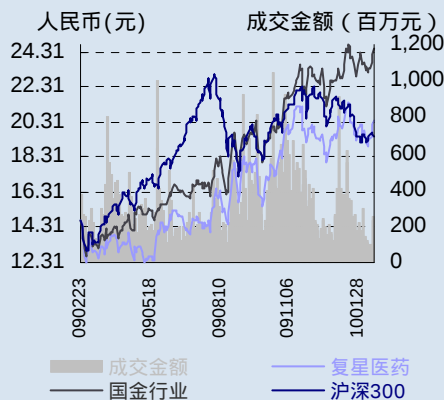


2010 年 02 月 23 日

市场数据(人民币)

市价(元)	20.34
已上市流通A股(百万股)	685.65
总市值(百万元)	25,176.34
年内股价最高最低(元)	21.45/12.31
沪深 300 指数	3198.63
上证指数	2982.57
2008 年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《国控上市带来净利润大幅增长》，2009.10.29
- 2 《坚持资产重估角度审视公司价值》，2009.8.28

分析师:黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人:李龙俊

 (8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

 中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
 泰滨江大厦 15A 层 (200011)

复星医药 (600196.SH)

——参股企业陆续上市，价值有待重估


公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.506	0.558	2.147	0.799	0.918
净利润增长率	62.96%	141.47%	10.40%	284.73%	-62.78%	14.87%
先前预期每股收益(元)				2.147	0.799	0.918
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	2.000	0.803	0.907
市盈率(倍)	22.59	29.19	19.01	9.47	25.44	22.14
行业优化市盈率(倍)	40.21	65.64	40.45	71.20	71.20	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
PE/G(倍)	0.36	0.21	1.83	0.03	N/A	1.49
已上市流通A股(百万股)	480.86	630.88	630.88	685.65	685.65	685.65
总股本(百万股)	952.13	1,237.77	1,237.77	1,237.77	1,237.77	1,237.77

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 基于以下原因，我们再次重估了复星医药的权益价值；
 - ◆ 公司参股的湖南汉森已经过会，将于近期登陆中小板，从而引起对公司所持股权的价值重估；
 - ◆ 公司旗下子公司国药控股自去年 9 月份上市后，股价稳步走高，较发行价的涨幅超过 100%。这部分股权价值有必要进行重估；
 - ◆ 自去年 6 月份以来，医药板块整体估值水平得到明显提升，公司旗下医药资产也有待重估；
- 同时，我们在此也再次强调公司的旗下资产并不是静态的，而是会实现动态的增值过程。以国药控股为例：
 - ◆ 国药控股是我国最大的医药流通企业，并在“区位、管理和规模”这三个医药商业的关键竞争要素中占据优势地位；
 - ◆ 在国内医药商业集中度不断提升的趋势下，以及国内医药产业蓬勃发展的背景下，我们对国药控股的持续快速发展持乐观态度；
 - ◆ 未来国药控股的市值也将随着业绩的提升而不断增长，复星医药持有的国控股权也将不断增值。
- 我们认为，公司的合理价值为 321.3 亿元，折合每股 25.95 元，维持“买入”评级
 - ◆ 从保守角度估计，我们对二级市场的股权市值进行 9 折处理，即：国控股权价值为 206.55 亿元；湖南汉森股权价值为 2.84 亿元；持有其他的上市公司股权价值为 5.9 亿元；

- ◆ 部分医药企业的估值水平为对应 2009 年业绩 25-35 倍 PE（只有江苏万邦和莱士输血是 35 倍 PE，其他均为 25 倍 PE）。WIND 的数据显示，目前医药板块估值水平为对应 2009 年业绩（25 倍，183 倍）
- ◆ 部分医药和非医药资产是按照投资额来计算公司的股权价值（即 PB=1）。对于绝大多数旗下资产而言，特别是医药资产而言，PB=1 是非常低的估值水平。

