

湘财证券研究所

医药行业研究小组

陈国俊 分析师

执业编号：S0500511010012

联系人：

陈国栋

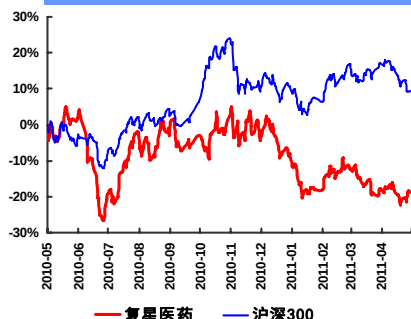
Tel：021-68634510-8721

E-Mail：cgd2854@xcsc.com

基础数据：

收盘价：11.82 元
 流通 A 股市值：224.54 亿元
 总市值：225.10 亿元
 沪深 300 指数：3129.76
 评级：买入（维持）
 目标价：16.50 元

一年内股价与大盘走势：



市场普遍对复星医药的看法是业务繁杂，非经常性损益较多，难以给公司估值。我们认为仅依赖核心控股子公司和参股企业利润，公司估值就处于合理水平，而处置投资收益会长期存在，且有着研发和高端医疗服务两大估值加分因素，公司真正价值并未被市场充分挖掘。

业绩稳步增长的基石：

- ◇ 纳入合并报表的子公司及国药控股为主参股企业带来稳定利润。江苏万邦、重庆药友等控股企业均为行业龙头，增速高于行业平均水平。且去年新收购的四川合信、红旗制药将并入报表，外延式扩张推动医药工业业务快速发展。
- ◇ 过往几年公司参股企业成功上市，充分证明其投资能力。参股性投资收益非短期化，未来几年仍有不少医药资源等待上市，将带来处置投资收益。

提升公司估值的两大因素：

- ◇ 善于把握医药行业变革大方向，凭借自身资源整合能力，吸引和抓住投资机会。目前高端医疗服务处于培育期，2-3年后该业务贡献利润有望爆发。
- ◇ 依靠自身研发和合作研发两条途径，加快向仿创结合转型，目前播种将酝酿出未来丰硕果实。

通过板块拆分分部估值，我们认为复星医药的合理价值在 321.78 亿元，折合每股 16.90 元。

国药控股以每股 28.55 元计算，公司持有国药控股的股权价值为 184.34 亿元；所持有汉森制药、东富龙等上市公司股权价值以公允价格计算，这部分价值合计为 34.24 亿元；

重庆药友、江苏万邦等重要子公司分别按细分子行业平均 PE 法进行估值，合理价值为 87.37 亿元；

部分企业基于保守原则，以 PB 法及初始投资成本估算合理价值为 17.60 亿元。

投资建议：我们可以将复星医药视为优秀医药企业的整合者，并且是行业变革的引领者。在研发和高端医疗服务领域的投资，短期内无法贡献利润，但长期必将获得丰厚回报。预测复星医药 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.60 元、0.76 元、0.87 元。根据重新估算公司价值及今后几年利润水平，6 个月目标价为 16.50 元。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	3872.26	4555.42	6230.09	7760.80	9732.01
增长率	2.62%	17.64%	36.76%	24.57%	25.40%
净利润（百万元）	2498.20	863.65	1134.87	1451.20	1659.19
增长率	261.61%	-65.43%	31.40%	27.87%	14.33%
摊薄后每股收益（元）	1.31	0.45	0.60	0.76	0.87

目录

1、复星系旗下医药产业平台	4
2、多领域布局医药行业	5
2.1、医药工业：内生性增长与外延式扩张并重	5
2.1.1、重庆药友：聚焦三大药品领域	6
2.1.2、江苏万邦：受益胰岛素需求快速增长	6
2.1.3、新生源：氨基酸领域优势明显	7
2.1.4、红旗制药：抗结核药领域龙头	7
2.1.5、大连雅立峰：疫苗行业新贵	7
2.2、医疗诊断及器械：继续加大投资，深化合作	7
2.3、医药零售：北金象南复美，致力经营品牌	8
2.4、医药流通：行业洗牌，分享国药控股高成长	8
3、进军高端医疗服务	9
4、完善研发体系，向仿创结合转变	10
5、下属资产价值重估	13
6、投资建议：维持买入评级，目标价 16.50 元	16
7、风险因素	17

图目录

图 1、复星系股权结构	4
图 2、复星医药主要业务营收占比	5
图 3、2006 年-2010 年复星医药主要控股企业营业收入及净利润	6
图 4、2003 年-2010 年国药控股销售收入及增长率	8
图 5、2003 年-2010 年国药控股净利润及增长率	8
图 6、2006 年-2010 年Chindex医疗服务业务收入及增长率	10
图 7、复星医药研发从单纯仿制向仿创结合过渡	11

