

复星医药（600196）公告点评：连带担保为子公司注入流动性

行业分类：医药

2011. 12. 23

研究员：张绍坤
(执业证书编号：S0640511010008)
联系人：刁志学, 沈文文
电话：0755-83520492、83688575
Email：diaozhixue@163.com

事件回顾：

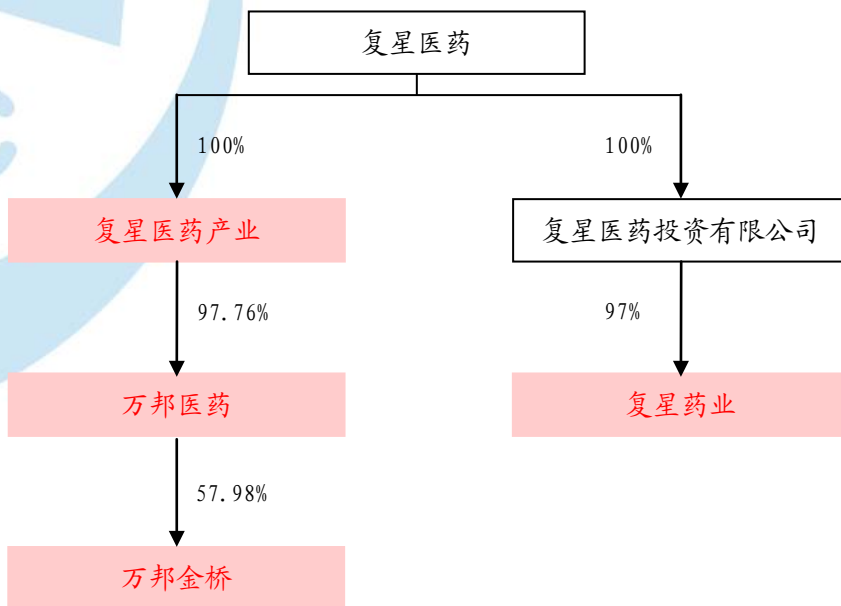
复星医药董事会审议通过了公司为旗下的子（孙）公司提供连带担保的方案，具体内容包括为控股孙公司万邦医药使用光大银行上海分行人民币 14,000 万元授信提供连带责任保证担保；为控股孙公司复星药业向中信银行静安支行申请的两年期、人民币 8,000 万元授信以及使用光大银行上海分行人民币 5,000 万元的授信提供连带责任保证担保；为全资子公司复星医药产业向北京银行上海分行申请的三年期、人民币 35,000 万元授信提供连带责任保证担保；为控股孙公司万邦医药为其控股子公司万邦金桥向中国银行徐州分行申请的一年期、人民币 4,000 万元授信提供连带责任保证担保。

我们的观点：

担保为子公司注入流动性

复星医药此次为旗下的万邦医药、复星药业、复星医药产业及万邦金桥四家子（孙）公司提供连带责任担保，拓宽了子（孙）公司的融资渠道，增强了子（孙）公司的流动性和财务灵活性，相关的扩产及投资项目能够全面展开，有助于公司总体的进一步发展。