参股企业陆续上市，股权增值明显

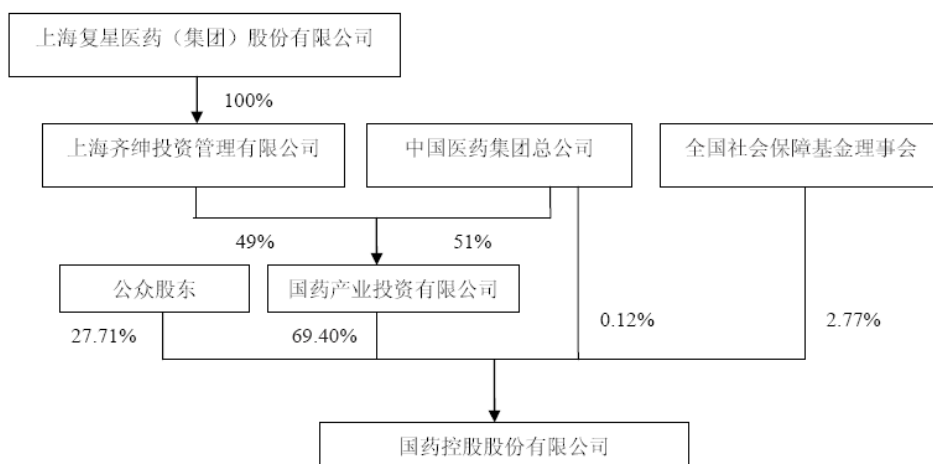
湖南汉森过会，有望近期登陆中小板

- 湖南汉森是公司参股 20%的医药企业，公司持有汉森 1100 万股。湖南汉森的主导产品是胃肠用药——四磨汤口服液。2009 年上半年的净利润为 2168 万元，2008 年净利润为 4249 万元，2006-2008 年净利润符合增长率为 84%。
- 我们预计，湖南汉森 2009 年的净利润有望超过 5300 万。根据前期中小板和创业板上市的医药企业的发行状况来看，湖南汉森上市后的价格有望达到 2009 年 40 倍 PE 的估值水平，即市值有望达到 21.2 亿元。
- 预计发行后，公司持有湖南汉森的股权比例将降至 14.86%，即该部分股权价值有望达到 3.15 亿元。前期我们在《复星医药——独具特色的医药控股企业》中对公司持有湖南汉森股权的估计价值为 1.56 亿。湖南汉森上市后，该部分股权有望增值 100%。

国药控股二级市场表现优异，公司所持股权增值明显

- 国药控股于去年 9 月份登陆港交所，之后股价稳步走高，目前价格已到 33.9 港币，较发行价的涨幅超过 100%。因此，国药控股的市值已经达到 675 亿人民币。
- 公司间接持有国药控股 34%的股权，则该部分股权价值目前为 229.5 亿元。前期我们在《复星医药——独具特色的医药控股企业》中对公司持有国药控股股权的估计价值为 127 亿元。国药控股上市 5 个月后，该部分股权增值了 80.7%

图表1：国药控股股东结构图



来源：国药控股招股说明书，国金证券研究所

- 国药控股是我国最大的医药流通企业，并在“区位、管理和规模”这三个医药商业的关键竞争要素中占据优势地位。在国内医药商业集中度不断提升的趋势下，以及国内医药产业蓬勃发展的背景下，我们对国药控股的持续快速发展持乐观态度。未来国药控股的市值也将随着业绩的提升而不断增长，复星医药持有的国控股权也将不断增值。

医药板块估值提升，公司医药资产有待重估

- 自我们发表《复星医药——独具特色的医药控股企业》以来，医药指数已经上涨 45%左右。医药板块的整体估值也得到大幅提升，扣除原料药企业及

亏损企业，主业仍为医药的上市公司对应 2009 年业绩的估值水平为（25 倍 PE，183 倍 PE），整个医药板块的估值中值为 51 倍 PE，平均值为 56 倍 PE。因此，我们认为应该提升公司所持医药资产的估值水平。

图表2：医药板块自 2009 年 6 月份以来上涨幅度较大



来源：WIND，国金证券研究所

- 医药资产 PE 类估值部分：我们仅仅是对江苏万邦和苏州莱士输血采用 2009 年 35 倍 PE 的估值水平，其他的医药资产按照目前板块的估值下限 25 倍 PE 来估计。
- ◆ 对于天津药业，考虑到其作为国有大型医药集团的特殊性，我们采取单独的估值方法，即市值比较法。我们认为天津药业合理市值为 90 亿。