表目录

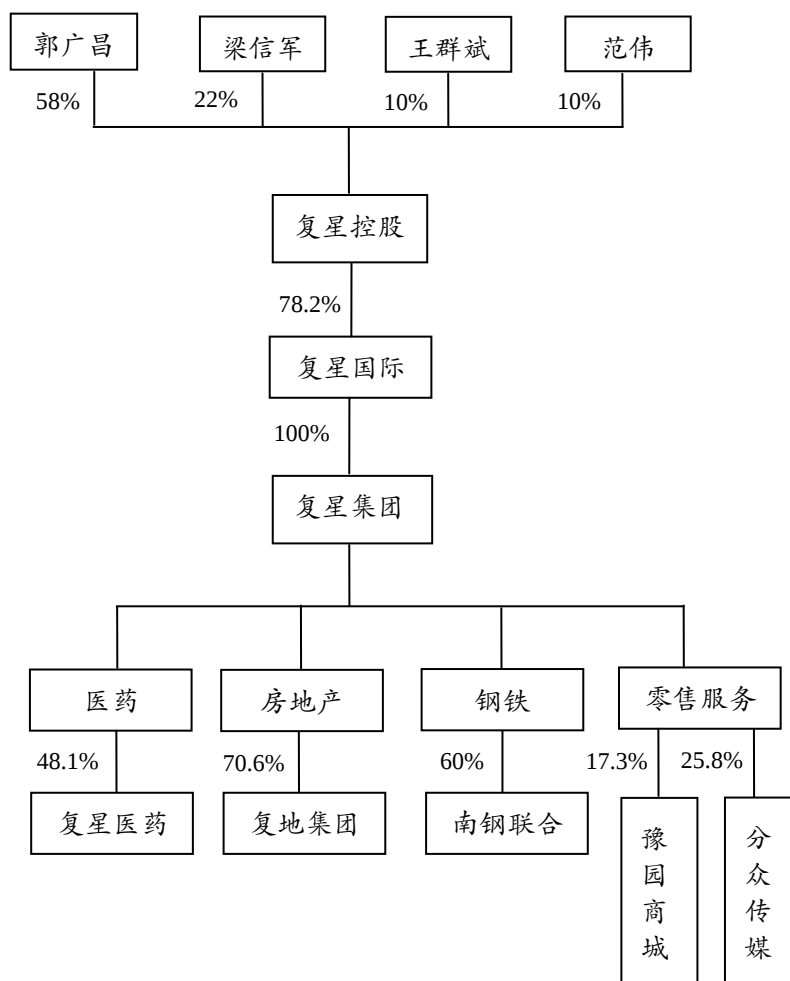
表 1、复星医药主要子公司情况	5
表 2、复星医药旗下医疗诊断类子公司情况	7
表 3、2010 年国药控股主要并购项目	9
表 4、近年来复星医药加大研发投入	10
表 5、DP-b99 化合物最新研究进展情况	12
表 6、四大重磅级单克隆抗体药物情况	13
表 7、按PE估值方法计算部分医药类资产价值	13
表 8、复星医药持有上市股权价值	14
表 9、按PB估值方法计算部分医药类资产价值	15
表 10、按投资成本估算资产价值	15
表 11、对复星医药旗下资产分部估值	16
表 12、复星医药盈利预测	16
表 13、复星医药三张表预测	18

1、复星系旗下医药产业平台

控股股东复星国际在香港联交所主板上市，具有广泛产业背景和整合国内外资源的实力。其业务覆盖医药、房地产开发、钢铁、矿业、零售、服务业及战略投资领域，连续数年稳居中国企业 100 强。

复星医药于 1994 年成立，1998 年在上交所成功上市，是复星集团旗下唯一医药资源平台。控股和参股众多优秀医药企业，并对旗下医药资源进行有效管理、整合，不断提升企业整体国际化和创新程度。

图 1、复星系股权结构

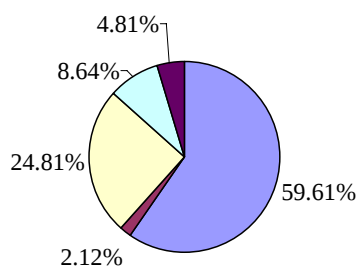


数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2、多领域布局医药行业

复星医药业务板块主要分为化学药、中药、医药商业和医疗器械诊断。这四大类业务营收占比分别达到 59.61%、2.12%、24.81%、8.64%。

图 2、复星医药主要业务营收占比



■ 化学药 ■ 中药 ■ 医药商业 ■ 医疗器械及诊断 ■ 其他

数据来源：公司年报、湘财证券研究所

在医药工业方面，公司控股企业均为行业龙头，包括重庆药友、江苏万邦、新生源、桂林制药等。近年来外延式扩张力度增强，结核病药物的红旗制药、特色抗感染药的四川合信都将并入报表。通过参股优质医药公司，复星医药不仅能有稳定利润，并且参股企业上市后获得丰厚股权投资回报。

表 1、复星医药主要子公司情况

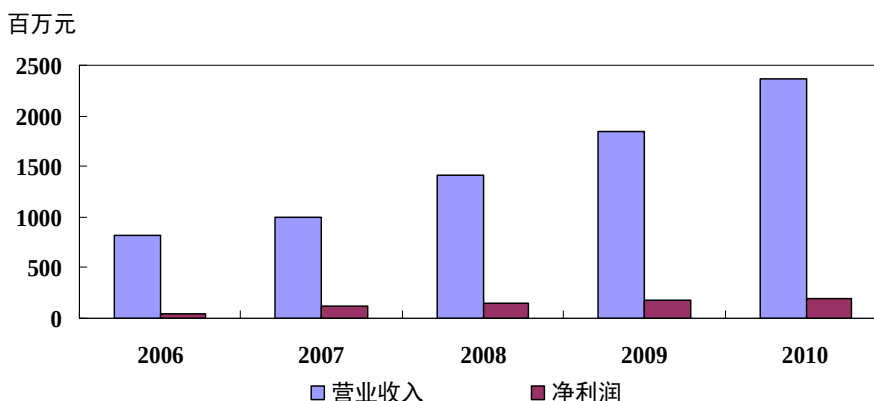
公司名称	主营业务	净利润(百万元)	股权比例
重庆药友	肝病药、抗感染药、心血管药	81.40	51%
新生源生物	亮氨酸、精氨酸、胱氨酸等系列氨基酸产品	60.95	51%
江苏万邦	动物胰岛素	47.61	97.76%
桂林制药	抗疟疾药	40.55	90.03%
天津药业	氨基酸系列、皮质激素	42.56	25%
国药控股	医药流通	1208.75	34%
承德颈复康	脊椎类中药品种	45.05	25%