图表 1：担保相关公司的控股关系图谱



数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

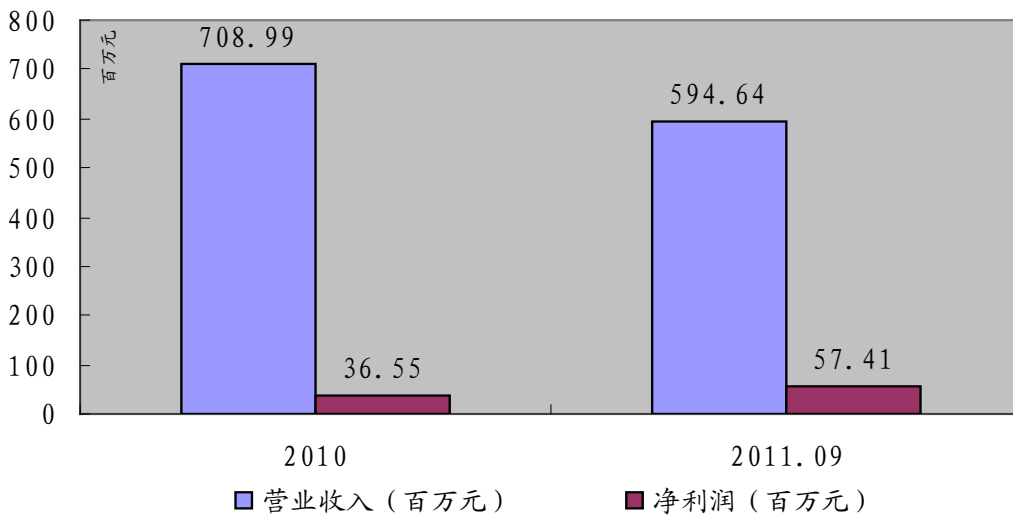
图表 2: 复星医药担保明细

担保人	被担保人	此次担保额度(万元)	累计担保额度(万元)	实际担保金额(万元)
复星医药	万邦医药	14,000	40,500	0
	复星药业	13,000	13,000	6,000
	复星医药产业	35,000	146,000	110,400
	万邦金桥	4,000	4,000	0

数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

通过股权转让, 万邦医药于 2004 年成为上海复星医药产业发展有限公司控股的核心公司, 公司主要从事糖尿病药品、护理产品及心血管药品的生产和经营, 是国内最大的胰岛素生产基地, 其治疗 1 型糖尿病的必备药—胰岛素系列产品在国内的市场占有率达 50% 以上。

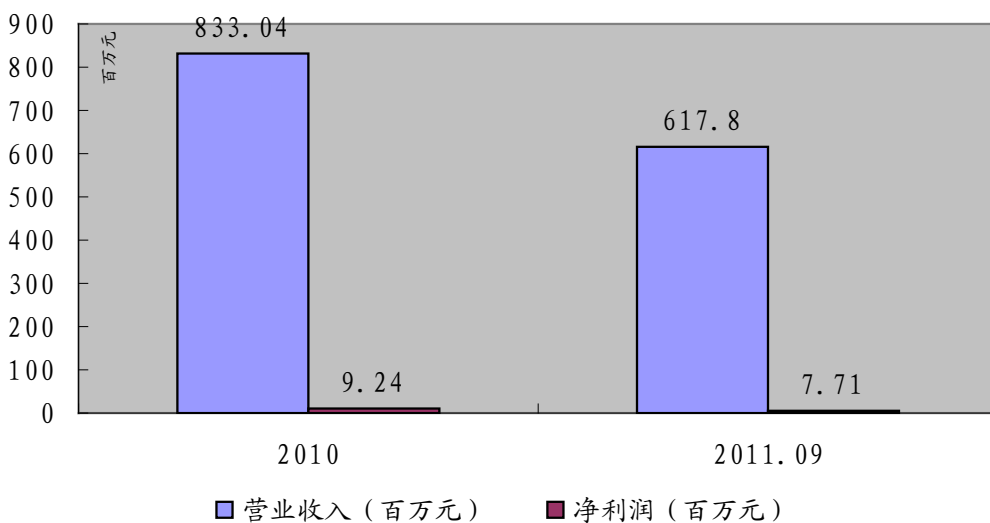
图表 3: 万邦医药的经营现状



数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

复星药业是复星医药在流通领域的企业, 主要从事中药、化学药、医疗器械等的总代、分销和配送。其下属的复星大药房连锁经营有限公司是上海 5 大医药连锁企业之一, 在上海的连锁药店达 300 多家。

