

定增改善财务状况，医疗产业厚积薄发

投资要点：

1、药品种类丰富，研发专注于肿瘤，老年痴呆症

公司药品种类丰富，双宜品牌在药品市场中有一定影响力，公司目前正集中研发力量于肿瘤、老年痴呆等高增长领域，未来可能会有新的产品产出，药品板块增速有望加快。

2、软件，园区稳定增长

公司在软件开发、软件园区开发打下了坚实的基础，未来这2大产业有望保持稳定增长。

3、背靠大股东复旦大学，有利于资源整合

公司大股东是复旦大学，公司有望依托复旦大学强大的品牌技术人才优势，研发新产品开拓新市场，进行资源整合。

4、增发降低财务费用，新股东有望帮助公司进入新领域

本次增发不单降低了财务费用，且引入了上科科技等新股东，上科科技公司有丰富的产业投资经验，未来复旦复华有望在新股东帮助下进入更有发展空间的新领域，业绩估值可能有较快提升。

复旦复华
(600624.SH)

分析师：纪钢

执业证书编号：S0050513110001

Tel : 010-59355601

Email : jig@chinans.com.cn

联系人：张树声

Tel : 010-59355492

Email : zhangss@chinans.com.cn

投资评级

本次评级：

买入

跟踪评级：

首次

目标价格：

市场数据

市价(元)	13.12
上市的流通A股(亿股)	3.45
总股本(亿股)	3.45
52周股价最高最低(元)	14.6-6.38
上证指数/深证成指	2056.3/ 7365.93
2013年股息率	0.49%

52周相对市场改变



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	867.24	979.98	1175.97	1469.97
增长率(%)	18.63	13.00	20.00	25.00
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	28.07	36.12	123.03	202.49
增长率(%)	17.61	28.68	240.65	64.59
毛利率%	32.04	21.10	29.40	33.10
净资产收益率(%)	4.85	5.87	10.54	14.78
EPS(元)	0.08	0.10	0.30	0.50
P/E(倍)	107.48	83.53	28.78	17.49
P/B(倍)	5.21	4.90	3.03	2.59

数据来源：民族证券

正文目录

一、公司基本情况	3
1、依托复旦大学资源，聚焦“药业、软件、园区”三大产业	3
2、“药业”在公司主业结构中日渐突出	3
二、“药业”稳定增长，院校资源需重新认识	4
1、院校医药资源得天独厚	4
2、公司重点品种	4
三、“软件产业”受日元贬值影响，13年出现下滑	7
四、“园区产业”提供远期回报	8
五、定增方案引入投资类股东，财务状况明显改善	8
六、盈利预测与估值	9
财务预测	10

图表目录

图 1：公司收入结构变化	3
图 2：公司毛利贡献变化	3
图 3：公司营业收入及利润增速	4
图 4：公司净利润及增速	4
图 5：公司医药产业收入及增速	4
图 6：中国肿瘤发病率按性别排序	6
图 7：公司软件产业收入及增速	7
图 8：2013 年 1~11 月份我国软件出口增长情况	7
图 9：定增发行后公司股权结构	8
图 10：公司资产负债率历史情况	9
图 11：公司流动比率和速动比率变化	9
表 1：主要控股子公司及经营情况	3
表 2：公司主要品种及临床应用	5
表 3：2013年上半年非募集资金项目进展情况	8

一、公司基本情况

1、依托复旦大学资源，聚焦“药业、软件、园区”三大产业

公司前身是复旦大学在1984年创办的复旦大学科技开发公司，1993年1月在上海证券交易所正式挂牌交易（股票代码：600624），是全国科技界和高校企业中的首家上市公司。2001年，更名为“上海复旦复华科技股份有限公司”。

公司背靠著名高校复旦大学，拥有雄厚的科研、人才资源，在经历改制上市、调整转型、全面发展的过程中，由单一的制造业成功转向“生物医药、软件开发、园区房产”为核心的科技产业体系，呈现出持续、稳定、健康发展的良好态势。目前，公司的三大产业包括：从事创新药物开发、生产、销售的上海复旦复华药业有限公司，从事对外软件出口平台的上海中和软件有限公司，以及推动科技产业发展的上海复华高新技术园区。

