、保险金融、投资、地产等多项业务。

图 1：复星国际业务结构（截止 2018 年半年报披露）

健康生态			快乐生态			富足生态				
医药产品	医疗服务及健康管理	健康消费品	旅游及休闲	时尚	体验式产品及服务	保险及金融		投资		蜂巢地产
复星医药	复星联合健康保险	宝宝树	复星旅文	Larvin	豫园股份	复星葡萄牙保险	复星恒利证券	复星创富	南京南钢	复地
国药控股	禅城医院	Silver Cross	地中海俱乐部	Tom Tailor	青岛啤酒	AmeriTrust	H&A	IDERA	Koller	28 Liberty
Gland Pharma	Luz Saúde	三元股份	三亚亚特兰蒂斯	Wolford	AHAVA	鼎睿再保险	BCP	莱鸟	柏中环境	外滩金融中心
Sisram	和睦家	St Hubert	Thoms Cook	Caruso	百合佳缘	复星保德信人寿	浙江网商银行		洛克石油	
微医	星堡老年服务			StJohn		永安财险			海南矿业	

注：复星旅文于 2018 年 12 月 14 日在港股市场分拆上市，其余均为 2018 年中报披露（深蓝色虚线为复星医药持有项目，浅蓝色虚线为复星旅文持有项目）

数据来源：公司 2018 年中报，国泰君安证券研究

我们认为复星集团的战略从 2017 年末、2018 年初至今，也在发生一定的变化：回顾复星集团的历史，从白手起家的原始积累开始，最主要的增长方式，大多数时候是横向扩张。因为 2007 年复星国际在港股上市之际，正是中国 GDP 高速增长的阶段，合理的策略就是先做大，再做强。而一个综合控股集团，规模做大之后，必然会考虑多元化的横向扩张战略，多元化才能够减少单一产业的风险，并且通过强周期（钢铁、采掘、金融）、弱周期（消费、医疗）行业的搭配，减少周期性的利润和现金流波动。

但是外延式的扩张终有边界，一方面是庞大的产业集群加大了企业的管理难度，形成了管理能力边界，另一方面，规模的增长也带来了外延式扩张的边际效应递减。单个投资项目的成功，能够边际上对集团整体的规模增长贡献越来越有限。因此，在横向扩张的阶段之后，也必然要考虑垂直整合的能力上。

图 2：复星国际的战略变迁：重心向垂直产业整合转移

组织生长形式	原始积累:	横向扩张:	横向扩张和垂直整合并重:	垂直产业整合为核心:
	通过市场咨询开始, 医药和地产第一桶金。	规模增大带来多元化诉求, 行业轮动+产业升级+周期搭配	规模增大带来多元化诉求, 行业轮动+产业升级+周期搭配	从做广做大, 到做好做深; 产业整合与资产配置中, 前者成为主要任务
	内生增长	内生式增长 外延式增长 (主要)	内生式增长 外延式增长 (主要) 整合式增长	内生式增长 外延式增长 整合式增长 (主要)
增长本质				
表现形式	2007 分享中国经济高速增长成果	2009 以投资和投资后持续优化管理为主要职能...以投资能力和被认可的平台为基础...将本集团打造成具有广泛产业背景的全球性的投资平台	2012 中国专家+全球能力 中国动力嫁接全球资源	2015 成为“以保险为核心的综合金融能力”“植根中国、由全球产业整合能力”双轮驱动的世界一流投资集团。
				2017-现在 努力提升产业整合和资产配置能力, 深耕“健康、快乐、富足”领域, 创新智造C2M生态系统

数据来源: 国泰君安证券研究

在 2017 年之前, 复星国际的横向扩张仍是主要的增长驱动力, 但是我们认为 2017 年之后, 公司的增长重心已经转移到垂直产业整合。资产配置仍是发挥投资能力, 打造世界一流投资集团的重要方法, 但是更为重要的任务是对产业进行整合, 完成“从 0 到 1”的产品力构建。

如果要进行垂直的产业整合, 从产品抓起是自然的必由之路。所以, 复星集团的第二个战略步骤: 就是在众多产业的爆款产品基础上, 建立起复星品牌的影响力, 从而带来自身的导流和赋能优势, 构建出新的护城河。这就是所谓的“从 0 到 1”和“从 1 到 N”: 先从一个产品, 建立一个品牌, 再把影响力赋能到旗下的众多企业和产品中。

