

发行债券为正常经营需要

事件

公司临时股东大会决议通过发行不超过 30 亿规模的债券，以及通过受让锦州奥鸿药业有限责任公司股权的议案。

研究结论

- **决议发行 30 亿债券为公司经营计划的一部分**：公司中报显示有 15.32 亿短期借款和 18.41 亿一年内到期的长期借款，年内还款压力较大。虽然同期银行存款余额高达 38.69 亿，但大多为去年和今年发行中票所融资金，主要会用于医药工业企业的收购。所以公司决议发行不超过 30 亿规模的债券，期限为 3 年以上，用于偿还银行贷款和补充公司流动资金。我们认为此次发行能进一步公司降低融资成本，优化债务结构，拓宽公司的融资渠道，满足公司资金需求。
- **债券不影响 H 股进程**：本次发行实施完毕后，在满足上市条件的前提下，公司将向上海证券交易所申请公司债券上市交易，并不影响公司 H 股的发行工作。目前公司 H 股发行正在按计划进行，我们预计四季度能够发行完毕。
- **财务费用预计不会大幅提升**：由于公司此次发行债券主要用于偿还到期债务，所以借款总体余额不会显著上升，因此财务费用也不会大幅提高。随着两期中票到帐，我们认为去年和今年是财务费用的高点，以后基本不会再超出这两年的金额。而我们预计公司很快会将中票所融资金用于收购、转化为经营性资产，预计收购项目良好的收益能弥补财务费用增加给公司带来的利润压力。
- **受让锦州奥鸿是公司收购工业企业的序曲**：公司持有如此大规模的资金，主要就是用于工业企业的收购。而从收购进度看，收购锦州奥鸿在今年只需支付第一期和第二期转让价款合计 6.3 亿元，公司尚有大量资金可用于收购项目，所以我们判断下半年应该还有医药工业企业的收购。再长远考虑，公司发行 H 股也是为了国内外工业企业的收购，我们认为未来几年公司的收购会比较频繁，2011、2012 和 2013 年公司医药工业的收入规模预计将分别达到 40 亿、60 亿和 100 亿。
- **价值依旧被低估**：公司持有国药控股 7.7 亿股，我们保守估计价值在人民币 100 亿元以上，按照国控最新收盘价 20.30 港元计算，相当于打了七八折；公司今年工业净利润预计有 4 亿，按照 25 倍市盈率对应 100 亿市值；公司 PE 投资中已上市部分按市价、未上市部分用成本价，对应市值约 35 亿。按照如此保守的估算，公司市值都应该有 235 亿元，而目前公司市值只有 191 亿元，我们认为低估非常严重。而且随着未来优质项目的收购，公司医药工业发展将更快、净利率水平也将超过目前的 10%，我们认为今年会是复星医药工业部分开始高增长的第一年。
- **盈利预测**：我们维持对公司 2011-2013 年每股收益为 0.78 元、0.72 元和 0.88 元的预测，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责申明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

宋敏

8621-63325888 × 6107

songmin@orientsec.com.cn

投资评级

买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 9 月 14 日)

10.03 元

目标价格

16.69 元

总股本/A 股 (百万股)

1904/1904

国家/地区

中国

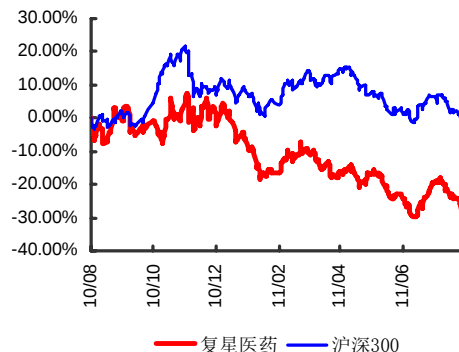
行业

医药

报告日期

2011 年 9 月 16 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

(百万元)

主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,555	5,986	7,464	9,632
同比(%)	18%	31%	25%	29%
归属母公司净利润	864	1,491	1,374	1,670
同比(%)	-65%	73%	-8%	22%
毛利率(%)	34.5%	33.3%	34.3%	35.4%
ROE(%)	10.3%	15.3%	12.5%	13.4%
每股收益(元)	0.45	0.78	0.72	0.88
P/E (倍)	22.12	12.81	13.90	.44
P/B (倍)	2.27	1.96	1.74	1.54