表 1：主要控股子公司及经营情况

公司名称	业务性质	主要经营领域	2012年营业收入（万元）	2012年净利润（万元）
上海复旦复华药业有限公司	工业	化药、中药、生物药开发、生产、销售	46156	3882
上海中和软件有限公司	软件开发	软件开发	25210	1255
上海复华高新技术园区发展有限公司	房地产业	园区内市政工程、物业管理及配套服务	825	415
上海复旦软件园有限公司	服务业	软件开发及服务	584	6314(下属公司上缴)
上海克虏伯控制系统有限公司	工业	电源设备	1376	-1144

资料来源：公司2012年年报

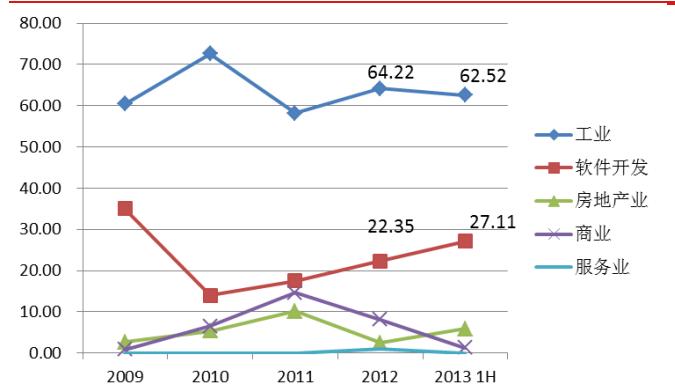
2、“药业”在公司主业结构中日渐突出

医药工业是公司最大的利润增长点，12年收入占比53.7%，毛利贡献率64.22%；其次是软件产业，收入占比29.07%，利润贡献率22.35%；高科技园区房地产等其他业务占比较小。近4年，药业调整重点品种营销策略，有效抵御了行业竞争加剧、药品价格水平下行、原材料价格结构性上涨的不利形势，收入占比不断提高，13年上半年达到72.02%，表现出良好的发展潜力，而软件外包业务受行业需求低迷、汇率等因素影响，增长略显平缓。

图 1：公司收入结构变化



图 2：公司毛利贡献变化

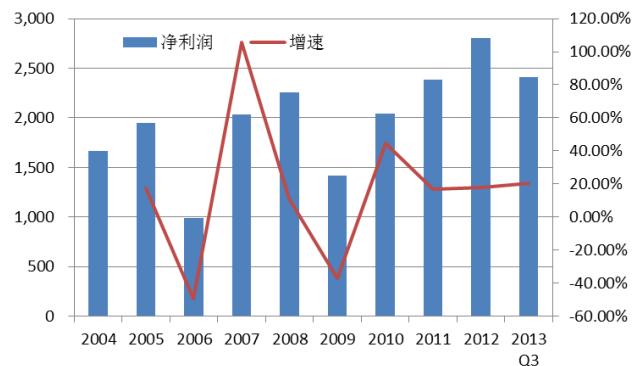


资料来源: Wind、民族证券

公司近 3 年净利润增速在 20% 左右。2013 年前 3 季度，营业收入为 69418.61 万元，同比增长 12.25%，归母净利润为 2410.15 万元，同比增长 20.49%。

图 3：公司营业收入及利润增速


资料来源: Wind、民族证券

图 4：公司净利润及增速


资料来源: Wind、民族证券

二、“药业”稳定增长，院校资源需重新认识

1、院校医药资源得天独厚

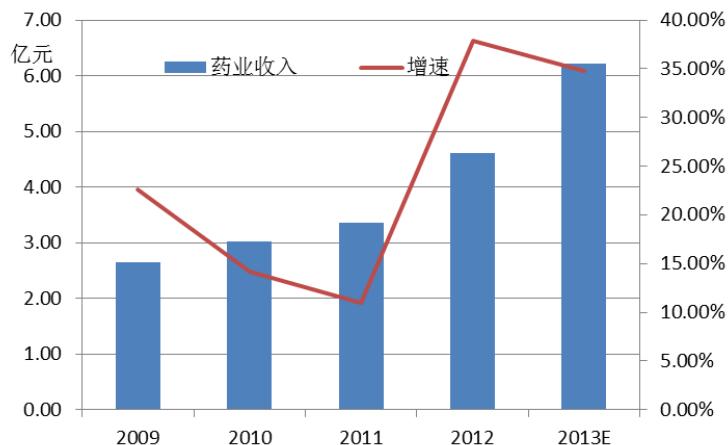
上海复旦复华药业有限公司，是原复旦大学与原上海医科大学合并后，于 2001 年并购上海医科大学红旗制药厂改制而成。