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

2.1、医药工业：内生性增长与外延式扩张并重

重庆药友、新开源、江苏万邦是公司目前主要的控股子公司，这三者合计营收占公司医药工业的 84.09%。2006 年起合计营收的复合增长率为 30.21%，净利润的复合增长率为 41.80%。

图 3、2006 年-2010 年复星医药主要控股企业营业收入及净利润



数据来源：公司公告、湘财证券研究所

注：主要控股企业包括重庆药友、新生源、江苏万邦

2.1.1、重庆药友：聚焦三大药品领域

重庆药友聚焦于肝病、抗感染、和心血管疾病领域，主要产品包括阿拓莫兰、头孢美唑钠、炎琥宁注射液。阿拓莫兰年销售额突破 4 亿元，市场占有率 30% 以上，其治疗肝病领域空间广阔。其冻干粉针注射剂是国内首家上市，而片剂为独家剂型。去年获得前列地尔干乳剂获得生产批件，该品种属于新一代使用脂微球技术的产品，与前一代产品凯时相比，优帝尔杂质更少，副作用小，稳定性高，能在常温下（ $<20^{\circ}\text{C}$ ）保存，具有靶向性。重庆药友营收，净利润复合增长率分别为 36.41%，45.65%。

2010 年收购四川合信药业 100% 的股权，四川合信是以生产抗感染药为主的企业，其中头孢美唑钠是首仿品种，销售额超过 2 亿，占有率达到 50% 以上。

2.1.2、江苏万邦：受益胰岛素需求快速增长

江苏万邦在动物胰岛素领域排名首位，动物胰岛素列入国家基本药物目录，随着基层医疗机构补偿机制到位，基药采购机制出台加快招标，基药制度有望在基层医疗机构全面执行。随着近三十年经济高速发展，我国糖尿病人数大幅增长，患病率增速位于全球前列，成为危害人群健康的主要病因。2006 年起公司营收和净利润复合增长率分别为 34.41%，20.19%。

重组人胰岛素原料项目于去年开始建设，建成后将增加新竞争力强的品种。人胰岛素项目实施三步战略，从抢占国内制剂市场，到进军国际原料药市场，最后到制剂海外出口。未来会成为公司超级重磅品种，另外江苏万邦还是公司区域整合平台，与以色列 D-Pharm 合作开发治疗缺血性脑中风新药 DP-b99，该药正处于 FDA 三期临床阶段。

2.1.3、新生源：氨基酸领域优势明显

新生源主要生产亮氨酸、精氨酸、酪氨酸、胱氨酸等品种，销售收入超过 5 亿元，市场占有率 40% 以上。在氨基酸及精细化工产品领域研发优势明显，2006 年以来营收和净利润复合增长率分别为 19.94%，178.56%。

2.1.4、红旗制药：抗结核药领域龙头

沈阳红旗制药是我国最重要的抗结核药物制剂生产企业，占据 50% 市场份额。去年从自然人股东受让 70% 股权，2009 年获批三个一类新药（乙胺吡嗪利福异烟片、乙胺利福异烟片、利福平异烟肼片）。红旗制药是 WHO 向全球推荐的抗结核病药品重点生产企业，连续十几年来在国际招标项目中中标。

2.1.5、大连雅立峰：疫苗行业新贵

大连雅立峰是 9 家甲型 H1N1 流感疫苗生产企业之一，目前主要产品为流感病毒裂解疫苗、甲型 H1N1 流感疫苗等。疫苗行业技术壁垒较高，公司在流感及狂犬疫苗领域技术处于领先地位。在今年初以合计 6.75 亿元收购大连雅立峰 75% 股权，其中部分对价包含狂犬疫苗报批承诺。大连雅立峰有着较强盈利能力，去年 1-11 月实现营业收入 9871 万元，净利润 5089 万元。公司狂犬疫苗获批生产后，能缓解目前国内狂犬疫苗紧缺情况，销量得到保证。

2.2、医疗诊断及器械：继续加大投资，深化合作

为有效控制医疗费用，从疾病治疗向疾病预防过渡，药品费用占比将会逐步降低，医疗技术服务收入会提高。另外许多药物的开发也需要诊断技术支持。复星医药对医疗诊断行业全面介入，收购中生北控、浙江迪安、长春迪瑞等行业领先企业。

对医疗诊断行业进行全面布局，长春迪瑞和神州英诺华生产医学检验仪器，亚能生物主要产品包括基因诊断芯片，中生北控研发和生产体外诊断试剂。浙江迪安在上海、北京、南京等地建立 8 个实验室，为疾控中心、卫生院、各级综合医院及专科医院提供医学诊断技术一体化的专业服务。

表 2、复星医药旗下医疗诊断类子公司情况

子公司	股权比例	主营范围
中生北控	23.83%	体外诊断产品（IVD）和蛋白质药物的研发、生产
浙江迪安	14.11%	面向医院提供医学诊断外包服务
长春迪瑞	6.46%	尿液分析试纸、尿液分析仪行业等医学检验产品
亚能生物	51.00%	人乳头瘤病毒等实用型基因诊断芯片技术
神州英诺华	25.00%	全自动生化仪、血液分析仪、酶标仪等医学检验仪器

