

复星医药 (600196.SH)

医药流通行业

评级: 买入 维持评级

业绩点评

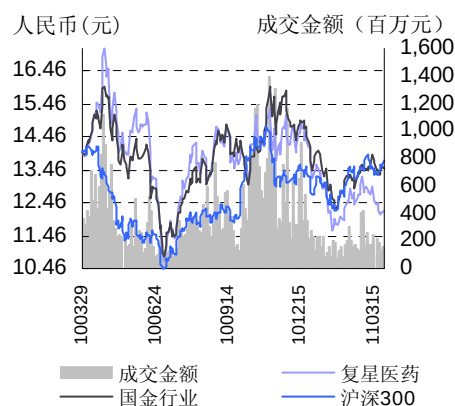
市价(人民币): 12.22 元

整合工业板块, 布局高端医疗

长期竞争力评级: 高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,110.63
总市值(百万元)	23,271.67
年内股价最高最低(元)	17.13/10.69
沪深 300 指数	3264.93
上证指数	2948.48



相关报告

1. 《3 季度经营平稳, 积极布局医疗产业》, 2010.10.28
2. 《医药资产经营稳健》, 2010.8.26

李龙俊 分析师 SAC 执业编号: S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺 分析师 SAC 执业编号: S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷 分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

公司基本情况(人民币)

项 目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
摊薄每股收益(元)	2.018	0.454	0.474	0.617	0.801
每股净资产(元)	5.23	4.42	4.77	4.74	5.42
每股经营性现金流(元)	0.21	0.11	-0.30	0.22	0.30
市盈率(倍)	9.70	29.70	25.63	19.71	15.18
行业优化市盈率(倍)	71.20	71.20	71.20	71.20	71.20
净利润增长率(%)	261.61%	-65.43%	4.62%	30.02%	29.84%
净资产收益率(%)	38.57%	10.25%	9.95%	13.00%	14.79%
总股本(百万股)	1,237.77	1,904.39	1,904.39	1,904.39	1,904.39

来源: 公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010 年, 公司实现主营业务收入 44.8 亿元, 较 2009 年增长 18.14%; 实现营业利润 11.4 亿元、利润总额 12 亿元和归属于上市公司股东的净利润 8.64 亿元, 分别较 2009 年下降 64.49%、63.18%和 65.43%; 实现每股收益 0.46 元

经营分析

- **国控股权摊薄影响利润增速:** 公司净利润下降的原因是国药控股于 2009 年在香港上市, 当时视同处置联营企业确认股权转让收益 19.65 亿元(税后); 2010 年公司经营性净利润较 2009 年略有增长, 主要原因是公司对国药控股的持股比例由 47%下降至 34%。扣除该因素影响, 公司经营性净利润同比口径增长 28%。
- **工业板块经营情况良好:** 工业板块实现主营业务收入 28 亿元, 较 2009 年增长 23.61%; 实现分部利润 3.24 亿元, 较 2009 年增长 44.52%; 2010 年公司投入研发资金较 2009 年大幅增长 44%, 并取得“前列地尔干乳”生产批文等系列成果; 同时, 重庆药友及重庆医工院等先后获得加拿大卫生部 GMP 认证及美国 FDA 认证, 国际市场开拓进一步深入。我们认为, 公司整合工业板块的努力将在未来数年取得明显成效。
- **积极布局高端医疗产业:** 2010 年公司成为美中互利单一最大股东, 支持并推动“和睦家”医院和诊所网络的发展; 同时, 公司与新加坡百汇医疗共同于上海开设的两家医疗服务机构也于 2010 年投入运营。我们强烈看好高端医疗产业的发展前景, 而公司无疑已占据领先地位。
- **资产重估价值 356 亿元:** 国药控股按照权益比例给公司贡献 181 亿市值; 部分医药资产以 2010 年业绩 40 倍进行估值; 另有较多资产按照公司账面投资额进行估值。

盈利调整

- 我们预计公司 2011-2013 年的 EPS 分别为 0.474 元、0.617 元和 0.801 元。

投资建议

- 我们按照资产重估的方法得到的公司价值达到 356 亿元, 即每股 18.7 元; 目前公司股价为 12.22 元, 折价率达到 35%; 我们认为目前折价率过高, 公司价值被低估, 给予买入的投资建议。

工业板块整合成效明显

国控股权摊薄影响公司利润

- 2010 年，公司实现主营业务收入 44.8 亿元，较 2009 年增长 18.14%；实现营业利润 11.4 亿元、利润总额 12 亿元和归属于上市公司股东的净利润 8.64 亿元，分别较 2009 年下降 64.49%、63.18%和 65.43%。
 - 净利润下降的原因是国药控股于 2009 年在香港上市，当时视同处置联营企业确认股权转让收益 19.65 亿元（税后）。
- 2010 年，公司实现经营性净利润 3.74 亿元，较 2009 年略有增长，主要原因是公司对国药控股的持股比例由 47%下降至 34%。扣除该因素影响，公司经营性净利润同比口径增长 28%。