复旦大学药学院、医学院、生命科学学院是国内著名的高校院所，科研成果名列前茅。下属中山医院、华山医院、儿科医院、妇产科医院、眼耳鼻喉科医院、肿瘤医院、金山医院、上海市第五人民医院、上海市公共卫生中心、华东医院十所附属医院，总量在国内首屈一指。在药企涉足民营医院，跨界医疗服务成为投资热点概念的今天，拥有如此多的优质医院资源为企业未来发展带来巨大的想象空间。

2、公司重点品种

公司现拥有近 30 个中药、化药品种，主要分布在神经科、抗肿瘤、心血管、抗感染等领域。重点销售产品包括注射用还原型谷胱甘肽、枸橼酸他莫昔芬片、双益平、氟他胺、雷公藤多甙片、心脑舒通片等，是“上海医药行业名优产品”，有一定的市场知名度，带动医药业务以高于行业增速发展。

图 5：公司医药产业收入及增速



数据来源：公司年报、民族证券

表 2：公司主要品种及临床应用

品种	药理作用	临床应用	是否医保
双益平（石杉碱甲片）	胆碱酯酶抑制剂	老年痴呆、记忆障碍	医保乙类
注射用还原型谷胱甘肽	影响氧化还原系统肽类	酒精性肝病、化疗辅助药、有机磷中毒	医保乙类
氟他胺片	非固醇类雄激素拮抗剂	前列腺癌	医保乙类
心脑舒通片	活血化瘀、舒利血脉	胸痹心痛、缺血性中风	医保乙类
枸橼酸他莫昔芬片	非固醇类抗雌激素药物	乳腺癌	医保甲类，基药
雷公藤多甙片	祛风解毒、除湿消肿	类风湿性关节炎，肾病综合征等	医保甲类，基药
注射用甲磺酸酚妥拉明	短效的非选择性 α -受体阻滞剂	嗜铬细胞瘤	非医保

资料来源：公司网站、民族证券

双益平（石杉碱甲片）：

石杉碱甲是从中国独有的天然植物“千层塔”（即蛇足石杉）中提取的药物，是迄今为止从植物中发现的最有效的乙酰胆碱酯酶抑制剂，适用于良性记忆障碍，提高患者指向记忆、联想学习、图像回忆、无意义图形再认及人像回忆等能力。对痴呆患者和脑器质性病变引起记忆障碍亦有改善作用。

老年性痴呆（阿尔茨海默病，AD）为其主要适应症，据统计，在 65 岁以上老人中，AD 的发病率达到 4%~5%，我国的患病人群已超过 800 万，随着人口老龄化到来，15 年将突破 1000 万。老年性痴呆成因复杂，目前在治疗上多采用脑血管扩张剂、促脑代谢药、神经递质药物（主要为乙酰胆碱酯酶抑制剂）的“益智类”药物，神经递质药物国内用药金额相对前两类较小。石杉碱甲是我国自主创新药物，在乙酰胆碱酯酶抑制剂药物中占有重要地位。国内有 14 家企业可生产石杉碱甲片剂、胶囊剂和粉针注射剂，主要品牌包括双益平（复旦复华）、哈伯因（太龙药业）的片剂。

复旦复华自 2009 年起，联合上海市医学会神经内科专业委员会开始举办“传播脑科学，促进脑健康”系列健康主题活动，迄今已有近万人次受到脑健康教育，并树立了良好的企业形象。

注射用还原型谷胱甘肽：

还原型谷胱甘肽（GSH）是人类细胞质中自然合成的一种肽，由谷氨酸、半胱氨酸和甘氨酸组成，广泛分布于机体各器官内，具有活化氧化还原系统，激活代谢酶，解毒等生理作用。主要应用于放化疗保护、肝损害、低氧血症、有机磷中毒等。

