

复星医药 (600196): 股权投资对象过会, 投资收益确定

行业分类: 医药

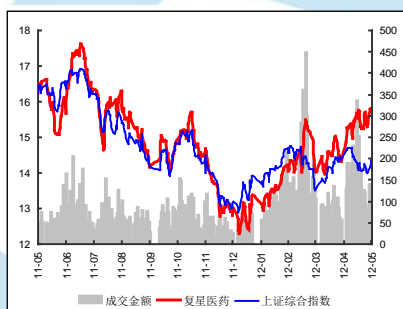
2012年5月30日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	14.00
当前股价 (12.05.30)	10.33

基础数据

上证指数	2384.67
总股本 (亿)	19.04
流通 A 股 (亿)	19.00
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	196.23
每股净资产 (元)	5.24
ROE (2012Q1)	3.39%
资产负债率	47.80%
动态市盈率	14.76
市净率	1.97

近一年行业指数与上证综指走势对比



资料来源: wind

事件回顾:

证监会创业板发审委于5月29日召开了2012年第42次会议和第43次会议,会议通过了长春迪瑞医疗科技股份有限公司(以下简称“迪瑞医疗”)的首发申请。

我们的观点:

迪瑞医疗通过证监会创业板发审委的首发申请,和我们之前的预期一致(具体情况参见我们之前的报告《复星医药(600196):工商并举、兼顾投资》)。我们预计迪瑞医疗会于今年登陆A股创业板市场。复星医药参股投资迪瑞医疗,持股比例达6.46%,通过迪瑞医疗的上市,复星医药的投资收益基本可以确定。加上之前上市的隆基股份,可以确定2012年,复星医药的股权投资对象中至少有两家能够实现账面投资收益。

迪瑞医疗发行前的总股本为4600万股,此次发行1534万股,复星医药持有297万股,占比为6.46%,发行后公司的总股本为6134万股。

迪瑞医疗是由长春迪瑞实业有限公司整体变更而来,前身是成立于1992年的长春市迪瑞检验制品有限公司。迪瑞医疗现在主要从事尿液、生化指标、血细胞等医疗检验仪器及配套试纸试剂的研发、生产与销售,公司的经营模式为“仪器+试剂”,属于典型的IVD(in vitro diagnostic products,即体外诊断产品)行业经营模式。

IVD行业隶属于医药生物行业,属于朝阳产业,在国内处于快速发展阶段,2010年生物制药行业整体销售收入达到了1062.45亿元,2005-2010年复合增长率超过32%,相对于医药行业整体高出9个百分点。国家的《生物医药产业“十二五”发展规划》中明确提出了对包括诊断制剂在内的生物医药领域的政策扶持,预计中央财政扶持的资金能够达到400亿元。我们预计政策扶持力度的加大、实质性科研经费投入的增加势必能使行业整体保持一个较快的发展速度,而身处其中的公司则能够享受到政策的红利。

纵观整个生物制药行业,单个公司的营收规模相对较小,由于研发投入大,风险较高,业内成长性好的优质公司并不多,而且相对于整个医药板块,细分的生物制药行业估值相对较高,通过比较分析我们发现,在A股上市的医药公司中,科华生物和迪瑞医疗在业务模式和经营范围上的相似度最高。我们在之前报告中预测科华生物2012年的EPS为0.54元,以5月30日的收盘价10.72元计算的话,其动态市盈率为19.85倍。我们保守假设:1)迪瑞医疗2012年净利润的增长率为20%;2)参照板块及可比公司的动态市盈率,假设公司发行的市盈率为20-30倍之间,我们取中间值25倍。

联系人: 沈文文 联系人电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

根据上述假设, 可以得出迪瑞医疗 2012 年的稀释每股收益为 1.46 元, 股价估值为每股 36.50 元, 由此我们可以测算出复星医药的对迪瑞医疗的账面投资收益状况。

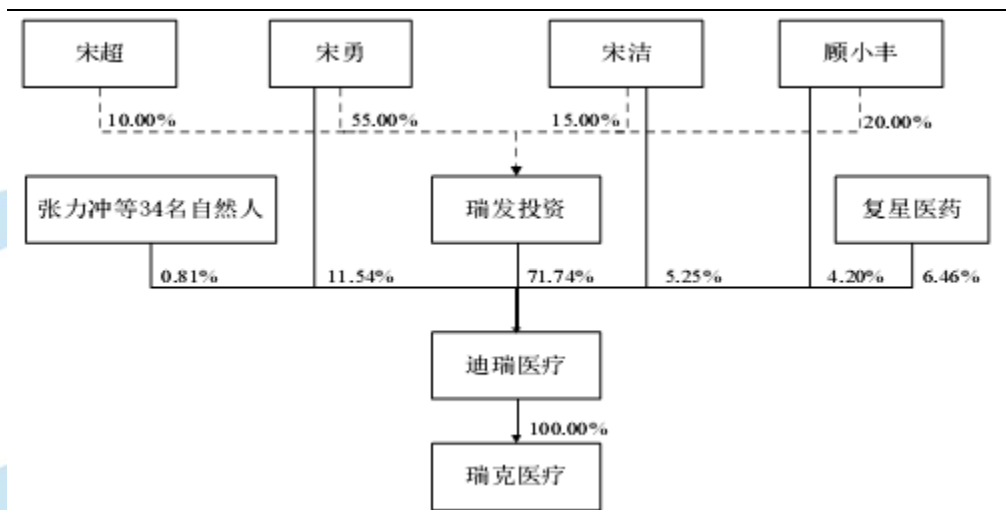
我们维持之前的估值水平, 预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.70 元、0.81 元和 0.98 元, 对应的动态市盈率分别为 14.76 倍、12.75 倍和 10.54 倍, 考虑到公司外部并购及其股权投资所能带来的业绩增长, 我们给予公司 20 倍的 PE, 目标价 14.00 元, 维持买入评级。