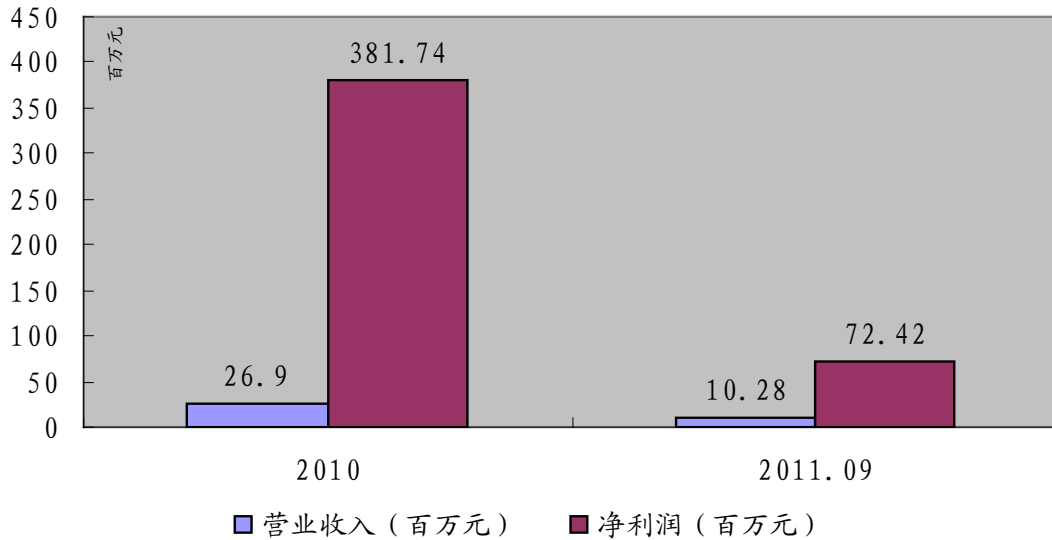
图表 4: 复星药业的经营现状



数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

复星医药产业主要从事实业投资、医药行业投资及货物和技术的进出口业务的经营等，它是复星医药旗下的投资平台，其净利润主要来源于投资收益。

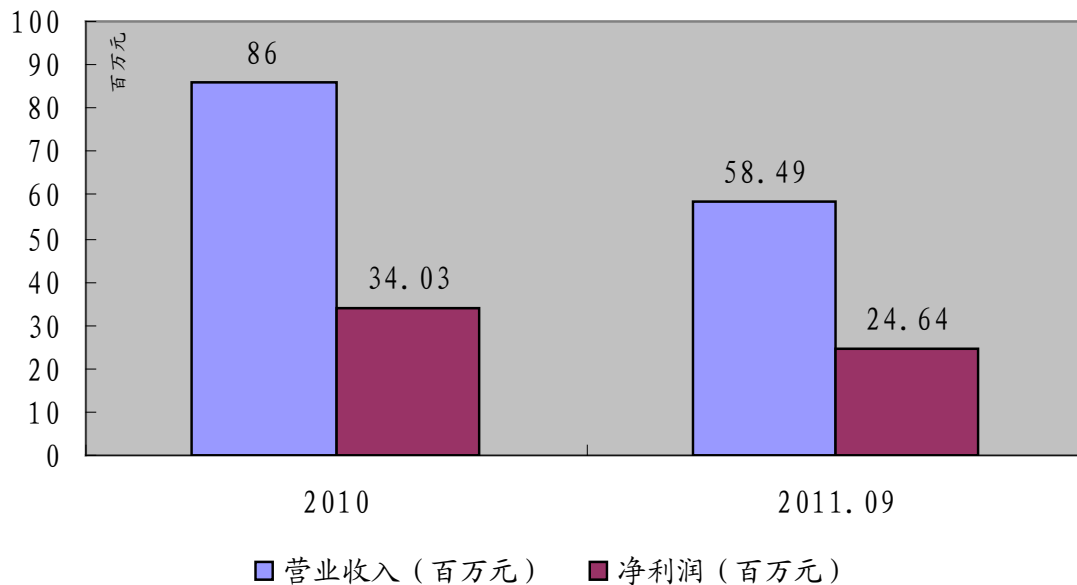
图表 5: 复星医药产业的经营现状



数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

万邦金桥（徐州万邦金桥制药有限公司）是万邦医药的控股子公司，主要从事胰岛素等糖尿病治疗相关产品的生产和经营。

图表 6: 万邦金桥的经营现状

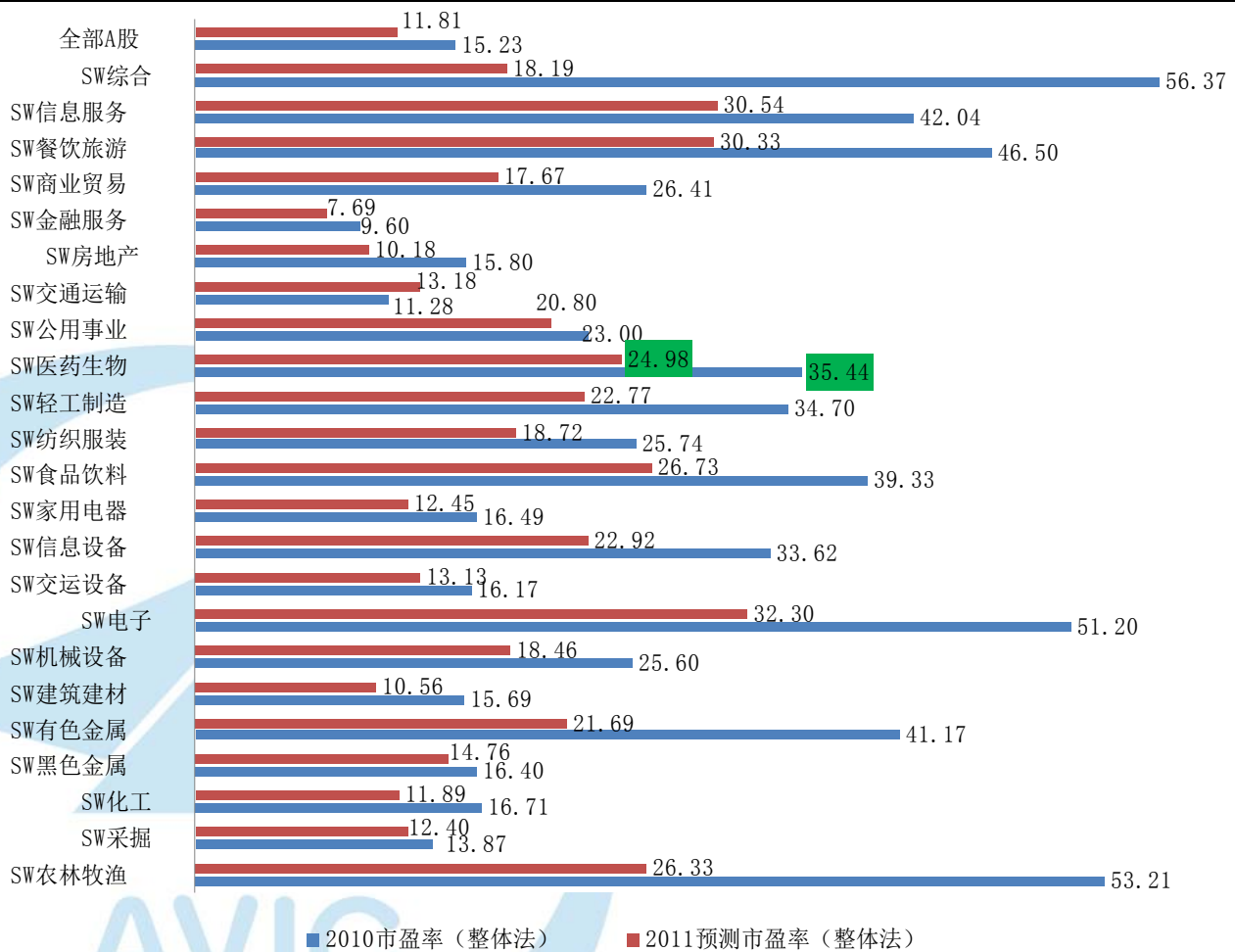


数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

估值已经筑底

复星医药现在已经在糖尿病、肝病、抗疟疾、妇科疾病、疫苗、医疗器械、医疗诊断和医药商业等领域都有所布局，是全产业链的股权投资型医药公司。之前的研究表明，公司三季度的营业收入保持较高增速，成本和费用的急速上升导致其净利润增速不足 10%。然而自三季度以来，医药生产的原材料的价格回归理性，未来公司的利润增速有上升的趋势，这在公司子公司万邦医药的损益表上已有所体现。按照昨日的收盘价 8.58 元计算，公司 2011 的动态市盈率大约为 13.2 倍，远远低于医药行业的整体估值。加之医药行业整体估值较年初大幅下行，而驱动行业发展速度的因素一直存在，具体到复星医药身上，其业绩快速增长的动力也一直存在，总体看来，我们认为复星医药的估值已经筑底。