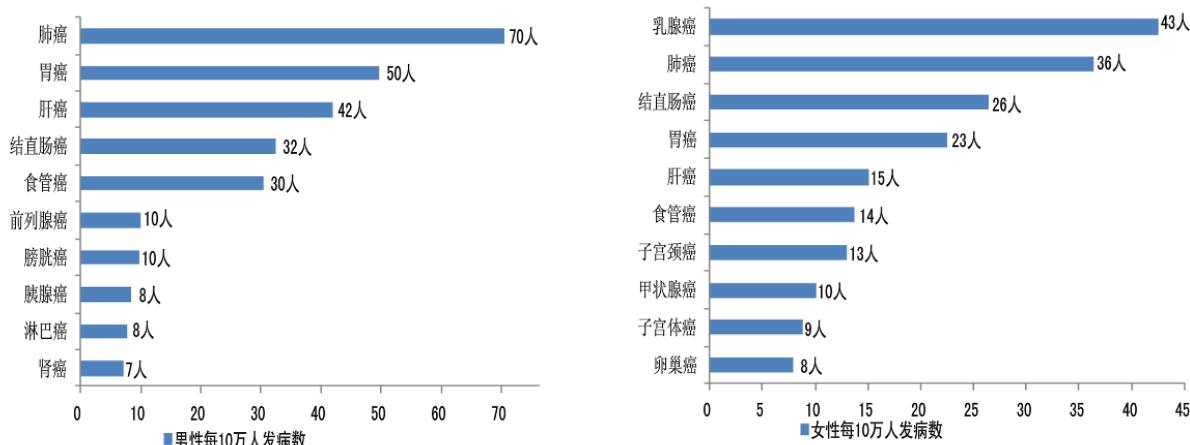
国内市场中，重庆药友、复旦复华药业、昆明积大制药三家企业生产，约占市场份额的 80%，进口药两家。重庆药友的还原型谷胱甘肽（阿拓莫兰）约占 35%，销售额从 2009 年的近 3 亿元增长至 2012 年的 5 亿多元。复旦复华于 2003 年获得制剂证书，近两年通过聚焦重点品种，注射用还原型谷胱甘肽（双益健）市场份额不断扩大，约占 25%，成为药业公司的拳头产品，

氟他胺片、他莫昔芬片：

应用于肿瘤的内分泌治疗。氟他胺片对抗雄激素，适用于以前未经治疗，或对激素控制疗法无效或失效的晚期前列腺癌症病人。国内生产企业为复旦复华和天士力帝益，进口品牌两个；他莫昔芬片对抗雌激素，是乳腺癌内分泌治疗的主要药物品种，国内 15 家企业有生产批件。

国内肿瘤发病率持续上升，与环境污染和老年人口比例提高有关。男性发病率最高的是肺癌，其次为胃癌、肝癌，前列腺癌排名第六。女性发病率最高的是乳腺癌。

图 6：中国肿瘤发病率按性别排序



数据来源：中国肿瘤登记年报、民族证券

注射用甲磺酸酚妥拉明：

由于降压作用迅速，常用于嗜铬细胞瘤的诊断性试验、抢救高血压危象、术中控制血压等。国内有复旦复华、海南普利制药、湘北威尔曼制药三家企业获得生产批件。

心脑舒通片：

活血化瘀、舒利血脉；用于胸痹心痛及缺血性中风恢复期、半身不遂等症。国内两家企业复旦复华、吉林敖东洮南药业具备生产批件。

雷公藤多甙片：

祛风解毒、除湿消肿、舒筋通络。有抗炎及抑制细胞免疫和体液免疫等作用。用于风湿热痹，毒邪阻滞所致的类风湿性关节炎，肾病综合征，白塞氏三联症，麻风反应，自身免疫性肝炎等。国内 5 家企业具备生产批件。

三、“软件产业”受日元贬值影响，13年出现下滑

2013年1-11月，我国软件产业出口持续低迷，实现出口额371亿美元，同比增长13.7%。外包服务出口81.8亿美元，同比增长17.6%，增速低于1-10月和去年同期0.6和21.7个百分点。从中国软件外包行业发展来看，低端软件外包竞争壁垒较低，参与者众多，市场面临洗牌；高端软件外包市场受市场进入门槛和客户严格要求，竞争壁垒较高，竞争尚不充分。随着国家大力推动软件外包产业发展，将出现行业龙头企业，高端软件外包企业将赢得快速发展的先机。