图表3：2008 年国内大型医药集团及其主要下属上市公司市值

2008年医药企业排名	企业名称	下属主要上市公司	上市公司市值（亿元）
1	哈药集团有限公司	哈药股份	218
3	上海医药（集团）有限公司	上海医药	176
4	天津医药集团有限公司	中新药业	95
7	广州医药集团有限公司	广州医药	98
8	华北制药集团有限责任公司	华北制药	113
9	天津金耀集团（天津药业集团）	天药股份	50
11	同仁堂（集团）有限责任公司	同仁堂	121
14	北京医药集团有限责任公司	双鹤药业	147
15	东北制药集团有限责任公司	东北制药	86
16	浙江医药股份有限公司	浙江医药	141
17	杭州华东医药集团有限公司	华东医药	87

来源：国金证券研究所

图表4：医药资产PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预 测(万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
江苏万邦生化	95%	4463	5489	35 PE	19.21	18.29
桂林制药	78%	2855	3369	25 PE	8.42	6.56
广西花红药业	47%	1781	1959	25 PE	4.90	2.28
重庆药友	51%	3288	3880	25 PE	9.70	4.95
苏州莱士输血	40%	45	60	35 PE	0.21	0.08
上海药房股份	27%	570	630	25 PE	1.58	0.43
上海联华复星药房	50%	102	115	25 PE	0.29	0.14
北京永安复星医药	46%	448	500	25 PE	1.25	0.58
桂林澳林制药	49%	1549	1781	25 PE	4.45	2.18
北京金象复星	20%	1256	1400	25 PE	3.50	0.70
湖南时代阳光药业	30%	2971	3550	25 PE	8.88	2.66
山东金城医药化工	20%	5465	6449	25 PE	16.12	3.22
湖北新生源	51%	6600	7920	25 PE	19.80	10.10
南京老山药业	33%	927	1050	25 PE	2.63	0.87
天津药业	25%				90.00	22.50
合计						75.54

来源：国金证券研究所

- 非医药资产 PE 类估值部分：考虑到相应板块的估值水平变化，我们较前期的报告稍稍提高了估值水平。

图表5：非医药资产PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预 测(万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
上海神力科技	39%	49	70	50	0.35	0.14
湖州老娘舅餐饮	20%	500	580	25	1.45	0.29
汇鑫生物浆纸	30%	9353	10600	20	21.20	6.36
浙江强龙椅业	20%	280	310	25	0.78	0.16
合计						6.94

来源：国金证券研究所

- PB 类估值部分：我们仍然采用非常保守的 PB 估值方法 (PB=1) 来衡量公司持有的这些资产的价值。对于绝大多数旗下资产而言，PB=1 是非常低的估值水平。

图表6：部分投资项目按照投资额测算价值

公司	复星持股比例	复星投资额（万元）	公司	复星持股比例	复星投资额（万元）
医药类资产					
重庆凯林	100%	7857	安吉创新	100%	2000
重庆医工院	57%	3129	复星佰珞	75%	612
复星临西	85%	842	浙江复星	69%	2816
复星朝晖	100%	10262	复星普适	80%	1360
复星医学科技	100%	9991	重庆海斯曼	100%	500
复星药业	97%	9403	苏州奇天	67%	298
复星长征	100%	4427	四川诺亚医疗	100%	100
重庆康乐	92%	2227	美国普适	100%	1000
复星大药房	100%	51730	湖南凤凰江山	100%	800
淮阴医疗器械	100%	1015	凯茂生物	70%	7350
输血技术	54%	2864	重庆科美药友	50%	302
复星医疗系统	100%	452	复星生物研究院	100%	50148
武汉中联药业	32%	4413	上海克隆生物	100%	11744
非医药类资产					
上海创新科技	100%	5176	澳大利亚星加桂药		248
台州定向反光材料	50%	5099	上海东富龙科技		4000
永安财产保险		14104	临海海宏集团		2700
山东滨化集团		14535	复地集团		52495
河南佰利联化学		5300			
复星投资额总计			29.13亿元		