上述战略的指导下, 复星国际设立了“有叻”团队, 意图通过家庭会员积分制度, 打通各个产业集群的客户池, 并且增强客户对于复星品牌的认知感。从机制上来说, 这和平安集团推出的万里通积分体系 (2016 年已经和壹钱包 APP 合并) 本质是一样的, 但是区别在于, 目前复星的有叻是为了打造体系内的闭环生态, 而平安的积分体系已经在尝试做成开放式积分系统 (目前接入了通讯公司、航空公司等外部企业的积分系统)

图 3: One Fosun 品牌整合示意图



数据来源: 有叻公众号, 国泰君安证券研究

图 4: 有叻试图通过会员积分消费的制度, 将复星集团旗下产品的客户进行交叉导航



数据来源: 有叻公众号, 国泰君安证券研究

可见, 复星国际已经告别了过去高速兼并收购的扩张阶段, 更多进入了对产品和服务精耕细作的产业整合阶段。我们相信, 在这一阶段, 复星国际对于杠杆的运用会更加稳健, 逐步减少业绩波动性比较大的富足板块收入贡献占比, 提升健康、快乐板块的比例。

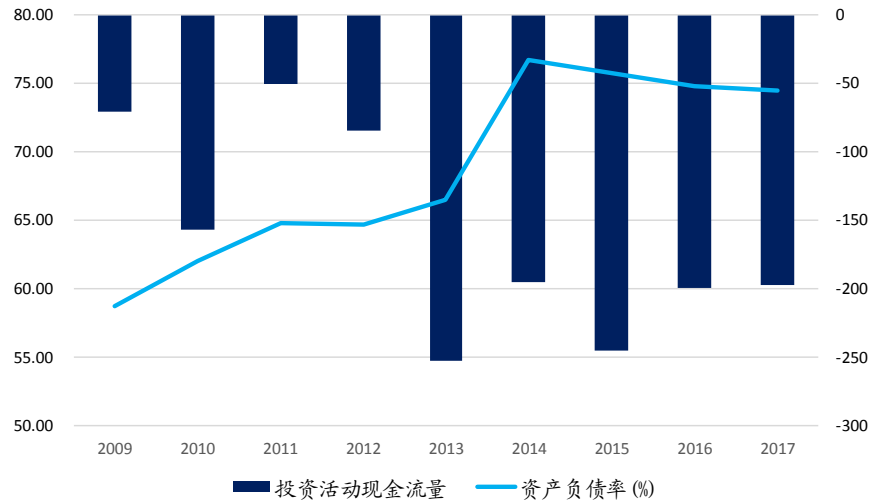
上述战略性的转变可以从复星国际的负债率变化、信用评级变化得到印证: 2018 年 1 月 16 日, 穆迪公司将复星国际的主体信用评级从 Ba3 调高至 Ba2。这是 2012 年 6 月底, 穆迪调低复星国际信用评级以来的首次上调。2015 年, 则是复星国际投资现金流出的高峰, 同年开始, 复星国际资产负债率逐步降低。从战略上, 复星国际更为注重投退平衡, 主动降低负债率, 并积极对接资本市场。

表 1: 2018 年 1 月, 穆迪自 2012 年调低复星国际信用评级至 Ba3 后, 再次上调其信用评级

分类	主体评级分类	发布日期	信用评级	评级机构	评级类型	评级展望	变动方向
主体评级-发行人	对发行人	2018/1/16	Ba2	穆迪公司	长期信用评级	稳定	调高
主体评级-发行人	对发行人	2016/12/15	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	正面	维持
主体评级-发行人	对发行人	2016/4/19	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	稳定	维持
主体评级-发行人	对发行人	2015/12/15	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	负面	维持
主体评级-发行人	对发行人	2015/4/28	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	稳定	维持
主体评级-发行人	对发行人	2014/5/22	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	负面	维持
主体评级-发行人	对发行人	2013/1/11	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	稳定	维持
主体评级-发行人	对发行人	2012/6/29	Ba3	穆迪公司	长期信用评级	负面	调低
主体评级-发行人	对发行人	2012/1/18	Ba2	穆迪公司	长期信用评级	负面	维持
债券评级		2011/5/12	Ba2	穆迪公司	长期信用评级		首次
主体评级-发行人	对发行人	2011/4/26	Ba2	穆迪公司	长期信用评级	稳定	维持
主体评级-发行人	对发行人	2005/12/15	Ba2	穆迪公司	长期信用评级	稳定	首次