上海中和软件有限公司是复旦复华较早成立的的主干企业，成立于1991年4月。在证券、保险、物流、企业管理领域具有丰富的软件开发经验，目前拥有软件开发和服务的技术队伍1300余名，在日本东京设有支社，常驻日本的有近100名员工。

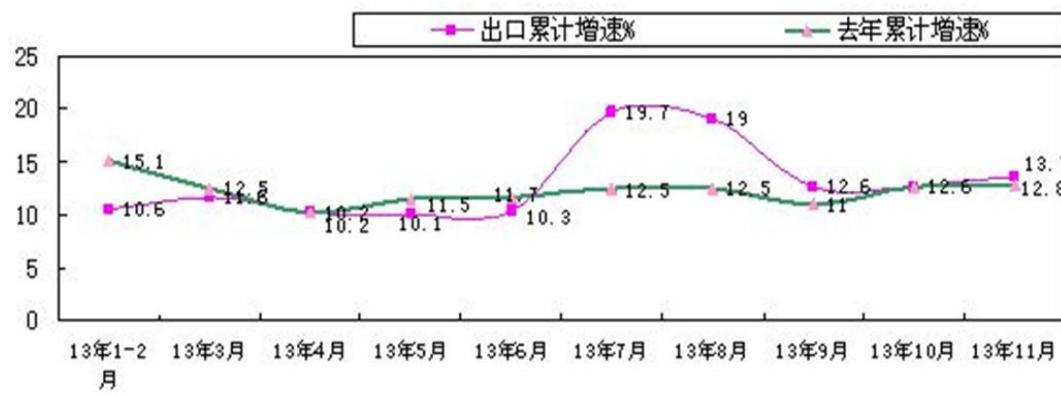
公司是上海重要的对日软件出口平台，在中国软件出口企业中连续多年排名前10位。2009年国际金融危机后，全球主要市场的总体需求处于萎缩状态，影响公司软件外包业务的增长。2013年由于日元大幅度贬值，上半年的软件业务出现下滑。公司正在调整日本、欧美及内地客户比重，使其更适合企业未来发展的需要。

图7：公司软件产业收入及增速



数据来源：公司年报、民族证券

图8：2013年1~11月份我国软件出口增长情况



数据来源：工信部、民族证券

四、“园区产业”提供远期回报

公司从事高新技术园区建设及相关房产开发，在嘉定拥有国内首家由企业创办的高新技术园区——国家级上海复华高新技术园区，区位优越，配套设施完善，园区引进的企业质量、单位面积效益在区域内居于前列，园区配套住宅成为当地一流品质的大型住宅社区，在嘉定区域内树立了良好的品牌形象。2010年，公司启动江苏海门跨区域园区开发项目，为长三角区域高新企业提供产业平台，园区内配套住宅建设，具有良好的回报前景。

公司目前持续性投入的项目有两个：江苏复华药业海门生产基地和江苏海门跨区域园区建设，后续投入将超过3.3亿元。

表3：2013年上半年非募集资金项目进展情况

项目名称	项目金额	项目进度	2013年上半年投入金额（万元）	累计实际投入金额（万元）
江苏复旦复华药业有限公司	33930.70	土地施工进入收尾阶段，已在进行设备订货	4221.87	7980.85
复旦复华高新技术园区（海门）发展有限公司	8000.00	开始产业基地道路围墙的建设	117.26	481.81
园区配套项目	19100.00	进行前期规划工作	19072.32	19072.32
合计	61030.70		23411.45	27534.98

资料来源：公司2013年半年报

五、定增方案引入投资类股东，财务状况明显改善

2014年2月10日，公司定增方案获得证监会批准，计划非公开发行不超过6,000万股新股，复旦控股认购不超过1,500万股（含1,500万股），上科科技认购不超过4,500万股（含4,500万股）。定增价格7.16元，募集资金4.29亿元，用于增加公司运营资金，降低公司资产负债率。