来源：国金证券研究所

- 公司还持有羚锐股份、海翔药业和水晶光电等上市公司的股权，这些股权的市值合计达到 6.55 亿元。

图表7：公司持有上市公司的股权价值

	持股数目（万股）	当前价格（元）	市值（万元）
水晶光电	1,300.00	37.80	49,140.00
海翔股份	1,134.56	12.11	13,739.57
羚锐股份	208.85	12.70	2,652.46

来源：国金证券研究所

投资建议

公司的合理价值为 321.3 亿元，折合每股 25.95 元，维持“买入”评级

- 我们从资产重估的角度衡量公司的合理价值，重构了复星医药母公司的资产负债表，得到公司权益的合理价值为 345.22 亿元。考虑到二级市场股权市值的特殊性，我们对上市公司股权价值（包括国控和湖南汉森）进行 9 折处理，得到公司权益新的合理价值为 321.3 亿元。

图表8：公司资产负债表重构

	资产负债表项目	（亿元）
	旗下公司及股权投资价值重估	350.81
	包括：PE估值下医药资产价值	308.19
	PE估值下非医药资产价值	6.94
	PB估值下投资项目价值	29.13
	持有上市公司股权价值	6.55
+	流动资产	21.78
+	固定资产（扣除长期股权投资）	0.19
-	负债	27.56
=	复星医药总市值（亿元）	345.22

来源：国金证券研究所

- 我们主要重估了公司控股或参股子公司的股权的价值，分别按照了 PE 和 PB 两种方法进行估值。
 - ◆ 从保守角度估计，我们对二级市场的股权市值进行 9 折处理，即：国控股权价值为 206.55 亿元；湖南汉森股权价值为 2.84 亿元；持有上市公司股权价值为 5.9 亿元；
 - ◆ 部分医药企业的估值水平为对应 2009 年业绩 25-35 倍 PE（只有江苏万邦和莱士输血是 35 倍 PE，其他均为 25 倍 PE）。
 - ◆ 部分医药和非医药资产是按照投资额来计算公司的股权价值（即 PB=1）。对于绝大多数旗下资产而言，特别是医药资产而言，PB=1 是非常低的估值水平。

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,102	3,693	3,773	4,360	4,980	5,750
增长率		19.1%	2.2%	15.6%	14.2%	15.5%
主营业务成本	-2,282	-2,694	-2,712	-3,139	-3,586	-4,140
% 销售收入	73.6%	72.9%	71.9%	72.0%	72.0%	72.0%
毛利	820	999	1,061	1,221	1,394	1,610
% 销售收入	26.4%	27.1%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
营业税金及附加	-14	-18	-18	-22	-25	-29
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-418	-485	-496	-567	-647	-748
% 销售收入	13.5%	13.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-362	-331	-426	-480	-548	-633
% 销售收入	11.7%	9.0%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润（EBIT）	25	165	122	153	174	201
% 销售收入	0.8%	4.5%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-79	-122	-141	-104	-82	-82
% 销售收入	2.6%	3.3%	3.7%	2.4%	1.6%	1.4%
资产减值损失	0	-1	-21	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	335	695	847	2,808	1,000	1,125
% 税前利润	98.1%	91.9%	101.4%	97.4%	89.1%	88.3%
营业利润	280	737	808	2,852	1,092	1,244
营业利润率	9.0%	19.9%	21.4%	65.4%	21.9%	21.6%
营业外收支	61	20	28	30	30	30
税前利润	341	756	836	2,882	1,122	1,274
利润率	11.0%	20.5%	22.1%	66.1%	22.5%	22.1%
所得税	-48	-66	-75	-144	-53	-57
所得税率	14.1%	8.8%	8.9%	5.0%	4.7%	4.5%
净利润	293	690	761	2,738	1,069	1,216
少数股东损益	34	64	70	80	80	80
归属于母公司的净利润	259	626	691	2,658	989	1,136
净利率	8.4%	16.9%	18.3%	61.0%	19.9%	19.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	259	690	761	2,738	1,069	1,216
少数股东损益	34	0	0	0	0	0
非现金支出	148	138	154	125	123	125
非经营收益	-251	-565	-696	-2,799	-948	-1,073
营运资金变动	-5	-132	-46	-418	-92	-102
经营活动现金净流	185	131	172	-354	152	166
资本开支	-248	-200	-208	52	1	0
投资	-187	-18	206	99	120	0
其他	100	165	58	2,808	1,000	1,125
投资活动现金净流	-335	-54	56	2,959	1,121	1,125
股权募资	0	17	16	0	0	0
债权募资	801	385	-89	-583	0	1
其他	-432	-264	-282	-126	-206	-206
筹资活动现金净流	370	138	-355	-709	-206	-205
现金净流量	219	216	-126	1,896	1,067	1,087

