

业绩增长，利润率提升

事件

公司董事会审议通过关于为下属四家子(孙)公司担保的议案，目前公司及子(孙)公司累计对外担保总额折合人民币约 240,892.80 万元，占 2011 年 6 月 30 日公司经审计净资产的 25.92%；且均为公司与下属控股公司间的担保。实际发生担保折合人民币约 152,792.80 万元，占 2011 年 6 月 30 日公司经审计净资产的 16.44%。

我们的观点

- **本次担保有助于下属子(孙)公司开拓业务：**公司在此次担保后，总体额度仅为净资产的 25.92%、实际发生担保仅为净资产的 16.44%，风险控制良好。而且此次担保的四家子(孙)公司经营状况良好，资产负债结构合理，有能力偿还到期债务，此次担保能进一步增强他们开拓业务的能力，有助于公司总体业绩的提升。
- **下属子(孙)公司中实业部分业绩良好：**公司经常被市场诟病的是其做实业的能力，但是相比去年，本年业绩已有明显提高。其中万邦医药主要生产胰岛素等生物制药，按照本次披露的前三季度数据年化后，万邦医药本年收入同比增长约 12%，本年利润增长约 109%，销售净利率从去年的 5.16% 提高到本年的 9.65%，无论是收益金额还是运营质量都有了显著提高。
- **预计其他实业子公司有相同趋势：**前三季度公司主业收入增长超过 25%，而且公司本年加强运营管理，对大部分子公司的净利率要求达到 10%，所以我们预计包括重庆药友(2010 年净利率 8.50%)、湖北新生源(2010 年净利率 9.31%)在内的其他子公司，运营质量都会有一定提高。此外公司收购的大连雅立峰和锦州奥鸿今年开始合并报表，预计这两家生物制药公司净利率分别高达 50%和 40%，将有利于公司总体净利率的提升。
- **重申股价被严重低估：**(1)持有国控 7.7 亿股：近期国控股价下跌至 18.16 港元，即使投资者计算复星持股价值时非常谨慎地打到六折(已非常严苛，事实上复星正越来越多地使用国控渠道，具有一定协同作用)，也还能对应 68 亿人民币的市值；(2)制药工业：预计今年制药工业净利润将超 4 亿、增速预计接近 30%，按照 25 倍市盈率即可对应 100 亿市值；(3)PE 投资：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 30 亿。按上述较保守的估算，公司市值都应该有 198 亿元(为估算方便，未包括增长很快的医疗器械、医学诊断、生物医药和医药批发等业务)，而公司目前市值只有 161 亿元，我们认为公司价值被严重低估。
- **盈利预测：**我们维持原来盈利预测，预测公司 2011、2012 和 2013 年每股收益分别为 0.71 元、0.71 元和 0.88 元，维持公司买入评级。



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 12 月 20 日) 8.47 元

目标价格 16.69 元

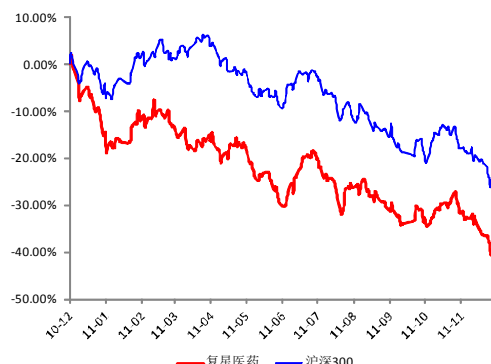
总股本/A 股(百万股) 1904/1904

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 12 月 21 日

股价表现



资料来源：同花顺

财务预测

重要财务指标	单位: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	1,350	1,354	1,672
同比(%)	-65%	56%	0%	23%
毛利率(%)	34.5%	37.2%	38.3%	39.5%
ROE(%)	10.3%	14.1%	12.6%	13.7%
每股收益(元)	0.45	0.71	0.71	0.88
P/E (倍)	18.68	11.94	11.91	9.65
P/B (倍)	1.92	1.69	1.50	1.33