数据来源: 穆迪公司, 国泰君安证券研究

图 5: 2015 年之后, 复星国际投资活动现金流出逐年下降, 负债率走低



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

展望未来一段时间, 复星国际有望在控制资产负债率的同时, 更为注重存量业务的深度整合; 同时, 前期投资的孵化项目也将会积极和资本市场对接, 通过分拆上市, 提高复星国际业务整体透明度和二级市场估值便捷性; 项目的垂直深度整合, 也有望提升经营现金流的增长。

2. C2M 战略下三大生态稳健发展:

基于复星国际的战略变化, 2018 年至今, 健康、快乐、富足板块的基本面也产生了相应的变化:

健康、快乐板块虽然在复星国际的净利润占比重, 截止 2018 年上半年, 贡献仅为 34.8%, 但是同比增速快于整体。无论是健康板块的医药研发投入, 还是快乐板块的度假村修建投入, 都在复星国际的投资总额中占有较大比例, 预计未来进入利润产出期时, 健康、快乐板块也会是主要的利润来源。

值得注意的是, 健康和快乐板块在营业收入上合计占比为 32.1%+20%=52.1%, 但是营业利润占比却仅为 22.4%+8.4%=30.8%。快乐板块的营业利润和板块利润占比和营业收入不匹配, 主要原因在于三亚亚特兰蒂斯度假村的建设投入巨大, 但是后期我们预计很快会收回成本 (复星旅文于 2019 年 1 月 21 日公告披露, 2018 年扭亏为盈)。

表 2: 复星国际 2018 年上半年, 健康、快乐生态营收占比合计达到 50% 以上

占比	健康生态	快乐生态	富足生态			合计
			保险及金融	投资	蜂巢地产	
营业收入	32.1%	20.0%	29.1%	4.4%	15.1%	100%
营业利润	22.4%	8.4%	24.9%	33.5%	11.1%	100%
未分配开支	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	100%
税前利润	22.4%	8.4%	24.9%	33.5%	11.1%	100%
税项	11.3%	-0.7%	29.3%	14.1%	45.8%	100%
板块利润	24.6%	10.2%	24.0%	37.3%	4.3%	100%

数据来源: 公司 2018 年半年报, 国泰君安证券研究

而富足板块，虽然 2017 年全年利润贡献较大，但是这部分利润源自于前期投资项目的一次性退出（2017 年 5 月，复星国际完成对美国特种险公司 Ironshore 的出售交易，根据复星国际公告，买方已于交割时以现金支付出售事项的代价相当于美金 29.35 亿元。），2018 年上半年富足板块整体利润同比增长 17%，主要是源自于投资业务的利润增长 19% 所拉动，保险及金融业务和蜂巢地产业务的利润增长分别为 14% 和 10.2%。

考虑到 2018 年全年资本市场的波动较大，2018 年投资业务预计较难实现大幅度的利润增长，我们认为富足板块的利润增速可能会有所下降。但是从另一个角度而言，这本身也符合复星国际的战略调整方向：从资产配置和产业整合的双轮驱动模式，转为以产业整合为核心的整合式增长模式。

未来，随着复星国际在扩张上更为谨慎，更注重投退平衡，我们预计富足板块的利润仍有望保持一定比例，但是更多为前期投资项目的退出变现。新增项目的投入可能会有所节制，所以板块利润上虽然大概率仍维持增长，但可能增速会更为平稳。

2.1. 健康板块：研发加大投入，板块利润蓄势待发

复星国际的健康生态板块下，主要有医药产品、医疗服务&健康管理，以及健康消费品三个子板块。医药产品板块的旗舰平台为复星医药，医药服务和健康管理子板块下，主要为复星联合健康保险（20%）、葡萄牙私人医疗服务集团 Luz Saude（98.79%）、星堡老年服务（50%），健康消费品子板块下，主要为宝宝树（24.8%）、三元股份（20.45%）、英国知名母婴品牌 Silver Cross（87.23%）和法国健康涂抹酱 St Hubert（98.12%）。