图表 1: 复星医药 2012 年部分股权投资收益预测

被投资对象	初始投资成本	持股比例 (%)	当前股价	投资收益 (%)
隆基股份	138,000,000.00	5.35	17.36	50.96
迪瑞医疗	49,747,500.00	6.46	36.50 (E)	118.11 (E)

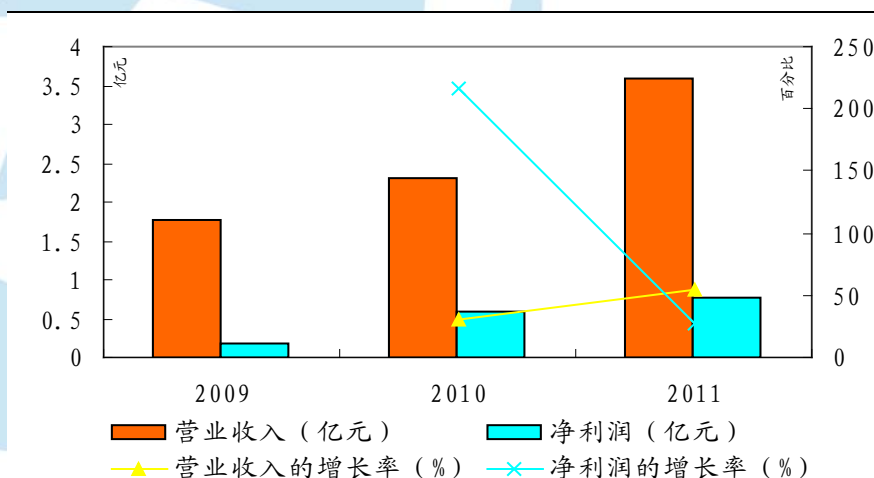
资料来源: 中航证券金融研究所

图表 2: 迪瑞医疗的股权结构



资料来源: 迪瑞医疗招股说明书, 中航证券金融研究所

图表 3: 迪瑞医疗的营业收入和净利润的增长变动情况



资料来源: 迪瑞医疗招股说明书, 中航证券金融研究所

图表 4: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	6049	6795	7983	9467	营业收入	6486	8146	10174	12635
现金	2895	2778	3199	3490	营业成本	3991	4966	6155	7594
应收账款	926	1395	1501	2071	营业税金及附加	53	44	47	46
其他应收款	295	247	448	407	营业费用	1210	1507	1888	2342
预付账款	213	267	334	414	管理费用	886	1100	1379	1710
存货	1124	1446	1735	2191	财务费用	290	155	150	133
其他流动资产	597	661	765	892	资产减值损失	136	110	117	118
非流动资产	16242	16792	17704	18506	公允价值变动收益	-25	5	5	5
长期投资	8125	8163	8250	8353	投资净收益	1685	1520	1600	1750
固定资产	1560	1926	1988	1864	营业利润	1581	1789	2043	2447
无形资产	1683	2530	3468	4376	营业外收入	172	138	149	145
其他非流动资产	4873	4172	3997	3912	营业外支出	26	17	18	19
资产总计	22291	23587	25687	27972	利润总额	1727	1910	2174	2573
流动负债	4992	5097	5527	5972	所得税	342	378	430	510
短期借款	1597	1647	1613	1596	净利润	1385	1531	1744	2064
应付账款	756	1018	1302	1580	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	2638	2432	2611	2795	归属母公司净利润	1166	1340	1543	1866
非流动负债	5928	5578	5691	5653	EBITDA	2085	2186	2489	2902
长期借款	1347	1347	1347	1347	EPS (元)	0.61	0.70	0.81	0.98
其他非流动负债	4581	4230	4344	4306					
负债合计	10920	10674	11217	11625	主要财务比率				
少数股东权益	1599	1791	1992	2189	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	1904	1904	1904	1904	成长能力				
资本公积	2211	2211	2211	2211	营业收入	42.4%	25.6%	24.9%	24.2%
留存收益	5668	7008	8360	10036	营业利润	38.6%	13.2%	14.2%	19.8%
归属母公司股东权益	9772	11121	12478	14158	归属于母公司净利润	35.0%	14.9%	15.2%	21.0%
负债和股东权益	22291	23587	25687	27972	获利能力				
					毛利率 (%)	38.5%	39.0%	39.5%	39.9%
					净利率 (%)	18.0%	16.4%	15.2%	14.8%
					ROE (%)	11.9%	12.0%	12.4%	13.2%
					ROIC (%)	26.3%	21.7%	21.5%	21.6%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	49.0%	45.3%	43.7%	41.6%
					净负债比率 (%)	32.36%	31.77%	30.00%	29.04%
					流动比率	1.21	1.33	1.44	1.59
					速动比率	0.98	1.04	1.12	1.21
					营运能力				
					总资产周转率	0.33	0.36	0.41	0.47
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	5.38	5.60	5.31	5.27
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.61	0.70	0.81	0.98
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.17	-0.33	0.21	-0.02
					每股净资产 (最新摊薄)	5.13	5.84	6.55	7.43
					估值比率				
					P/E	15.39	13.39	11.63	9.61
					P/B	1.84	1.61	1.44	1.27
					EV/EBITDA	6	6	5	4

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

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。

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。