

产业与资本并驾齐驱

复星医药（600196）年报点评

谨慎推荐（维持）

2009年3月23日

投资要点：

- 业绩增长低于我们预期。2008年实现营业收入37.73亿元，同比增长2.16%；公司净利润6.91亿元，同比增长10.4%；每股收益为0.56元，07年同期为0.51元。对比盈利预测数据，公司的主要盈利指标要低于我们的预期。公司的分红预案是向全体股东每10股派发现金红利1元（含税）。
- 研发投入较大，药品制造保持快速增长。药品制造占了总收入额的52%，贡献利润率高达73%，是主营业务中增长最快的部分。08年实现收入19.8亿元，同比增长14.65%，如果剔除广西花红药业不再并表的影响，同比增速将高达31.53%。
- 长期股权投资高达34.57亿元。公司年报显示，08年长期股权投资高达34.57亿元，占了净资产的77.76%，我们认为在创业本即将开通的背景下，公司所持有的大量联营公司的股权，未来有望得到较大的增值。
- 维持“谨慎推荐”评级。公司是一家控股型公司，通过不断参股控股，正在打造完整的医药产业链条，以期充分分享医药行业的高成长。医药工业领域的重庆药友、江苏万邦、桂林制药、复星药业、湖北新生源各有自己的拳头产品，且在各自细分市场占有一定优势；而医药商业领域国药控股更是流通方面的龙头企业，旗下的国药股份、一致药业分别是北、南方两地的分销巨头。同时，公司还通过适时的股权转让保持收益的稳定性和现金流的充沛，降低经营风险，获得持续发展动力。此外，创业板的推出、国药控股在香港上市等事件都能使公司受益非浅。预计2009—2010年的每股收益为0.70元、0.80元，对应的市盈率为18.43倍、16.13倍，维持“谨慎推荐”评级。

公司主要财务指标预测表

	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入(亿元)	36.93	37.73	42.64	46.90
同比%	-9.52	2.16	13.00	10.00
归属母公司净利润(百万元)	6.26	6.91	8.70	9.89
同比%	142.65	10.40	25.95	13.71
毛利率%	27.06	28.13	30.00	31.00
ROE%	18.09	17.53	17.84	18.23
每股收益(元)	0.51	0.56	0.70	0.80
每股净资产(元)	3.13	3.24	3.54	4.16
市盈率(倍)	25.29	23.04	18.43	16.13
市净率(倍)	4.12	3.98	3.64	3.10

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

谭小兵

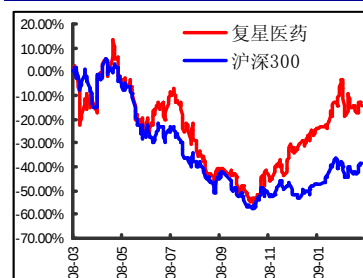
电话：0769-22119430

邮箱：txb@dgzq.com.cn

主要数据 2009年3月23日

收盘价(元)	12.90
总股本(万股)	123777
流通 A 股股本(万股)	63088
12 月最高价(元)	17.54
12 月最低价(元)	6.61

股价走势



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

相关报告

08 年中报业绩预增点评

2008年7月28日

估值优势明显

2008年10月28日

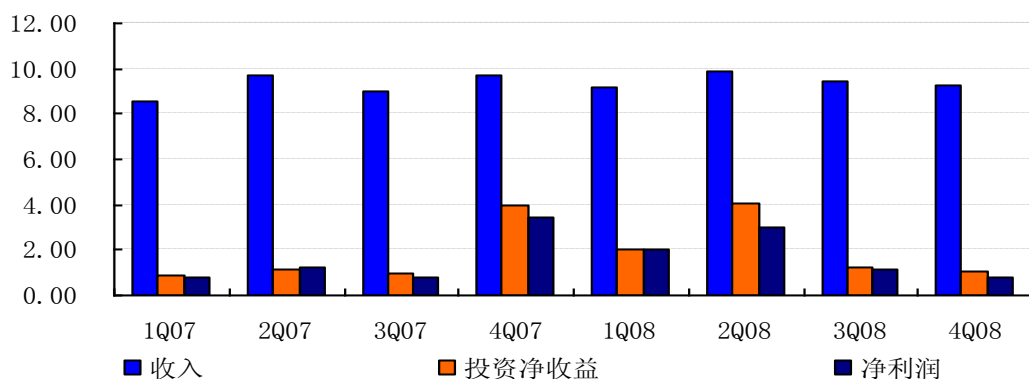
1. 业绩增长低于我们预期

2008年实现营业收入37.73亿元，同比增长2.16%；公司净利润6.91亿元，同比增长10.4%；每股收益为0.56元，07年同期为0.51元。对比盈利预测数据，公司的主要盈利指标要低于我们的预期。公司的分红预案是向全体股东每10股派发现金红利1元（含税）。