图9：定增发行后公司股权结构



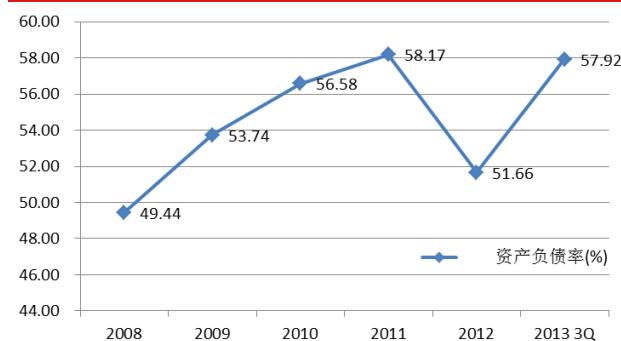
数据来源：公司公告、民族证券

发行对象基本情况：

- 上海复旦科技产业控股有限公司：实际控制人为上海国资委。主要从事投资与资产管理。旗下的高科技企业在物联网关键技术、智能电网技术、数字医疗技术、铁路通信技术上均处于国内领先地位，部分技术和产业化能力处于国际领先地位。同时，复旦控股还与复旦大学、同济大学等高校拥有良好的合作关系，构建了多个产学研一体化平台，拥有较广泛的政府资源。
- 上海上科科技投资有限公司：主要从事投资业务，在产业投资方面有丰富的经营。

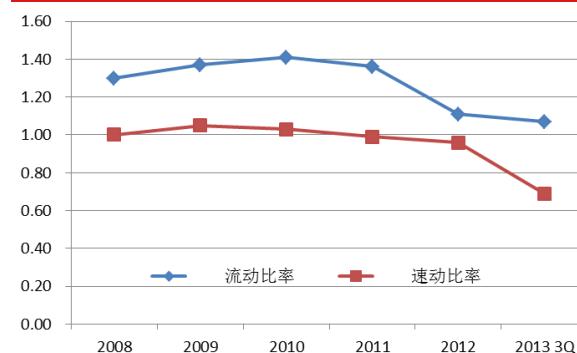
公司 2013 年三季度末公司资产负债率为 57.92%，获得募集资金后预计降低至 45%。节省财务费用 2577.6 万元（按 6% 短期贷款利率），占公司 2012 年净利润的 91.84%。

图 10：公司资产负债率历史情况



资料来源：民族证券

图 11：公司流动比率和速动比率变化



资料来源：民族证券

六、盈利预测与估值

复旦复华在制药行业、软件行业、科技园业务方面都已经打下了深厚的基础，未来 3 项主业都有望维持稳定增长。

虽然背靠复旦大学，但以往由于公司缺乏产业投资经验，背靠大树复旦复华却一直没有能发挥出应有的产业整合优势。本次通过定向增发引入上科科技作为股东后，不单降低了财务费用，且由于上科科技在产业投资方面有丰富的经验，我们估测复旦复华在增发资金的支持下，未来会利用背靠复旦大学的优势在产业投资方面有更积极的部署，公司业绩也有望在积极的资本运作中提升。

预测公司 2013 至 2015 年营业收入分别为 9.5 亿元、11.2 亿元、14.8 亿元，归属上市公司净利润分别为 0.36 亿元、1.23 亿元、2.02 亿元，摊薄后每股收益分别为 0.09 元、0.3 元、0.54 元，建议逢低买入。

财务预测

资产负债表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	664.24	898.97	447.76	1190.66
现金	389.15	9.80	17.23	14.70
应收账款	99.87	172.74	154.40	254.52
其它应收款	48.25	230.20	103.94	313.73
预付账款	30.83	64.35	37.85	83.21
存货	96.14	421.88	134.35	524.51
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产	613.06	853.04	1017.26	1181.07
长期投资	339.79	324.39	309.00	293.61
固定资产	185.01	447.76	630.10	812.04
无形资产	66.46	68.64	65.90	63.17
其他	21.80	12.25	12.25	12.25
资产总计	1277.31	1752.02	1465.02	2371.73
流动负债	591.61	1014.83	142.96	798.35
短期借款	471.10	748.24	0.00	479.74
应付账款	120.51	266.60	142.96	318.61
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动负债	49.76	49.76	49.76	49.76
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	49.76	49.76	49.76	49.76
负债合计	641.36	1064.59	192.72	848.11
少数股东权益	56.84	64.10	88.85	129.58
股本	345.16	345.16	405.16	405.16
资本公积金	90.87	90.87	459.87	459.87
留存收益	143.08	179.20	302.23	504.72
归属母公司股东权益	579.10	615.22	1167.25	1369.75
负债和股东权益	1277.31	1743.92	1448.82	2347.43
现金流量表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流	224.18	-349.30	546.18	-269.95
净利润	10.90	43.38	147.78	243.23
折旧摊销	28.43	37.47	33.23	33.64
财务费用	29.29	26.02	18.34	11.15
投资损失	0.85	0.00	0.00	0.00
营运资金变动	263.77	-469.12	333.04	-572.72
其它	-109.05	12.95	13.78	14.76
投资活动现金流	-53.45	-280.00	-200.00	-200.00
资本支出	0.00	-280.00	-200.00	-200.00
长期投资	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-53.45	0.00	0.00	0.00
筹资活动现金流	-198.81	249.95	-338.75	467.42
短期借款	277.14	-748.24	479.74	-479.74
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	60.00	0.00	-405.16
资本公积增加	0.00	369.00	0.00	-459.87
其他	-475.95	569.19	-818.50	1812.19
现金净增加额	-28.08	-379.35	7.43	-2.53