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

附表：财务预测表

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	5,938	7,531	9,731	12,262	营业收入	4,555	5,986	7,464	9,632
现金	3,344	4,541	5,780	7,410	营业成本	2,985	3,994	4,906	6,224
应收账款	837	985	1,300	1,631	营业税金及附加	27	32	40	53
其它应收款	200	185	279	328	营业费用	798	940	1,172	1,512
预付账款	149	305	377	489	管理费用	570	688	858	1,108
存货	934	1,083	1,433	1,753	财务费用	163	195	185	178
其他	474	432	562	651	资产减值损失	101	81	98	96
非流动资产	10,882	10,649	10,644	10,263	公允价值变动收益	45	26	36	31
长期投资	6,804	6,817	6,810	6,814	投资净收益	1,182	1,910	1,610	1,771
固定资产	1,313	1,541	1,520	1,376	营业利润	1,140	1,992	1,850	2,262
无形资产	527	510	494	479	营业外收入	69	69	69	69
其他	2,239	1,782	1,819	1,596	营业外支出	8	8	8	8
资产总计	16,820	18,180	20,375	22,525	利润总额	1,202	2,053	1,912	2,324
流动负债	3,704	3,432	4,199	4,630	所得税	202	386	321	390
短期借款	1,774	1,428	1,601	1,515	净利润	1,000	1,667	1,591	1,934
应付账款	727	838	1,112	1,358	少数股东损益	137	176	217	264
其他	1,202	1,166	1,485	1,757	归属于母公司净利润	864	1,491	1,374	1,670
非流动负债	3,723	3,849	3,851	3,850	EBITDA	1,459	2,395	2,284	2,707
长期借款	1,772	1,908	1,908	1,908	EPS（元）	0.45	0.78	0.72	0.88
其他	1,951	1,941	1,943	1,942	主要财务比率				
负债合计	7,427	7,281	8,050	8,481	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	970	1,146	1,363	1,627	成长能力				
股本	1,904	1,904	1,904	1,904	营业收入	17.6%	31.4%	24.7%	29.0%
资本公积	1,829	1,829	1,829	1,829	营业利润	-64.5%	74.7%	-7.1%	22.3%
留存收益	4,693	5,994	7,166	8,592	归属于母公司净利润	-65.4%	72.7%	-7.9%	21.5%
归属母公司股东权益合	8,423	9,753	10,961	12,417	获利能力				
负债和股东权益	16,820	18,180	20,375	22,525	毛利率	34.5%	33.3%	34.3%	35.4%
现金流量表					净利率	8.4%	19.0%	24.9%	18.4%
单位:百万元					ROE	10.3%	15.3%	12.5%	13.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	8.8%	12.5%	10.9%	11.8%
经营活动现金流	203	(111)	94	245	偿债能力				
净利润	1,000	1,667	1,591	1,934	资产负债率	44.2%	40.0%	39.5%	37.6%
折旧摊销	156	209	248	267	净负债比率				
财务费用	162	195	185	178	流动比率	1.60	2.19	2.32	2.65
投资损失	(1,182)	(1,910)	(1,610)	(1,771)	速动比率	1.35	1.88	1.97	2.27
营运资金变动	(124)	(342)	(343)	(406)	营运能力				
其它	190	71	22	44	总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.45
投资活动现金流	(264)	1,985	1,346	1,899	应收账款周转率	6.48	6.53	6.50	6.53
资本支出	(339)	(448)	(3)	(3)	应付账款周转率	5.03	5.10	5.03	5.04
长期投资	(262)	419	(210)	105	每股指标（元）				
其他	337	2,014	1,558	1,797	每股收益	0.45	0.78	0.72	0.88
筹资活动现金流	1,822	(676)	(201)	(515)	每股经营现金流	0.11	(0.06)	0.05	0.13
短期借款	692	(346)	173	(87)	每股净资产	4.42	5.12	5.76	6.52
长期借款	488	136	-	-	估值比率				
普通股增加	667	-	-	-	P/E	22.1	12.8	13.9	11.4
资本公积增加	674	-	-	-	P/B	2.3	2.0	1.7	1.5
其他	(698)	(466)	(374)	(428)	EV/EBITDA	13.8	8.4	8.8	7.4
现金净增加额	1,758	1,198	1,239	1,630					

资料来源：东方证券研究所预测

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师声明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

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，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并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人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn