

医药商业、医药工业、股权投资各有看点

复星医药 (600196)
评级: 增持 (首次)
股价: 14.43 元 目标价: 15.9 元
调研简报

2009 年 7 月 27 日 星期一

医药化工研究小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/生物制药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

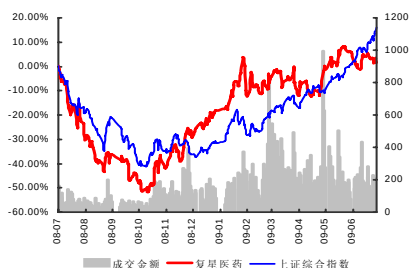
总股本(亿股)	12.38
流通股本(亿股)	6.86
总市值(亿元)	178.61
流通市值(亿元)	98.94

6 个月目标价位	15.9
升值潜力(%)	10.2
目标价确定日期:	2009.7.26

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	(3.86)	(20.31)
3 个月	8.82	(28.20)
6 个月	1.38	27.42

个股相对上证综指走势图



相关报告:

- 1、复星医药调研报告:《股权投资彰显核心能力,聚焦医药打造完整产业》2008 年 3 月

投资要点

□ 公司概况

公司是一家投资控股型公司,超强的股权投资能力是公司的核心竞争力。围绕着医药主业,公司已经发展成一家拥有工业生产、研发与商业分销、零售完整产业链的大型医药企业集团。

□ 上半年几块主业经营情况

医药商业及医药工业均快速增长。工业方面徐州万邦和重庆药友两公司增速达到 30%,湖北新生源与去年持平。医药商业方面国药控股继续保持 60%的利润增速水平。但是去年同期公司处置了友谊复星 23%的股权,获得了税后 1.78 亿元的收益,因此今年上半年投资收益部分会减少。不过下半年公司有可能继续通过处置其他股权,因此预计全年的利润增速不会放缓。

□ 医药商业迅猛发展

公司目前拥有中国最大的药品分销商国药控股 47.04%的股权,国药控股 08 年销售收入超过 381 亿元,在中国名列医药商业行业第一位,约占市场份额的 11%。国药控股也是中国唯一的全国性的药品分销网络,成立六年来,国药控股的销售收入年复合增长超过 36%,其中 60%以上来自内生式增长。

新医改推动下的医药商业行业整合进程将使公司获得迅速发展的机会。新医改“基本药物实行公开招标采购,统一配送”的制度改革将使行业的集中度提升、中小商业企业被淘汰,国药控股的市场份额增长率将显著高于行业平均水平。另外,随着国药控股市场份额的进一步提升,公司的费用率下降速度将大于其毛利率的下降速度,公司的净利率将提高。

□ 零售药店也居于国内第一梯队

公司旗下拥有复星大药房、北京金象、联华复星等品牌超过 1539 家的连锁药店，药店连锁的数量处于国内第一梯队，且主要门店均集中在中国最发达的城市如上海、北京、深圳、广州等，且在每个涉足的城市份额都名列前三，拥有非常强的市场优势。目前为了迎接新医改的挑战，公司正规划对零售药店进行整合工作。

□ 医药工业在四大领域均有拳头产品

公司的医药工业业务主要集中在四个领域：肝病药、抗疟药、糖尿病药及氨基酸类产品，在四块领域均拥有自己的拳头产品。目前公司正通过江苏万邦、重庆药友等平台逐步整合工业资产。

公司控股 51% 的重庆药友主要生产以阿托莫兰为主的治疗肝病药，阿托莫兰是我国的知名品牌，08 年销售收入约 2 亿元。控股 95.2% 的江苏万邦是我国最大的动物胰岛素生产企业，市场占有率超过 80%，拥有格列美脲片、盐酸吡格列酮片、参芪降糖胶囊等治疗糖尿病的药物；公司的战略产品人胰岛素也正准备通过增发项目实现量产。控股 77.85% 的桂林制药主要生产以青蒿素为主的抗疟药，是 WHO 推荐的抗疟首选药物，08 年青蒿琥酯的收入超过 1.2 亿元。控股 51% 的湖北新生源主要生产氨基酸类产品，包括亮氨酸、精氨酸、酪氨酸、胱氨酸等产品，市场占有率超过 40%，08 年销售收入超过 4 亿元。

□ 强大的股权投资能力

公司以拥有强大的股权投资能力著称，公司的股权投资主要分为两类：一类是产业投资，一类是财务投资。

公司近两年参与了十多家公司的 PE 投资项目，涉及的领域不仅局限于公司擅长的医药化工领域，也延伸至机械、餐饮等新领域。目前公司的主要目标不是放在即将开通的创业板上，而是重点朝向中小板上市，已经有 3 家投资企业处于上市过会的阶段，拥有 47.04% 股权国药控股在香港上市也有望实现。我们认为随着 IPO 的重启和创业板的即将推出，公司所持有的大量股权未来有望获得很大的增值。

□ 定向增发帮助提升公司长期竞争力

公司 6 月 27 日公布非公开增发预案。公司拟非公开增发 3500-7800 万股，增发价格暂定 13.27 元，预计募集资金 9.946 亿元，母公司复星集团参与本次增发，认购股票比例不超过本次发行的 30%，认购资金不超过 6 亿；募集

资金主要投向人胰岛素 3.7 亿、青蒿琥酯 1.8 亿、体外诊断产品 0.4 亿、偿还银行贷款 4 亿。由于公司的股权投资资金主要来源于银行贷款，因此公司的财务费用较高，我们认为融资能够改善公司的资本结构，进一步增强公司的长期竞争力。

□ 投资建议

我们认为公司在医药商业、医药工业及股权投资三个领域均有自己明显的优势。尤其是医药商业方面国药控股的市场份额及盈利能力将随着新医改下医药商业集中度的提升而提升。股权投资业务也将在 IPO 重启和创业板即将推出的背景下获得迅速增值的机遇。

我们预测公司 2009-2010 年 EPS0.68 元和 0.80 元，给予公司 6 个月目标价为 15.9 元，对应公司 09-10 年每股收益的 PE 分别为 23 倍和 20 倍，给予公司“增持”评级。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、中新药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司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, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122