数据来源: 贝格数据, 民族证券

利润表				
单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	867.24	979.98	1175.97	1469.97
营业成本	589.36	773.20	830.24	983.41
营业税金及附加	4.78	5.40	6.48	8.10
营业费用	104.01	35.28	42.34	52.92
管理费用	91.68	78.40	94.08	117.60
财务费用	29.29	26.02	18.34	11.15
资产减值损失	10.65	10.65	10.65	10.65
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	21.60	0.00	0.00	0.00
其它经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	59.07	51.04	173.85	286.15
营业外收支	-12.69	0.00	0.00	0.00
利润总额	46.38	51.04	173.85	286.15
所得税	12.66	7.66	26.08	42.92
净利润	33.71	43.38	147.78	243.23
少数股东损益	5.65	7.26	24.75	40.73
归属母公司净利润	28.07	36.12	123.03	202.49
EBITDA	102.27	115.69	226.60	332.11
EPS (元)	0.08	0.10	0.30	0.50
主要财务比率				
	2012	2013E	2014E	2015E
成长能力				
营业收入	18.63%	13.00%	20.00%	25.00%
营业利润	11.54%	-13.59%	240.65%	64.59%
归属母公司净利润	17.61%	28.68%	240.65%	64.59%
获利能力				
毛利率	32.04%	21.10%	29.40%	33.10%
净利率	3.89%	4.43%	12.57%	16.55%
ROE	4.85%	5.87%	10.54%	14.78%
ROIC	8.22%	9.15%	11.51%	20.29%
偿债能力				
资产负债率	50.21%	60.76%	13.15%	35.76%
净负债比率	13.23%	109.03%	-1.20%	31.16%
流动比率	1.12	0.89	3.13	1.49
速动比率	0.96	0.47	2.19	0.83
营运能力				
总资产周转率	0.68	0.56	0.80	0.62
应收帐款周转率	8.68	5.67	7.62	5.78
存货周转率	6.13	1.83	6.18	1.87
每股指标(元)				
每股收益	0.08	0.10	0.30	0.50
每股经营现金	0.65	-1.01	1.35	-0.67
每股净资产	1.68	1.78	2.88	3.38
估值比率				
P/E	107.48	83.53	28.78	17.49
P/B	5.21	4.90	3.03	2.59
EV/EBITDA	30.94	33.10	15.99	12.50

分析师简介

纪钢，美国普度大学工商管理硕士，南开大学学士。先后在强生制药，国金证券工作过，有丰富的医药行业，投资分析经验。

联系人简介

张树声，大连医科大学临床医学专业学士，美国伊利诺斯州立大学、美国洛克菲勒大学分子生物学博士后。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明：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，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告；本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点；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受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	
行业投资评级	看好	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	看淡	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	买入	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	增持	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	减持	未来6个月内股价相对弱于沪深300指数10%以上

免责声明

中国民族证券有限责任公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格（业务许可证编号：Z10011000）。

本报告仅供中国民族证券有限责任公司（以下简称“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客户。若本报告的接收人非本公司客户或为本公司普通个人投资者，应在基于本报告作出任何投资决定前请求注册证券投资顾问对报告内容进行充分解读，并提供相关投资建议服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。本公司及其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。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动，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。

本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何形式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

特别说明

本公司在知晓范围内履行披露义务，客户可登录本公司网站 www.e5618.com 信息披露栏查询公司静默期安排。

地址：北京市朝阳区北四环中路 27 号盈科大观 A 座 40 层(100101)