工业板块经营情况不错

- 2010 年，公司药品制造与研发业务呈现快速增长，报告期实现主营业务收入 28 亿元，较 2009 年增长 23.61%；实现分部利润 3.24 亿元，较 2009 年增长 44.52%。
- 公司工业板块中，江苏万邦、重庆药友、湖北新生源、桂林南药、广西花红等在糖尿病、肝病、氨基酸、疟疾、妇科病等细分市场具有一定领先地位；公司近期通过收购红旗制药和雅立峰，进入抗结核病药领域和疫苗领域。
- 优势产品主要包括氨基酸系列、阿拓莫兰、头孢美唑钠、胰岛素、和万苏平，每个品种的年销售收入目前在 1-5 亿元，在相关治疗领域也具有领先的市场份额。另外，公司还有其他 4 个产品的单产品年销售收入接近 1 个亿。

加强研发投入，为工业板块提供基础

- 2010 年，公司共计研发投入人民币 2.72 亿元，较 2009 年大幅增长 44%；研发投入占工业板块销售收入的比例达到 9.67%，在国内处于领先水平。
- 2010 年，公司在研发方面也取得积极的成果：
 - 2010 年，公司“前列地尔干乳”等 2 个产品取得了新药证书和生产批件。“前列地尔干乳”公司拥有 20 多年的专利，该品种是 5-10 亿收入的潜力大品种。
 - 2010 年公司参股的 HandaPharmaceuticals,LLC（即美国汉达药业公司）收到美国 FDA 正式通知，其仿制的大品种缓释喹硫平获得预批准（tentative approval），这是中国医药企业关联公司中第一个首仿获批的产品。
 - 同时，公司通过重庆医工院、重庆复创、复宏汉霖等旗下研发平台，持续推进仿制药和创新药的研发，努力强化自身创新能力和产品竞争力，积极跟进全球医药行业的最新技术前沿，其中：重庆复创已提交 5 个 PCT 专利申请；复宏汉霖已有 2 个单克隆抗体产品完成生产细胞株的构建和筛选，其中 1 个单克隆抗体产品已进入临床前药理研究。

继续加强国际业务

- 2010 年 11 月，桂林南药的青蒿琥酯注射剂通过世卫组织 PQ 认证，桂林南药成为国内第一家从原料药、片剂到注射剂均符合国际 GMP 标准，片剂、注射剂均获得世卫组织供应商资格的药品生产企业。

- 2010 年 11 月，重庆药友的固体处方制剂通过加拿大卫生部 GMP 认证，药友是中国第一家处方制剂通过加拿大卫生部 GMP 认证的制药企业。同时，加拿大作为与欧盟、澳大利亚、新西兰达成 GMP 相互认可协议的国家 and PIC/S 组织成员国，药友制药通过此次 GMP 认证也就意味着跨进了 PIC/S28 个国家的第一道门槛。
- 2010 年 12 月，重庆医工院的蔗糖铁和培美曲塞二钠通过了美国 FDA 的 cGMP 认证，为产品国际市场的拓展奠定了坚实的基础。

积极布局高端医疗产业

- 2010 年，公司已通过定向增发等形式成为美中互利单一最大股东，支持并推动美中互利旗下高端医疗服务领先品牌“和睦家”医院 (United Family Hospital) 和诊所网络的发展；同时，公司与新加坡百汇医疗旗下的百汇（上海）医院管理有限公司于上海开设的两家医疗服务机构也于报告期内投入运营。

价值评估：

国控股权价值 181.4 亿元

- 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。
- 公司间接持有国控 7.7 亿股，目前国控的收盘价为 28 港元。公司持有国控的股权价值为 215.6 亿港元，即 181.4 亿人民币。

PE 类资产价值 111.16 亿元

- “江苏万邦”和“重庆药友”是公司进行产业整合的核心平台，公司的研发资源、投资并购等方面都会向这两个平台倾斜。因此，我们认为，在公司自身发展以及资产并购注入的推动下，两个平台均将保持较快的增长速度。两家公司的合理价值为对应 2010 年业绩的 40-50 倍 PE。

图表1：江苏万邦和重庆药友的股权价值估计

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润 (万元)	10年净利润 (万元)	对应于10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	5996	4761	40 PE	19.04	18.13
重庆药友	51%	3288	5601	8140	50 PE	40.70	20.76

来源：国金证券研究所

- 根据 WIND 的数据显示，目前医药板块对应 2010 年业绩的估值中枢已经超过 40 倍 PE。我们按照 2010 年业绩 40 倍 PE 来估计公司的部分医药类资产：

图表2：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 (万元)	10年净利润 (万元)	对应于10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)
安徽山河	20%			1552	40 PE	6.21	1.24
桂林制药	90%	2855	4055	5055	40 PE	20.22	18.20
广西花红药业	47%	1781	1751	2236	40 PE	8.94	4.17
上海药房股份	27%	570	550	331	40 PE	1.32	0.36
承德颈复康	25%			4504	40 PE	18.02	4.50
北京永安复星医药	46%	448	179	898	40 PE	3.59	1.65
北京金象复星	50%	1256	1602	1491	40 PE	5.96	2.98
湖南时代阳光药业	30%	2971	3124	3334	40 PE	13.34	4.00
山东金城医药化工	20%	5465	8163	10423	40 PE	41.69	8.34
湖北新生源	51%	6600	5625	6095	30 PE	18.29	9.33
天津药业	25%					70.00	17.50
合计							72.27