健康板块 2018 年上半年贡献归母净利润 8.29 亿元，其中大部分来自于复星医药，复星医药 2018 年上半年归母净利润 15.6 亿，而根据复星国际 2018 年中报披露，母公司合计持有复星医药 37.94% 的股份。可知，复星医药在健康板块的净利润贡献为 5.92 亿元，占比 71.41%。

表 3: 复星国际的健康板块 2018 年上半年收入利润均同比增长 30% 以上

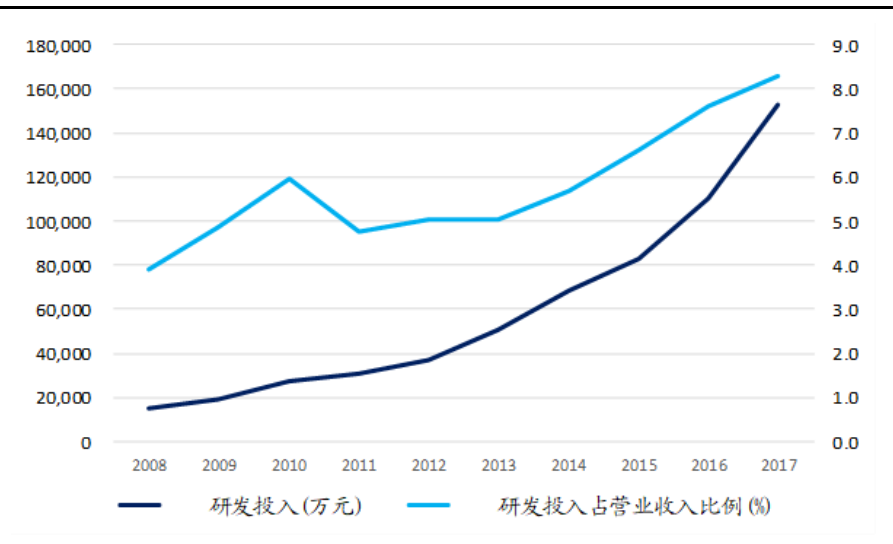
健康板块	2017H1	2018H1	YoY %
收入	10294.6	13985	35.8%
归母净利润	631.6	828.9	31.2%

数据来源：公司 2018 年半年报，国泰君安证券研究

2018 年前 3 季度，复星医药营业收入人民币 181.42 亿元，同比增长 39.99%；归母净利润为 20.94 亿元，同比下降 13.44%。其中，第三季度单季营业收入为 62.83 亿元，同比增长 36.39%；净利润为 5.34 亿元，同比下降 26.91%。根据复星医药 3 季报披露，公司 3 季度的业绩下滑主要受创新研发和业务布局的投入上升、部分参股企业亏损以及利息费用增加等因素影响。

从 2008 年至今，复星医药的研发投入持续保持高速增长，而研发投入占营业收入比例也从 4% 左右上升到 8% 以上。目前复星医药仍处在研发投入期，这也是健康板块产业深度整合的必然要求：在当前医药行业带量采购的新政策下，如果没有创新药的专利支持，医药公司的竞争力和盈利水平就得不到保证。当下的研发投入，我们预计才能带来未来的市场空间和利润增长。

图 6: 复星医药的研发投入持续增长



数据来源: Wind, 国泰君安证券研究

除了复星医药以外，复星联合健康保险 2017 年尚未盈利、宝宝树 2018 年上半年也仍未盈利，预计全年对于健康板块的利润贡献有限。英国知名母婴品牌 Silver Cross 在 2017 年实现税前利润 157 万英镑（复星国际持股 87.23%），利润贡献有限。复星集团参股（截止中报持股 20.45%）的三元股份 2018 年 3 季度实现 1.39 亿元归母净利润，已经超过 2017 年全年 1.25 亿元的利润规模，有较好利润贡献。

2.2. 快乐板块：复兴旅文成功上市，复星时尚呼之欲出

复星国际的快乐生态中，主要分为旅游与休闲、时尚、体验式产品及服务三个板块。其中旅游休闲业务已经整合至复星旅游文化（1992.HK）并于 2018 年 12 月在香港上市，复星国际持股 81.07%、复星控股有限公司持股 1.25%，合计持股 82.32%。