数据来源：湘财证券研究所

2.3、医药零售：北金象南复美，致力经营品牌

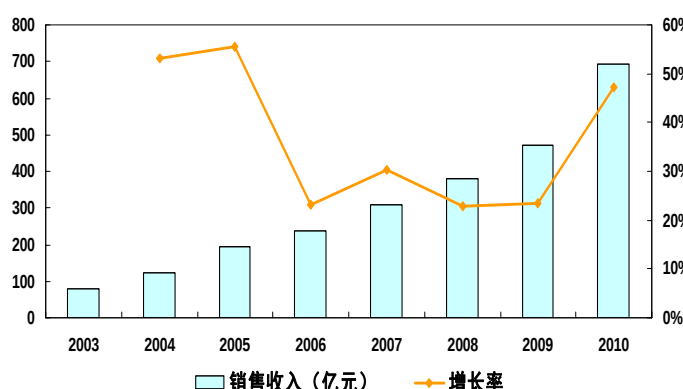
2010年医药商业销售额为11.3亿元，药品零售业务基本形成“北金象南复美”的格局。在全国药店销售额排行榜中，北京金象和上海复美分别列于第26位和35位。去年全资子公司复星医投对北京金象进行增资，股权比例从5%提升至55%。今年北京金象大药房将并入公司财报，医药商业业务收入将大幅增加。

尽管药品零售处于景气低谷期，但同时也为复星医药带来整合药品零售行业的机遇，整个行业会逐步趋于集中。凭借自身资金实力和品牌影响力，在行业低谷播种，未来经过蛰伏，将迎来收获。

2.4、医药流通：行业洗牌，分享国药控股高成长

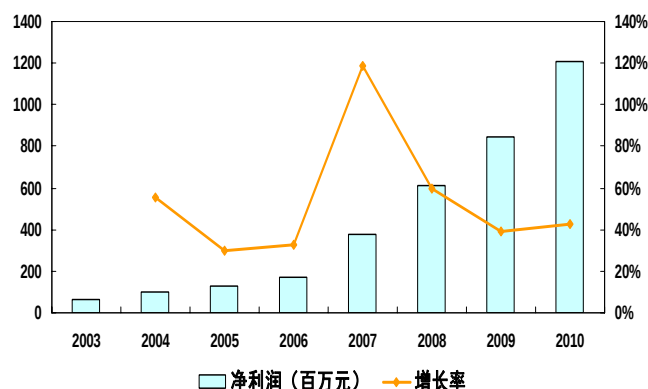
公司通过参股国药产投，拥有国内最大药品分销商国药控股34%股权。国药控股有着国内最大药品分销网络，国内56.76%医院是其直接客户，其中包括85.4%的三级医院，与其有业务往来的分销商达到3692家。国药控股占有12.5%的市场份额，2010年收入规模达到692亿元。成立七年来，销售收入年均复合增长率为36%，其中60%以上来自于内生性增长。同时国药控股净利润增速更快，达到52%。

图4、2003年-2010年国药控股销售收入及增长率



数据来源：公司公告

图5、2003年-2010年国药控股净利润及增长率



数据来源：公司公告

注：2003-2008年数据摘自复星医药年报（中国准则）；2009年后摘自国药控股年报（香港准则）

近期商务部发布全国药品流通发展规划纲要（2011年-2015年）中明确提出鼓励支持流通企业之间的兼并重组，到2015年培育1至3家销售额超千亿的企业，药品批发百强企业销售额占比达到85%以上。减少流通环节，提高集中度是大势所趋，有着雄厚国资背景的国药控股必然是政策扶持的重点。

2010年起国药控股开始大力进行外延式扩张，在全国各地攻城略地。在华北地区收购乐仁堂下属药品分销业务及北京天星普信生物医药。在西北地区增持新疆新特药36%股权，东北区域拿下美罗药业的药品商业业务。未来几年，国药控股作为龙头，通过增发H股等手段，将延续扩张步伐。

表 3、2010 年国药控股主要并购项目

收购项目	标的介绍
收购乐仁堂集团下属物流及分销业务，持有国药乐仁堂 60% 股权	覆盖河北省内三甲以上医院以及县乡级医院、卫生院等千余家客户，位列百强企业第 17 位
并购北京天星普信生物医药	北京地区生物制品流通市场所占份额超过 51%
收购新疆新特药 36% 股权	西北地区最大医药流通企业，销售规模在 40 亿以上
并购南海医药集团	国内百强企业第 63 位，佛山市重点药品储备单位
并购常州亚泰五洲医药	国内百强企业第 25 位，2010 年完成销售收入 43.83 亿元
收购重庆昌野药品批发业务，占有国控重庆 67% 股权	业务覆盖重庆所辖各区县，直接客户就有 4000 余家
并购温州市生物药械供应有限公司	国内百强企业第 49 位
收购美罗药业下属药品商业业务，持有国控美罗 70% 股权	国控美罗实现销售收入约 3.3 亿元，美罗药业商业收入 10 多亿元

数据来源：国药控股年报、湘财证券研究所

复星医药持有 34% 国药控股股权，按照 5 月 6 日收盘价 28.55 元市价计算，公司持有股权价值为 184.34 亿元。医药流通行业整合最大受益者是龙头企业，目前估值低估，复星这部分股权价值有提升的空间。今年拟以 25 港元向机构投资者配售 1.38 亿 H 股，发行成功后复星持有股权比例下降，会获得视同处置投资收益约 6.98 亿元。

3、进军高端医疗服务

通过旗下控股子公司复星实业在二级市场购入美中互利 19.16% 的股份。并最终会以定向增发进一步增加股权比例，最多不超过在外普通股的 25%。美中互利主营业务包括医疗服务和医疗设备，其中 2009 年第一季度至 2010 年第一季度医疗服务收入达到 8578 万美元，2006 年起医疗服务业务复合增长率达到 23.82%。美中互利在中国主要经营和睦家医院和诊所，主要集中于北京、上海、广州等发达地区。未来会启动天津和睦家医院和北京康复中心两个新项目，在北京和广州的医院也会扩建，三年后病患容量将增至四倍以上。