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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。

图表 1：本次担保子(孙)公司业绩增长、且利润率提升

(万元)	主业	2010 收入	2010 利润	2010 净利率	2011.1-9 收入	2011.1-9 利润	2011.1-9 净利率
万邦医药	生物制药等	70,899	3,655	5.16%	59,464	5,741	9.65%
万邦金桥	胰岛素原料药	8,600	3,403	39.57%	5,849	2,464	42.13%
复星药业	医药批发	83,304	924	1.11%	61,780	771	1.25%
复星医药产业	实业投资等	2,690	38,174	投资收益为主	1,028	7,242	投资收益为主

资料来源：公司公告、东方证券研究所

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	7,277	9,429	11,934	营业收入	4,555	5,986	7,464	9,632
现金	3,344	4,351	5,567	7,193	营业成本	2,985	3,756	4,603	5,828
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	1,077	1,269	1,637
预付账款	149	305	377	489	管理费用	570	778	896	1,156
存货	934	1,019	1,345	1,642	财务费用	163	195	187	179
其他	474	432	562	651	资产减值损失	101	100	-	-
非流动资产	10,882	10,649	10,644	10,263	公允价值变动收益	45	(20)	-	-
长期投资	6,804	6,817	6,810	6,814	投资净收益	1,182	1,710	1,380	1,518
固定资产	1,313	1,541	1,520	1,376	营业利润	1,140	1,737	1,849	2,296
无形资产	527	510	494	479	营业外收入	69	140	60	60
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	17,926	20,073	22,197	利润总额	1,202	1,869	1,901	2,348
流动负债	3,704	3,377	4,122	4,534	所得税	202	355	319	394
短期借款	1,774	1,428	1,601	1,515	净利润	1,000	1,513	1,582	1,954
应付账款	727	788	1,044	1,272	少数股东损益	137	163	228	282
其他	1,202	1,161	1,477	1,747	归属于母公司净利	864	1,350	1,354	1,672
非流动负债	3,723	3,849	3,851	3,850	EBITDA	1,459	2,141	2,284	2,742
长期借款	1,772	1,908	1,908	1,908	EPS (元)	0.45	0.71	0.71	0.88
其他	1,951	1,941	1,943	1,942					
负债合计	7,427	7,226	7,973	8,384	主要财务比率				
少数股东权益	970	1,133	1,361	1,643	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1,904	1,904	1,904	1,904	成长能力				
资本公积	1,829	1,829	1,829	1,829	营业收入	17.6%	31.4%	24.7%	29.0%
留存收益	4,693	5,853	7,025	8,456	营业利润	-64.5%	52.3%	6.5%	24.1%
归属母公司股东权益合	8,423	9,566	10,738	12,170	归属于母公司净利	-65.4%	56.4%	0.3%	23.5%
负债和股东权益	16,820	17,926	20,073	22,197	获利能力				
					毛利率	34.5%	37.2%	38.3%	39.5%
					净利率	8.4%	19.0%	22.6%	18.1%
					ROE	10.3%	14.1%	12.6%	13.7%
					ROIC	8.8%	11.2%	11.1%	12.1%
					偿债能力				
					资产负债率	44.2%	40.3%	39.7%	37.8%
					净负债比率				
					流动比率	1.60	2.15	2.29	2.63
					速动比率	1.35	1.85	1.96	2.27
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.46
					应收账款周转率	6.48	6.53	6.50	6.53
					应付账款周转率	5.03	4.96	5.03	5.03
					每股指标 (元)				
					每股收益	0.45	0.71	0.71	0.88
					每股经营现金流	0.11	(0.05)	0.15	0.26
					每股净资产	4.42	5.02	5.64	6.39
					估值比率				
					P/E	18.7	11.9	11.9	9.6
					P/B	1.9	1.7	1.5	1.3
					EV/EBITDA	11.8	8.0	7.5	6.3

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