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	989	1,074	1,006	2,902	3,969	5,055
应收款项	742	671	619	685	769	888
存货	608	495	531	585	658	749
其他流动资产	71	66	262	96	106	118
流动资产	2,410	2,306	2,417	4,268	5,502	6,810
% 总资产	36.4%	32.1%	32.2%	46.9%	54.3%	60.0%
长期投资	2,707	3,471	3,684	3,585	3,464	3,464
固定资产	1,274	1,139	1,145	1,050	951	851
% 总资产	19.3%	15.8%	15.2%	11.5%	9.4%	7.5%
无形资产	214	262	253	204	210	216
非流动资产	4,202	4,883	5,095	4,841	4,628	4,533
% 总资产	63.6%	67.9%	67.8%	53.1%	45.7%	40.0%
资产总计	6,612	7,190	7,512	9,109	10,130	11,343
短期借款	1,465	1,556	503	0	0	0
应付款项	759	529	605	656	725	826
其他流动负债	119	133	648	239	245	264
流动负债	2,343	2,218	1,755	895	970	1,090
长期贷款	545	747	1,180	1,180	1,180	1,181
其他长期负债	97	154	157	0	0	0
负债	2,985	3,119	3,093	2,075	2,151	2,272
普通股股东权益	3,090	3,872	4,009	6,543	7,408	8,421
少数股东权益	558	444	437	517	597	677
负债股东权益合计	6,634	7,435	7,539	9,135	10,156	11,370

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.272	0.506	0.558	2.147	0.799	0.918
每股净资产	3.246	3.128	3.239	5.286	5.985	6.803
每股经营现金净流	0.194	0.106	0.188	-0.286	0.123	0.134
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.39%	16.16%	17.23%	40.62%	13.35%	13.49%
总资产收益率	3.91%	8.42%	9.16%	29.10%	9.74%	9.99%
投入资本收益率	1.39%	2.25%	1.79%	1.76%	1.81%	1.87%
增长率						
主营业务收入增长率	3.80%	19.06%	2.16%	15.56%	14.22%	15.46%
EBIT增长率	-36.44%	79.50%	-26.28%	25.46%	14.22%	15.46%
净利润增长率	62.96%	141.47%	10.40%	284.73%	-62.78%	14.87%
总资产增长率	17.07%	12.08%	1.40%	21.25%	11.21%	11.98%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.2	46.0	43.5	42.0	41.0	41.0
存货周转天数	91.1	74.7	69.0	68.0	67.0	66.0
应付账款周转天数	70.0	46.1	42.3	42.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	138.9	101.8	100.9	79.3	62.3	47.6
偿债能力						
净负债/股东权益	27.93%	28.35%	15.23%	-24.38%	-34.83%	-42.58%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.3	0.9	1.5	2.1	2.5
资产负债率	45.00%	41.95%	41.03%	22.72%	21.18%	19.98%

来源：公司年报、国金证券研究所

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
强买	0	1	1	1	4
买入	0	0	0	0	7
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	1.00	1.00	1.00	1.50

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-20	买入	15.54	N/A
2 2008-03-29	买入	15.40	N/A
3 2008-04-29	买入	15.10	N/A
4 2008-06-24	买入	11.65	N/A
5 2008-08-18	买入	10.51	N/A
6 2009-06-12	买入	14.73	17.55 ~ 17.55
7 2009-08-28	买入	17.03	N/A
8 2009-10-29	买入	18.26	N/A

来源：国金证券研究所

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。