公司收入增速相对行业来说较慢，主要是因为08年公司业务并表范围发生了变化：07年12月起撤销了对广西花红药业的报表合并；08年7月起湖北天下明药业不再纳入公司并表范围。如果剔除以上两个合并范围变化的影响，08年营业收入较07年增长19.32%。

公司在08年前三季度净利润增速高达114.74%，而全年增速却只有10%左右。究其原因，是因为07年第四季度的投资净收益高达3.93亿元，而08年第四季度为1.09亿元，一反前三季度同比大超的局面，这也是业绩增长低于我们预期的原因所在。

图1：公司业绩分季度情况（亿元）



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

2. 研发投入较大，药品制造保持快速增长

公司业务主要包括药品制造、药品销售以及代理业务、租赁业务、材料销售等其它业务。

※ 药品制造占了总收入额的52%，贡献利润率高达73%，是主营业务中增长最快的部分。08年实现收入19.8亿元，同比增长14.65%，如果剔除广西花红药业不再并表的影响，同比增速将高达31.53%。就产品来看，主要产品胰岛素、阿托莫兰和氨基酸系列08年分别增长20%、30%和50%左右，青蒿琥酯基本持平。

※ 药品销售主要包括国药控股、北京金象等。08年国药控股维持高速增长，实现收入381亿元，同比增长了23%；实现净利润6.1亿元，同比增长61%；市场占有率远超追随者，继续保持中国药品分销第一品牌地位。

※ 复星医药的制药企业每年投入销售额的7%~10%作为研发费用，推陈出新的新产品将不断增强企业发展的后劲。08年公司共计研发投入1.48亿元，在研新药128项，取得新药临床试验批文10项，取得生产批件19项，有11个项目处于临床试验阶段，全年共申请专利120项，获专利批准93项。目前在抗疟疾、糖尿病、肝病、妇科炎症、

氨基酸等五大领域均拥有自己的拳头产品，并保持在各细分市场的领先地位。

图 2：公司主要业务收入占比（%）

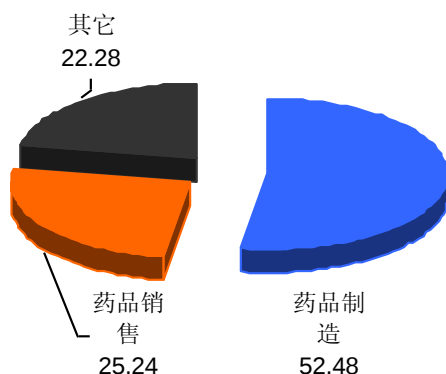
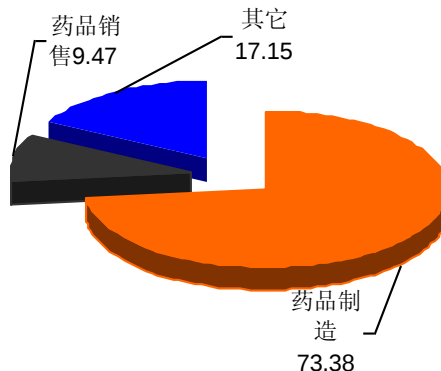


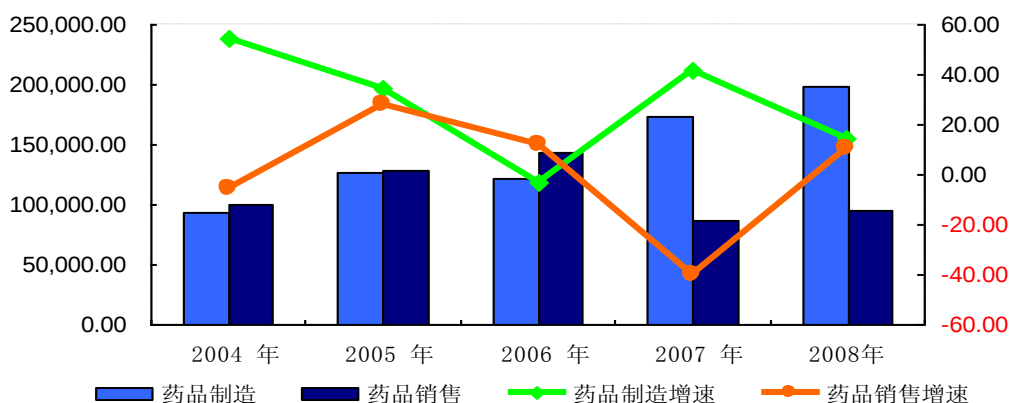
图 3：公司主要业务利润占比（%）



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

图 4：公司主要业务业绩情况（万元，%）



资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

3. 长期股权投资高达 34.57 亿元

公司年报显示，08年长期股权投资高达34.57亿元，占了净资产的77.76%，我们统计了公司对于联营企业的相关成本，认为在创业本即将开通的背景下，公司所持有的大量联营公司的股权，未来有望得到较大的增值。