表 5: 快乐板块因为度假村前期建设投入，此前利润增长承压

快乐板块	2017H1	2018H1	YoY %
收入	6525.7	8708.6	33.5%
归母净利润	791.5	832.6	5.2%

数据来源: 公司 2018 年中报, 国泰君安证券研究

表 6: Club Med 为复星旅文目前的主要收入来源，旅游目的地及度假解决方案发展空间巨大

营业收入	截至12月31日止年度						截至6月30日止六个月			
	2015年		2016年		2017年		2017年		2018年	
	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%	人民币千元	%
度假村	8,902,569	100	10,779,686	100	11,758,411	99.7	6,174,491	99.8	6,368,570	95.5
旅游目的地	-	-	393	0	13,939	0.1	3,530	0.1	216,557	3.3
基于度假场景的服务及解决方案	-	-	2,896	0	27,044	0.2	6,628	0.1	82,289	1.2
合计	8,902,569	100	10,782,975	100	11,799,394	100	6,184,649	100	6,667,416	100

数据来源：复星旅文 IPO 招股说明书，国泰君安证券研究

表 7：复星旅文的营业成本中主要部分来自于度假村建设前期投入

营业成本 (千元人民币)	截至12月31日止年度			截至6月30日止六个月	
	2015年	2016年	2017年	2017年	2018年
提供度假村及目的地经营及旅游休闲服务的成本	6,784,674	7,910,419	8,506,426	4,375,296	4,854,020
旅游相关物业销售及建设服务成本	50,023	331,758	462,619	207,879	14,894
合计	6,834,697	8,242,177	8,969,045	4,583,175	4,868,914

数据来源：复星旅文 IPO 招股说明书，国泰君安证券研究

时尚业务中包含法时尚品牌 Lanvin(截止 2018 年半年报, 持股 65.6%)、德国时尚品牌 Tom Tilor(截止 2018 年半年报, 持股 28.89%)、奥地利内衣品牌 Wolford(截止 2018 年半年报, 持股 58.05%)、意大利男装品牌 Caruso(截止 2018 年半年报, 持股 73.9%)、美国时装品牌 St. John(截止 2018 年半年报, 持股 70%)等时尚设计、品牌公司。我们认为, 如果把时尚业务通过复星时尚集团单独上市, 也能够形成类似目前复星旅文上市的效果: 增强复星国际业务透明度, 降低估值难度。

体验式产品及服务业务中, 主要包含的主体有豫园股份(在 2018 年 7 月, 豫园重组方案交割完成后, 复星国际持股比例上升至 68.25%)、青岛啤酒(截止 2018 年中报所披露, 集团持股 17.99%)、以色列护肤品牌 AHAVA(截止 2018 年中报所披露, 集团持股 100%)和婚恋中介网站百合佳缘(截止 2018 年中报所披露, 集团持股 69.18%)。

其中最为主要的应该为豫园股份, 根据 2018 年中报, 豫园股份归母净利润为 3.73 亿元, 按照重组交易交割之前, 复星国际持股 26.45% 计算, 豫园股份对于快乐板块的利润在 2018 年中报为 $26.45\% \times 3.73 \text{ 亿元} = 9865.85 \text{ 万元}$, 仅占上半年快乐板块 8.326 亿元归母净利润的 11.85%。

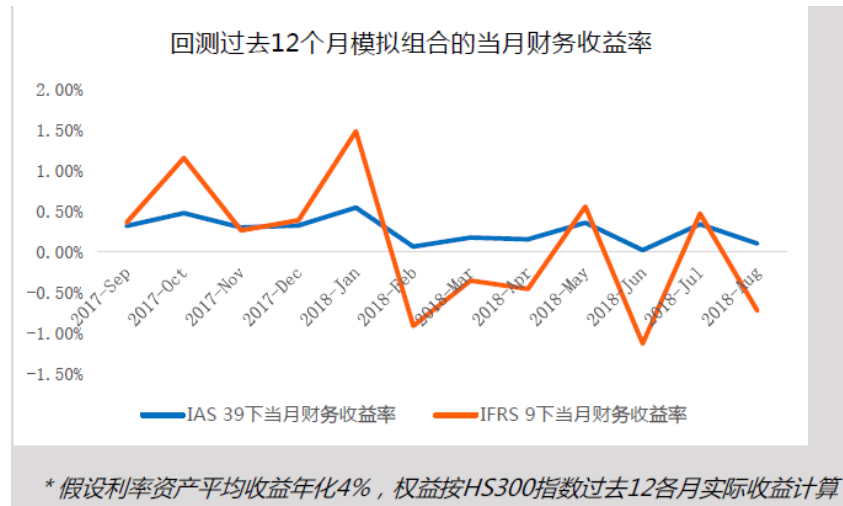
但是在豫园重组交割完成之后, 复星国际的持股比例上升至 68.25%。再根据豫园股份 2019 年 1 月 19 日业绩预增公告的披露, 豫园股份 2018 年全年归母净利润预计为 28.6 亿元至 31.8 亿元之间。若按照保守下限 28.6 亿元计算, 豫园股份对于复星国际快乐板块 2018 年的利润贡献将会达到 $28.6 \text{ 亿元} \times 68.25\% = 19.52 \text{ 亿元}$ 。