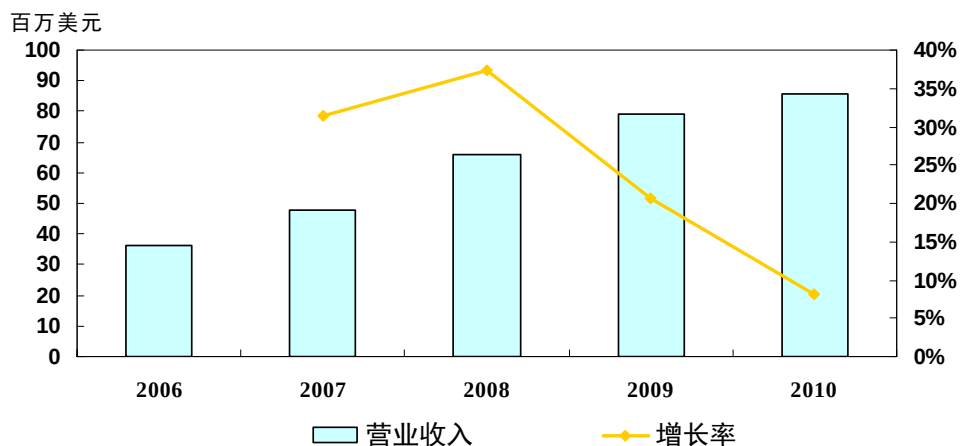
卫生部下发《关于调整中外合资合作医疗机构审批权限的通知》，将合资医疗机构审批权限下放至省卫生部门，将进一步简化审批程序，审批速度将加快，类似和睦家高端医疗机构会从中受益。

目前和睦家服务人群是在华工作和居住的外籍人员，完全按照美国私立医院标准建造，可以接受全球知名保险公司的医疗保险。我国高端医疗服务业正处于起步期，医改方向是让医院重新回归公益性，政府将承担满足医药费用的主要责任。有限卫生财政投入要保障广大人群的医疗需求，大量低收入人群纳入整个医保体系，城镇职工、城镇居民以及新农合医疗保险的逐步统筹，医疗服务水平不可避免出现下降。普通社会医保限制报销药品和检查项目，在社会医疗保险体系下，高收入人群会对现有医疗保障水平越来越不满意。我们预计在未来商业医疗保险会成为高收入人群保障自身及家人健康的选择。

根据 2009 年胡润财富报告，中国千万富豪的人数为 87.5 万，较上一年增加 6.1%。仅上海地区高端医疗市场容量就达 106 亿元，国内高收入人群的医疗需求为

得到满足，高端医疗市场急需培养。

图6、2006年-2010年Chindex医疗服务业务收入及增长率



数据来源：Chindex年报、湘财证券研究所

4、完善研发体系，向仿创结合转变

复星医药一直重视产品研发，2010年研发投入占当期医药工业营收的9.67%，远高于行业平均水平。近几年逐步加大对新药研发的投入，相继投资成立复星普适、重庆复创、复宏汉霖等公司。全资子公司复星新药研究是企业技术中心，掌控管理旗下研发资源。

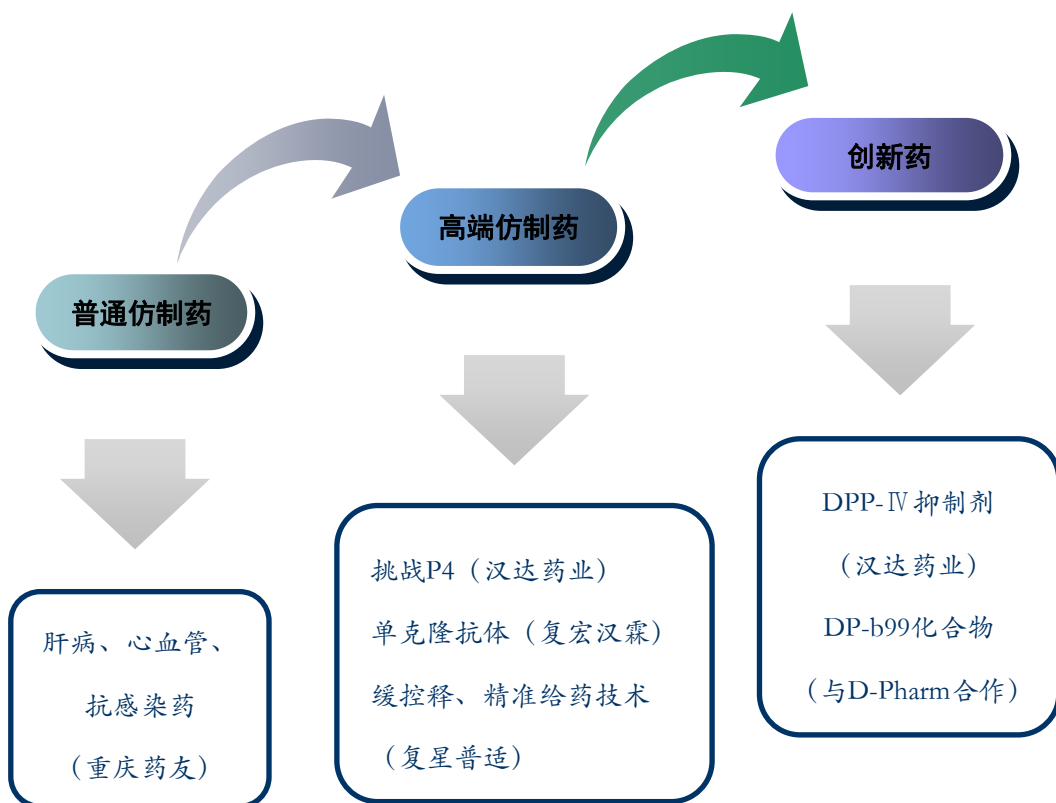
表 4、近年来复星医药加大研发投入

时间	投资项目	创新领域
2006.8	合资成立复星普适医药科技有限公司	缓控释及给药技术
2008.1	成立上海复星新药研究有限公司	-
2009.3	成立重庆复创医药研究有限公司	小分子化学药
2009.8	投资美国汉达药业，持有 10%股份	挑战专利，缓控释制剂
2009.12	合资组建上海复宏汉霖生物技术公司	单克隆抗体