08年公司确认处置友谊复星23%股权收益，获得了税后收益1.78亿元，加上在二级市场处置海翔药业、羚锐制药等股权，再次获得税后收益1.21亿元。预计公司未来还会继续处置准备PE投资的股权或其它金融资产。

表 1：公司合营及联营企业财务情况

企业名称	注册资本（万元）	持股比例%	08 年收入(万元)	08 年净利润(万元)
合营企业				
重庆科美	600	50	119.23	-111.21
汇丰复星	50	50	634.22	15.91
万邦安新	210 万美元	50	—	-297.42

联营企业

水晶光电	6670	14.99	18455.67	4761.8
中联药业	14343	32.19	13210.66	-2449.66
天药集团	66130	25	19662.73	22931.1
台州定向反光材料	7861	50	9498.47	-124.08
莱士输血	9545	40	2170.32	44.94
神力科技	3050.05	38.81	1280.43	49.16
北京永安	16632	46	15600	448.47
上海药房	3500	27	26550.44	569.97
南京老山	5318.58	32.98	16063.55	926.83
湖南汉森制药	1000	20	23568.92	3314.94
利意大药房	100	35	693.69	9.8
联华复星	5000	50	8277.32	101.64
国药产业投资	10000	49	3813013.7	60842.21
广西花红药业	10000	46.65	16619.19	1781.4
桂林澳林制药	420	49	2741.57	1549.21
浙江强龙家具	3000	20.04	36526.02	279.9
北京金象	12000	50	94395.14	1256.02
时代阳光制药	5828.6	30	50927.41	2971.43
湖州老娘舅餐饮	1075	20	8825.26	500.16
汇鑫圣物浆纸	20000	30	75468.38	9353.36
山东金城医药	9000	20	56992.89	5464.93

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯 注：灰色表示已上市或旗下有上市公司

4. 营运能力有所提高，现金流充沛

公司期末毛利率为 28.13%，同比上升了 1.07%。而期间费用率受管理费用中研发投入加大而上升了 2.34 个百分点。

公司加强了信用控制和营业周期管理，营运能力各项指标都有所提高，长期借款虽然增加了 4.3 亿元，但相应的短期借款较年初减少了 9.3 亿元，偿债能力得到了提高。同时期末经营现金流净额为 2.33 亿元，同比增长了 77%，加上货币资金及应收票据上的 11.16 亿元，公司的现金流较为充沛，在金融危机的背景下，为其 PE 投资打下了准备。

5. 维持“谨慎推荐”评级

公司是一家控股型公司，通过不断参股控股，正在打造完整的医药产业链条，以期充分分享医药行业的高成长。医药工业领域的重庆药友、江苏万邦、桂林制药、复星药业、湖北新生源各有自己的拳头产品，且在各自细分市场占有一定优势；而医药商业领域国药控股更是流通方面的龙头企业，旗下的国药股份、一致药业分别是北、南方两地的分销巨头。同时，公司还通过适时的股权转让保持收益的稳定性和现金流的充沛，降低经营风险，获得持续发展动力。此外，创业板的推出、国药控股在香港上市等事件都能使公司受益非浅。预计 2009—2010 年的每股收益为 0.70 元、0.80 元，对应的市盈率为 18.43 倍、16.13 倍，维持“谨慎推荐”评级。

表 2：公司利润预测表

科目(万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	369,330.17	377,323.42	426,375.47	469,013.01
营业成本	269,381.71	271,187.14	294,199.07	323,618.98
营业税金及附加	1,788.46	1,777.73	1,705.50	1,876.05
销售费用	48,514.76	49,615.61	51,165.06	55,343.54
管理费用	33,142.87	42,577.62	42,637.55	46,901.30
财务费用	415.04	466.81	426.38	469.01
资产减值损失	85.50	2,051.01	0.00	0.00
其他经营收益				
公允价值变动净收益	0.00	-2.42	0.00	0.00
投资净收益	69,497.40	84,705.49	70,000.00	80,000.00
其中 对联营和合营投资收益	35,595.49	42,807.55	55,649.81	66,779.77
营业利润	73,668.76	80,755.62	106,241.91	120,804.13
加 营业外收入	2,322.55	3,822.65	0.00	0.00
减 营业外支出	353.85	1,010.68	0.00	0.00
利润总额	75,637.46	83,567.59	106,241.91	120,804.13
减 所得税	6,618.64	7,474.47	10,624.19	12,080.41
净利润	69,018.82	76,093.12	95,617.72	108,723.72
减 少数股东损益	6,440.69	7,007.46	8,605.60	9,785.13
归属于母公司净利润	62,578.12	69,085.65	87,012.13	98,938.58
最新总股本(万股)	123777	123777	123777	123777
基本每股收益(元)	0.51	0.56	0.70	0.80
市盈率(倍)	25.29	23.04	18.43	16.13