图表 7: A 股行业市盈率状况



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

我们维持之前的估值水平，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.65 元、0.50 元、0.61 元，对应的动态市盈率分别为 15.35 倍、19.96 倍和 16.36 倍，考虑到公司未来的工业并购所能够带来的业绩高增长，我们给予公司 20 倍的 PE，目标价 13.00 元，维持买入评级。

图表 8: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5938	6641	7365	8473	营业收入	4555	6324	7870	9668
现金	3344	3775	3656	4509	营业成本	2985	4163	5119	6339
应收账款	837	936	1302	1472	营业税金及附加	27	44	51	58
其他应收款	200	98	271	198	营业费用	798	1088	1351	1654
预付账款	149	197	171	176	管理费用	570	789	970	1180
存货	934	955	1442	1540	财务费用	163	134	115	82
其他流动资产	474	680	523	578	资产减值损失	101	97	91	94
非流动资产	10882	13828	12504	12839	公允价值变动收益	45	37	29	34
长期投资	6804	8842	7713	7932	投资净收益	1182	1615	1127	1316
固定资产	1313	1340	1260	1125	营业利润	1140	1662	1327	1611
无形资产	527	678	856	1048	营业外收入	69	126	96	86
其他非流动资产	2239	2969	2675	2735	营业外支出	8	8	10	9
资产总计	16820	20469	19869	21312	利润总额	1202	1779	1414	1688
流动负债	3704	4359	3764	3753	所得税	202	330	254	307
短期借款	1774	1933	1433	1453	净利润	1000	1449	1160	1382
应付账款	727	815	766	776	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1202	1611	1566	1525	归属母公司净利润	864	1246	946	1160
非流动负债	3723	5428	4423	4652	EBITDA	1459	1968	1631	1890
长期借款	1772	1772	1772	1772	EPS (元)	0.45	0.65	0.50	0.61
其他非流动负债	1951	3655	2651	2880					
负债合计	7427	9787	8187	8405	主要财务比率				
少数股东权益	970	1173	1386	1608	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1904	1904	1904	1904	成长能力				
资本公积	1829	1829	1829	1829	营业收入	17.6%	38.8%	24.4%	22.9%
留存收益	4693	5749	6504	7474	营业利润	-64.5%	45.7%	-20.1%	21.4%
归属母公司股东权益	8423	9509	10296	11299	归属于母公司净利润	-65.4%	44.3%	-24.1%	22.6%
负债和股东权益	16820	20469	19869	21312	获利能力				
					毛利率(%)	34.5%	34.2%	35.0%	34.4%
					净利率(%)	19.0%	19.7%	12.0%	12.0%
					ROE(%)	10.3%	13.1%	9.2%	10.3%
					ROIC(%)	36.3%	47.9%	28.2%	31.3%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	44.2%	47.8%	41.2%	39.4%
					净负债比率(%)	48.51%	39.96%	42.25%	40.41%
					流动比率	1.60	1.52	1.96	2.26
					速动比率	1.34	1.30	1.56	1.83
					营运能力				
					总资产周转率	0.32	0.34	0.39	0.47
					应收账款周转率	6	7	7	7
					应付账款周转率	5.03	5.40	6.48	8.23
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.45	0.65	0.50	0.61
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	0.02	-0.42	0.09
					每股净资产(最新摊薄)	4.42	4.99	5.41	5.93
					估值比率				
					P/E	22.14	15.34	20.21	16.48
					P/B	2.27	2.01	1.86	1.69
					EV/EBITDA	9	6	8	7

现金流量表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	203	30	-793	175
净利润	1000	1449	1160	1382
折旧摊销	156	172	189	197
财务费用	163	134	115	82
投资损失	-1182	-1615	-1127	-1316
营运资金变动	-124	61	-1146	-206
其他经营现金流	190	-171	16	37
投资活动现金流	-264	-1216	2377	795
资本支出	339	0	-0	0
长期投资	-262	2502	-1380	273
其他投资现金流	-187	1286	997	1068
筹资活动现金流	1822	1618	-1704	-117
短期借款	692	159	-501	20
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	1460	-1203	-137
现金净增加额	1758	432	-119	853

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。