数据来源：湘财证券研究所

研发方向逐步从单纯仿制向仿创结合过渡，主要包括以下个研发模式：1、与国外企业共同开发新药，成功后获取区域独家销售权；2、和国内研究机构合作研发；3、与优秀科研人员共同设立研发子公司，以此为平台进行新药研发。

图 7、复星医药研发从单纯仿制向仿创结合过渡



数据来源：湘财证券研究所

同时主要研发方向包括：1、修饰和优化靶点明确的现有化合物，筛选出 me-too 或 me-better 的药物；2、挑战原研厂家专利，享有 180 天市场独占权；3、开发缓释剂及独特给药方式。

下属控股子公司江苏万邦与以色列 D-pharm Ltd 签署协议，双方同意在中国开展 DP-b99 药物在急性缺血性中风预防和治疗方面的临床研究、注册、生产和销售。江苏万邦享有中国地区永久性独家权力，销售 DP-b99 制剂。相关许可费用不超过 1850 万美元，且大多数为后期销售里程碑付款，江苏万邦承担风险较小，并且如果愿意，在支付一定费用后，仍享有 DP-b99 后续剂型在国内的独家授权。

化合物 DP-b99 属于膜激活整合剂衍生物，是目前唯一广谱神经保护剂，能干预中风患者出现一系列脑损伤过程。临床前和 I、II 临床试验表明该化合物具有良好的疗效和安全性。在包含 150 例缺血性中风病例的 IIb 试验中，与安慰剂对照，DP-b99 能使中风患者的治愈比例提高一倍。目前正在全球招募 770 例中重度缺血性中风患者进行三期临床试验。

表 5、DP-b99 化合物最新研究进展情况

时间	研究进展
2009.12.31	首例严重缺血性脑中风患者接受 FDA 三期临床试验
2010.4.15	根据特殊试验方案评价（SPA）程序，与 FDA 达成协议
2010.8.10	在健康志愿者中进行有关心电图（ECG）研究，结果显示安全性良好
2010.11.3	指定杭州泰格医药科技有限公司为中国地区的 CRO

数据来源：D-pharm 网站、湘财证券研究所

复星医药参股美国汉达药业（LCC），这是一家从事缓控释药物研发的企业。2010 年 11 月缓释喹硫平的简明仿制药申请（ANDA）获得美国 FDA 预批准，一旦最终获批，能得到 180 天特许销售权。根据 IMS 数据，截止去年 9 月 30 日，在过去 12 个月内阿斯利康的喹硫平缓释剂 SEROQUEL 美国地区销售额达到 7.54 亿美元。

今年 3 月汉达药业又提交右兰索拉唑缓释胶囊的 ANDA，该药是武田制药的原研产品，商品名为 DEXILANT。去年美国 DEXILANT 销售额约为 3 亿美元。

未来汉达药业有可能与复星国内药品制造企业合作，为其提供原料药。由于新药研发难度加大，巨大仿制药市场已被众多医药企业所窥视，以色列和印度等国家走在前列，国内海正药业等厂商也瞄准欧美等规范医药市场。欧美市场毕竟是我国药企知之甚少的区域，自身摸索难免会遇到很多困难。借助国外有相关经验研发企业，不失为一条进军海外的捷径，这也将充分体现复星医药整合海内外医药资源的能力。

2009 年初成立重庆复创医药研究公司，已提交 5 个 PCT 专利。并在初创期就提交 DPP-IV 抑制剂的化合物专利申请。重庆复创的总经理是王为波博士，曾在西北大学做博士后研究，担任过美国雅培公司高级研究员，具有将先导化合物成功带入临床研究阶段的丰富经验。在重庆复创 19 人团队中，博士 7 人，硕士 10 人，美国旧金山和上海设有子公司。成立至今一共开展糖尿病和肿瘤药 5 个靶点的研究，其中一个处于临床前阶段，其他四个处于化合物合成及药理筛选阶段。

复星通过上海凯茂生物医药和复宏汉霖两家子公司，布局单克隆抗体领域。复宏汉霖是复星新药研究公司与美国汉霖生物合资组建，致力于单抗创新药研发，已有 2 个单抗产品完成细胞株的构建和筛选，其中 1 个进入临床前药理研究。凯茂生物是另一家与国际医药企业金武制药（Chemo）集团的合资公司，今后将投资 5 亿元建设单抗药物项目。该项目会陆续引进利妥昔单抗（Rituxan）、曲妥珠单抗（Herceptin）、贝伐单抗（Avastin）和阿达木单抗（Humira）。

表 6、四大重磅级单克隆抗体药物情况

产品名称	适应症	原研厂家	2010 年销售额
利妥昔单抗 (Rituxan)	非霍奇金氏淋巴瘤；类风湿性关节炎	Genentech	63.56 亿瑞士法郎
曲妥珠单抗 (Herceptin)	转移性乳腺癌	Genentech	54.29 亿瑞士法郎
贝伐单抗 (Avastin)	转移性结直肠癌	Genentech	64.61 亿瑞士法郎
阿达木单抗 (Humira)	中重度风湿性关节炎	雅培公司	65.48 亿美元