2.3. 富足板块: 投资收益波动性提升, 保险、地产业务利润贡献稳定

2018 年复星国际富足板块的在集团整体收入预计占比将会显著下降: 首

先, 2018 年资本市场波动较大, 而复星国际在 2018 年中报开始, 就采用了 HKFRS 9 新会计准则, 对公司归母净利润造成-14.34 亿影响。若按照原口径计算, 则 2018 年上半年归母净利润增速同比增长 41%。在新会计准则下, 金融类资产的公允价值波动大部分都会进入损益表, 因此, 当期的二级市场价格波动变化, 将会对公司利润造成影响, 加大其波动性 (对于富足板块影响尤其明显)。

图 7: 模拟回测发现 IFRS 9 会计准则会显著加大财务投资收益率波动性



数据来源: 中国平安 2018 投资者开放日材料

因此, 考虑到 2018 年下半年国内股票市场仍有较大幅度调整, 上半年贡献了 58.94%富足板块归母净利润的投资业务 (3062.9/5196.8), 全年业绩增速可能会有显著收缩, 若 2019 年二级市场继续下行, 甚至可能出现负增长。

表 8: 富足板块 2018 年上半年收入同比微降, 净利润仍维持增长

富足-保险及金融	2017H1	2018H1	YoY %
收入	14286.9	12645	-11.5%
归母净利润	1523.5	1737.2	14.0%
富足-投资	2017H1	2018H1	YoY %
收入	1721.2	1935.7	12.5%
归母净利润	2557.8	3062.9	19.7%
富足-蜂巢地产	2017H1	2018H1	YoY %
收入	3748.7	6574.9	75.4%
归母净利润	360.1	396.7	10.2%
富足板块-合计	2017H1	2018H1	YoY %
收入	19756.8	21155.6	7.1%
归母净利润	4441.4	5196.8	17.0%

数据来源: 公司 2018 年中报, 国泰君安证券研究

根据 2019 年 1 月 9 日, 豫园股份的业绩预增公告: 2017 年 (法定披露数据) 归属于上市公司股东的净利润 7.00 亿元; 经调整后, 同期归属于

上市公司股东的净利润变为 28.40 亿元。因此，可以测算出，豫园重组交易获得注入的资产，按照 2017 年口径带来了 28.4-7=21.4 亿元净利润。

根据复星国际 2017 年年报披露，蜂巢地产板块 2017 年全年利润为 21.71 亿元，而根据豫园股份 2017 年 11 月 09 日发布的公告《发行股份购买资产暨关联交易预案（修订稿）》中披露，新元房产 2015 年、2016 年分别亏损 546.04 万元和 3248.15 万元。因此，我们推断 2017 年可比口径带来的重组利润，主要来自于注入的蜂巢地产资产，这部分利润占到 2017 年蜂巢地产板块全部净利润的 98.57% (21.4/21.71)。

在重组交易完成交割后，富足板块的蜂巢地产下仍保留的主要资产有：外滩金融中心、28 Liberty (2017 年及 2018 年上半年的租金收入分别为 4500 万美元和 2840 万美元)。我们预计后续蜂巢地产(重组后剩余部分)在富足板块的利润贡献占比将会显著下降。

3. 盈利预测:

基于复星国际的战略变化，以及各个板块 2018 年以来的业务进展，我们对 2018 年至 2020 年的业绩预测进行了调整:

健康生态方面：我们认为，受制于医药行业带量采购政策的负面影响，健康板块的业绩仍将会在 2019 年受到冲击。但是，医药行业的研发投入继续加大，将会为长期业绩增长打下基础，有利于提升该板块的行业竞争力。