资料来源：东莞证券研发中心，Wind 资讯

附件：

表 3：公司经营情况

	2004 年	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年
重要指标					
每股收益-基本(元)	0.27	0.19	0.29	0.51	0.56
每股净资产 BPS(元)	2.79	2.87	3.25	3.13	3.24
每股经营活动产生的现金流量净额(元)	0.25	0.23	0.19	0.11	0.19
净资产收益率 ROE(%)	10.76	6.77	9.49	18.09	17.53
总资产净利率 ROA(%)	7.16	5.97	6.73	12.47	13.04
销售毛利率(%)	31.89	30.53	21.69	27.06	28.13
销售净利率(%)	11.63	7.96	7.13	18.69	20.17
资产负债率(%)	45.58	49.28	45.28	41.95	41.03

利润表摘要					
营业收入(万元)	242,543.59	298,852.68	408,208.62	369,330.17	377,323.42
同比增长率(%)	12.57	23.22	36.59	-9.52	2.16
营业税金及附加(万元)	1,631.83	1,631.82	1,426.26	1,788.46	1,777.73
营业税金及附加率(%)	0.67	0.55	0.35	0.48	0.47
销售费用(万元)	33,080.48	43,720.74	41,636.14	48,514.76	49,615.61
销售费用率(%)	13.64	14.63	10.20	13.14	13.15
管理费用(万元)	31,108.44	37,594.68	35,518.66	33,142.87	42,577.62
管理费用率(%)	12.83	12.58	8.70	8.97	11.28
财务费用(万元)	2,350.58	5,531.35	7,935.39	415.04	466.81
财务费用率(%)	0.97	1.85	1.94	0.11	0.12
投资净收益(万元)	16,822.95	14,512.08	33,569.00	69,497.40	84,705.49
对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.00	16,338.71	35,595.49	42,807.55
营业利润(万元)	29,818.86	23,445.39	33,636.01	73,668.76	80,755.62
同比增长率(%)	-9.48	-21.37	43.47	119.02	9.62
加: 营业外收入(万元)	488.02	3,031.47	1,317.36	2,322.55	3,822.65
减: 营业外支出(万元)	-91.75	310.91	665.59	353.85	1,010.68
利润总额(万元)	31,288.24	26,930.41	34,287.77	75,637.46	83,567.59
同比增长率(%)	-10.05	-13.93	27.32	120.60	10.48
减: 所得税(万元)	3,084.87	3,136.05	5,201.44	6,618.64	7,474.47
有效税率(%)	9.86	11.65	15.17	8.75	8.94
归属母公司股东的净利润(万元)	21,533.34	15,903.07	25,789.61	62,578.12	69,085.65
同比增长率(%)	-18.32	-26.15	62.17	142.65	10.40
资产负债表摘要					
资产总计(万元)	517,050.26	566,873.44	659,143.83	743,498.52	753,891.80
货币资金(万元)	68,285.95	75,290.73	98,739.75	107,374.71	100,564.26
应收票据(万元)	1,782.95	3,780.77	6,520.65	6,266.49	11,000.00
同比增长率(%)	-26.46	112.05	72.47	-3.90	75.54
应收账款(万元)	39,069.48	45,641.63	48,195.73	44,844.22	45,018.36
同比增长率(%)	28.76	16.82	5.60	-6.95	0.39
预付款项(万元)	9,411.18	9,902.18	6,874.69	6,055.59	7,900.24
负债合计(万元)	235,669.67	279,368.82	298,449.68	311,862.57	309,300.81
短期借款(万元)	68,200.00	77,540.00	132,426.64	137,208.14	44,203.97
长期借款(万元)	11,813.75	37,419.94	54,512.07	74,681.65	118,045.46
现金流量表摘要					
经营活动产生的现金流量(十万元)	20,510.06	18,834.64	18,491.43	13,147.71	23,304.12
同比增长率(%)	36.61	-8.17	-1.82	-28.90	77.25

资料来源: 东莞证券研发中心, Wind 资讯

东莞证券投资评级体系：

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 15%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，股价表现强于市场指数 5%-15%之间
中性	预计未来 6 个月内，股价表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，股价表现弱于市场指数 5%以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 10%以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内，行业指数表现强于市场指数 5%-10%之间
中性	预计未来 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
回避	预计未来 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明：

本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司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。本公司及其所属关联机构可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有，未经本公司事先书面许可，任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

东莞证券研究发展中心

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 32 楼
邮政编码：523000
电话：（0769）22119450
传真：（0769）22119453
网址：www.dgzq.com.cn