数据来源：广州标点、wind、湘财证券研究所

注：2010 年美元兑瑞士法郎算术平均值为 1.0432

5、下属资产价值重估

PE 法估算资产价值：87.37 亿元

我们按照 PE 法对重要控股和联营子公司进行估值，选取各行业平均 PE，医药类资产合理价值为 76.93 亿元，非医药类资产合理价值为 10.44 亿元，合计价值为 87.37 亿元。

表 7、按 PE 估值方法计算部分医药类资产价值

子公司	净利润 (百万元)	股权比例	对应 2010 年 PE	合理价值 (亿元)	复星拥有股权价值 (亿元)
重庆药友	81.40	51%	25	20.35	10.38
新生源	60.95	51%	20	12.19	6.22
江苏万邦	47.61	97.76%	30	14.28	13.96
桂林制药	40.55	90.03%	30	14.19	12.78
天津药业	42.56	25%	30	12.77	3.19
澳林制药	16.45	49%	25	4.11	2.02
时代阳光	11.88	30%	25	2.97	0.89
广西花红	22.36	46.65%	30	6.71	3.13
上海药房	3.11	27%	20	0.62	0.17
北京永安	8.98	46%	20	1.80	0.83
北京金象	14.92	55%	20	2.98	1.64
承德颈复康	45.05	25%	30	13.52	3.38
安徽山河	15.52	20%	30	4.66	0.93
大连雅立峰	53.23*	75%	35	23.23	17.42
浙江强龙椅业	12.87	20.04%	25	14.19	2.84
台州定向	11.8	50%	35	15.19	7.60

数据来源：公司公告，湘财证券研究所

注：大连雅立峰净利润为 2010 年 1-11 月，合理价值是将净利润折成 12 个月计算

上市类资产价值：34.24 亿元

公司通过增发，二级市场购买和作为发起人等手段持有大量上市公司股权，这些资产在市场有公允价值可以计算，我们以此为基础，对这部分资产进行重估，合计价值为 34.24 亿元。

山东金城医化在 4 月 19 日过会，预计将在今年上市。2010 年发行后全面摊薄每股收益为 0.86，以 35 倍 PE 计算，上市后合理股价为 30.10 元，这部分股权价值计为 5.42 亿元。所有已上市及过会的股权价值合计为 34.24 亿元。公司还有不少符合上市条件参股子公司，一旦上市能获得大额处置投资收益，增加股权价值。

表 8、复星医药持有上市股权价值

公司名称	持股数(万股)	价格(元)	市值(亿元)
汉森制药	1100	44.36	4.88
东富龙	1200	39.40	4.73
滨化股份	3300	20.00	6.60
海翔药业	871.63	23.00	2.00
先声药业	250.75	74.99	1.88
民生银行	580.01	5.86	0.34
羚锐股份	208.85	12.31	0.26
水晶光电	1116.39	38.26	4.27
中生北控	3128.61	3.02	0.94
东瑞制药	1219.41	2.41	0.29
美中互利	260.67	100.54	2.62
金城医化	1800	30.10	5.42
合计			34.24

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

注：金城医化已过会，股价按估计合理价值计算

按 5 月 6 日收盘价计算市值

前期证监会表示将大幅压缩 IPO 审核时间，半年内完成受理到发行。对于像复星医药拥有不少准上市资源公司而言，下属子公司面临股权价值重估的机遇。

PB 法估算资产价值：3.75 亿元

我们对于部分非重点及净利润资料不完全子公司进行 PB 法估值，这些企业均采用 PB=1 的最保守尺度来衡量这些资产价值。PB 法计算得到复星医药持有资产价值合计为 3.75 亿元。

表 9、按 PB 估值方法计算部分医药类资产价值

子公司	净资产（百万元）	股权比例	对应 2010 年 PB	合理价值（亿元）	复星拥有股权价值（亿元）
莱士输血	9.31	40%	1	0.09	0.04
汇星医院	12.11	40%	1	0.12	0.05
浙江老娘舅	101.06	23%	1	1.01	0.23
四川合信药业	37.55	100%	1	0.38	0.38
亚能生物技术	60.14	51%	1	0.60	0.31
沈阳红旗制药	206.97	70%	1	2.07	1.45
摩罗丹药业	214.02	60.68%	1	2.14	1.30

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

按投资成本估算资产价值：13.85 亿元

浙江迪安诊断、长春迪瑞都进入环保审查阶段，离 IPO 上会并不遥远，一旦会带来巨大投资回报，这部分股权价值有巨大提升空间。由于同济堂内在价值被严重低估，大股东联合复星医药将其私有化，未来也有较大升值潜力。基于谨慎原则，我们未考虑同济堂将来升值收益。我们按照初始投资成本，估算这些子公司的资产价值为 13.85 亿元。

表 10、按投资成本估算资产价值

子公司名称	投资成本
永安财产保险	1.41
河南佰利联化学	0.53
西安隆基硅材料	1.38
海南亚洲制药	0.72
青岛亨达集团	1.19
浙江迪安诊断	0.32
Handa Pharm	0.37
长春迪瑞	0.50
浙江临海海宏集团	0.27
神州英诺华	0.32
上海医诚医院	1.00
上海复盛医药科技	1.00
复星朝晖	1.02
重庆医工院	0.31
复星医学科技	1.00
同济堂	1.86
复星药业	0.65
合计	13.85

数据来源：公司公告、湘财证券研究所

国药控股合理价值：

目前国药控股的市场价格为 28.55 港元，公司持有约 7.7 亿股国药控股股份，这部分股权价值为 184.34 亿元。

我们通过分部估值法对复星医药旗下资产价值进行重新估算，PE 法估算得到的资产价值合计为 87.37 亿元，按 PB 法及投资成本估算得到资产价值为 16.30 亿元，上市资产股权价值为 218.58 亿元。合计得到复星医药整体资产价值为 321.78 亿元，按照总股本 19.04 亿股，每股合理价值为 16.90 元。