快乐生态方面：2018 年全年预计净利润同比大幅增长：复星旅文上市首年扭亏为盈，且豫园股份重组带动业绩爆发。考虑到公司仍将在度假村、豫园改造升级等项目投入大量开发资金，中长期快乐板块增长潜力仍较为明显。

富足生态方面：由于 2018 年开始采用 HKRS 9 会计准则，2018 投资板块业绩不可避免受到影响。2019 年，公司投资板块下项目退出前景尚不明朗，存在投退不平衡，影响短期业绩的可能，预计 2019 年-2020 年富足板块利润增长潜力有限。

最后，我们假设公司分红率为 20% (与 2017 年水平 19.83%持平)，下调复星国际 2018 年至 2020 年归母净利润分别为 101.37 亿元(156.64 亿元)、109.49 亿元 (185.55 亿元)、123.89 亿元 (219.37 亿元)，同比增速分别为 -23%、8%、13.2%。对应 EPS 为 1.19 元 (1.82 元)、1.28 元 (2.16 元)、1.45 元 (2.55 元) 每股。

4. 投资建议:

我们通过分部估值法，对复星国际进行整体估值:

健康生态部分，考虑到健康板块的主要利润来自于复星医药，我们对于健康板块的这部分主要利润来源采用市值法估计，而对于非复星医药部

分的利润部分，则对标港股市场的医药公司市盈率水平（平均 18.4 倍市盈率、中位数 16.7 倍市盈率），按照两者平均数 17.6 倍市盈率估值。由此得出复星国际健康生态合理估值 359.24 亿元。

快乐生态部分，我们判断该部分主要利润来自于复星旅游文化、豫园股份和青岛啤酒（由于公司有派驻董事，按照联营企业计算），因此按照这三家上市公司的市值法进行加总估值。根据 2019 年 2 月 25 日收盘数据，复星旅游文化市值 190.69 亿元（持股比例 82.32%），豫园股份市值 331.06 亿元（持股比例 68.25%），青岛啤酒市值 468.49 亿元（持股比例 17.99%）。其他部分，考虑到仍在产业整合过程中，不给予估值。由此计算，快乐生态部分合理估值水平为 467.21 亿元。

富足生态部分，由于投资部分利润贡献波动较大，不适用 PE 估值法，我们采用 PB 估值法，对标港股市场的中国平安（2318.hk）和汇丰控股（0005.hk）的平均市净率水平，给予复星国际富足板块归母净资产 1.73 倍市净率估值建议，由此得出富足生态合理估值为 466.72 亿元。

加总后，可得复星国际整体合理市值为 $359.24+467.21+466.72=1293.17$ 亿元。

由于复星国际是综合控股型公司，在加总基础上再给予 10%折扣率，最终其合理总市值为 1163.85 亿元，除以 8546.93 百万股，得出其合理目标价 13.62 元每股，按照 2019 年 2 月 25 日 HKDCNY 汇率 0.854，等于 15.95 港币每股。

综上所述，我们认为复星国际 2018 年全年业绩表现压力显著，2019 年则有望在资本市场回暖、2018 年基数较低的情况下恢复增长，下调其目标价至 15.95 港币每股（30.95 港币每股），维持其投资评级为“增持”。

5. 风险提示：

- 1、**医疗健康行业政策进一步恶化：**若医药、医疗服务行业政策进一步挤压利润增长空间，健康板块利润增速可能不达预期
- 2、**快乐板块度假村盈利情况不达预期：**若复星旅文旗下度假村项目客流量不及预期，则快乐板块利润增长可能会显著下降。
- 3、**二级市场进一步调整，拖累富足板块业绩表现：**HKFRS 9 准则下，当期利润表现受到公允价值波动影响更大。
- 4、**产业投资项目表现不佳，难以盈利退出：**若前期投资项目爆雷，或出现财务造假等情况，将拖累公司盈利表现

本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅限中国大陆地区发行，仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数涨跌幅为基准。	增持	相对香港恒生指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对香港恒生指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对香港恒生指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对香港恒生指数下跌 5%以上
2. 投资建议的比较标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的香港恒生指数的涨跌幅。	增持	明显强于香港恒生指数
	中性	基本与香港恒生指数持平
	减持	明显弱于香港恒生指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gt_jaresearch@gt.jas.com		