来源：国金证券研究所

PB类资产价值 32.29 亿元

- 公司控股或参股复星朝晖、重庆医工院等众多医药企业，以及永安财产保险、上海创新科技等众多非医药企业。我们按照公司对各个企业的投资额来计算公司拥有的各个企业的股权价值，即我们用非常保守的 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3：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					
重庆医工院	57%	3129	复星佰珞	75%	612
复星朝晖	100%	10262	浙江复星	69%	2816
重庆康乐	57%	2062	复星普适	80%	1360
复技医疗器械	46%	360	苏州奇天	67%	298
复星长征	100%	341	四川诺亚医疗	100%	100
重庆康乐	92%	2227	沈阳红旗	70%	840
复星大药房	100%	51730	湖南凤凰江山	100%	800
淮阴医疗器械	100%	1015	重庆科美药友	50%	302
输血技术	28%	2160	复星生物研究院	100%	50148
复星医疗系统	100%	452	杭州迪安医疗	14%	3214
邯郸摩罗丹	61%	4134	复宏汉霖	74%	1267
万邦复临	83%	5273	上海科技进出口	100%	600
复星新药研究	100%	3900	科麟医药	90%	300
长春迪瑞医疗	6%	4975	上海医诚医院投资	100%	10000
重庆凯兴	51%	500	苏州莱士输血	40%	352
信长医疗	100%	100	复美益星	100%	5000
汉达药业	10%	3702	海南亚洲制药	7%	7245
复星复创	65%	1300	凯茂生物	68%	7350
承德颈复康	25%	12000	上海汇星医院	40%	2001
非医药类资产					
上海创新科技	100%	5176	安吉创新	100%	2000
台州定向反光材料	50%	5158	强龙椅业		2503
上海神力	5%	940	西安隆基硅材料	5%	13800
永安财产保险	3%	14104	临海海宏集团	12%	2700
河南佰利联化学	16%	5300	湖州老娘舅餐饮	20%	5769
复星实业	100%	49335	青岛亨达	15%	11853
复星投资额总计			32.29 亿元		

来源：国金证券研究所

持有上市公司股权价值 35.88 亿元

- 公司年报披露，共持有湖南汉森、同济堂等上市公司股权价值合计为 35.88 亿元

图表4：公司持有上市公司股权价值

	持股数量(万股)	当前价格(元)	期末账面价值(亿元)	复星股权价值(亿元)
羚锐股份	209	13		0.26
海翔药业	872	25		2.22
水晶光电	1116	42		4.72
滨化股份	3300	20		6.66
汉森制药	1100	52		5.72
先声药业	251	13		0.32
民生银行	580	5		0.31
东富龙	600	90		5.39
同济堂			2.36	2.36
美中互利			3.45	3.45
东瑞制药			3.78	3.78
中生北控			0.69	0.69
总计				35.88

来源：国金证券研究所

投资建议：

公司合理价值为 **356.06 亿元**，即每股价值 **18.7 元**，维持“买入”建议

- 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 **356.06 亿元**。

图表5：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	360.73
	包括：PE估值下资产价值	292.56
	PB估值下资产价值	32.29
	持有上市公司股权价值	35.88
+	流动资产	25.32
+	固定资产（扣除长期股权投资）	0.25
-	负债	30.24
=	复星医药总市值（亿元）	356.06

来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司的合理价值为 **356.06 亿元**，折合每股 **18.7 元**，维持“买入”评级。
- 对于国药控股的价值评估，我们采用港股收盘价 **28 港元**。公司持有国控的股权价值为 **215.6 亿港元**，即 **181.4 亿人民币**。

- “江苏万邦”和“重庆药友”作为公司的整合平台，在资源方面得到集团的支持，未来的发展前景比较乐观。我们给予公司 2010 年业绩 40-50 倍的估值水平。
- 其他的资产，我们或者采用相关板块估值的下限水平，或者直接使用公司对这些企业的投资额来计算公司拥有的股权价值（即 $PB=1$ ）

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二个月内	三月内	六月内
强买	0	0	1	1	1
买入	0	0	0	0	3
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	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 2010-03-12	买入	13.56	30.71 ~ 30.71
2 2010-08-26	买入	13.68	N/A
3 2010-10-28	买入	14.25	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



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话: (8621)-61356534

传真: (8621)-61038200

邮箱: researchsh@gjzq.com.cn

邮编: 201204

地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹
国际大厦 7 楼**北京**

电话: (8610)-66215599-8792

传真: (8610)-61038200

邮箱: researchbj@gjzq.com.cn

邮编: 100032

地址: 中国北京西城区金融街 27 号
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话: (86755)-33089915

传真: (86755)-61038200

邮箱: researchsz@gjzq.com.cn

邮编: 518000

地址: 中国深圳福田区金田路 3037 号
金中环商务大厦 921 室