表 11、对复星医药旗下资产分部估值

重构资产项目	价值(亿元)
PE 法估算医药资产价值	76.93
PE 法估算非医药资产价值	10.44
PB 法及投资成本估算医药资产价值	17.60
上市资产股权价值	218.58
包括：	
国药控股股权	184.34
非国药控股股权	34.24
流动资产	59.38
扣除长期股权投资固定投资	13.12
负债	74.27
复星医药估算市值	321.78
总股本（亿股）	19.04
合理价值（元/股）	16.90

数据来源：湘财证券研究所

6、投资建议：维持买入评级，目标价 16.50 元

内生式增长和外延式扩张并举，预测 2011 年-2013 年的营业收入分别为 62.30、77.61、97.32 亿元。我们预测复星医药 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.60 元、0.76 元、0.87 元。

表 12、复星医药盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入（百万元）	3872.26	4555.42	6230.09	7760.80	9732.01
增长率	2.62%	17.64%	36.76%	24.57%	25.40%
净利润（百万元）	2498.20	863.65	1134.87	1451.20	1659.19
增长率	261.61%	-65.43%	31.40%	27.87%	14.33%
摊薄后每股收益（元）	1.31	0.45	0.60	0.76	0.87

数据来源：湘财证券研究所

7、风险因素

外延式扩张速度低于预期：由于公司每年都会新收购企业，成为控股子公司的企业将会纳入合并报表，影响收购进程的影响因素较多，导致对营收和利润的变动。

公允价值发生剧烈变动：公司持有不少上市公司股权，其中部分股权已解禁，二级市场价格波动，会影响当期处置这部分股权的收益。

表 13、复星医药三张表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5938	7769	8881	9840	营业收入	4555	6230	7761	9732
现金	3344	5000	5500	6000	营业成本	2985	4050	4734	5791
应收账款	837	855	1263	1457	营业税金及附加	27	44	54	68
其他应收款	200	267	333	418	营业费用	798	1047	1281	1606
预付账款	149	202	237	290	管理费用	570	766	892	1119
存货	934	886	886	886	财务费用	163	179	210	227
其他流动资产	474	558	662	790	资产减值损失	101	50	50	50
非流动资产	10882	13010	13850	15093	公允价值变动收益	45	50	30	30
长期投资	6804	7562	8159	8955	投资净收益	1182	1360	1350	1300
固定资产	1313	1343	1262	1127	营业利润	1140	1505	1919	2201
无形资产	527	524	521	517	营业外收入	69	60	60	60
其他非流动资产	2239	3581	3908	4494	营业外支出	8	10	10	10
资产总计	16820	20779	22730	24933	利润总额	1202	1555	1969	2251
流动负债	3704	4802	5841	6237	所得税	202	264	321	367
短期借款	1774	3046	3863	3959	净利润	1000	1290	1648	1884
应付账款	727	607	710	869	少数股东损益	137	155	197	225
其他流动负债	1202	1149	1267	1410	归属母公司净利润	864	1135	1451	1659
非流动负债	3723	5433	4838	4948	EBITDA	1459	1847	2308	2615
长期借款	1772	1772	1772	1772	EPS (元)	0.45	0.60	0.76	0.87
其他非流动负债	1951	3661	3066	3176					
负债合计	7427	10235	10679	11185					
少数股东权益	970	1126	1323	1548	主要财务比率				
股本	1904	1904	1904	1904	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
资本公积	1829	1829	1829	1829	成长能力				
留存收益	4693	5637	6919	8360	营业收入	17.6%	36.8%	24.6%	25.4%
归属母公司股东权益	8423	9418	10729	12201	营业利润	-64.5%	31.9%	27.5%	14.7%
负债和股东权益	16820	20779	22730	24933	归属于母公司净利润	-65.4%	31.4%	27.9%	14.3%
					获利能力				
					毛利率(%)	34.5%	35.0%	39.0%	40.5%
					净利率(%)	19.0%	18.2%	18.7%	17.0%
					ROE(%)	10.3%	12.1%	13.5%	13.6%
					ROIC(%)	36.3%	37.6%	44.2%	49.6%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.2%	49.3%	47.0%	44.9%
					净负债比率(%)	48.51%	47.62%	53.29%	51.73%
					流动比率	1.60	1.62	1.52	1.58
					速动比率	1.34	1.43	1.36	1.43
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.33	0.36	0.41
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	5.03	6.07	7.19	7.34
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.60	0.76	0.87
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.01	0.19	0.50
					每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.95	5.63	6.41
					估值比率				
					P/E	26.22	19.95	15.60	13.65
					P/B	2.69	2.40	2.11	1.86
					EV/EBITDA	11	9	7	6

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	203	20	364	951
净利润	1000	1290	1648	1884
折旧摊销	156	163	179	187
财务费用	163	179	210	227
投资损失	-1182	-1360	-1350	-1300
营运资金变动	-124	-384	-418	-176
其他经营现金流	190	131	94	128
投资活动现金流	-264	-896	330	-121
资本支出	339	0	0	0
长期投资	-262	1770	900	1300
其他投资现金流	-187	874	1230	1179
筹资活动现金流	1822	2533	-193	-329
短期借款	692	1272	817	95
长期借款	488	0	0	0
普通股增加	667	0	0	0
资本公积增加	674	0	0	0
其他筹资现金流	-698	1261	-1010	-425
现金净增加额	1758	1656	500	500

分析师说明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。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抉择。

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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。