

复星医药 (600196.SH)

医药流通行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

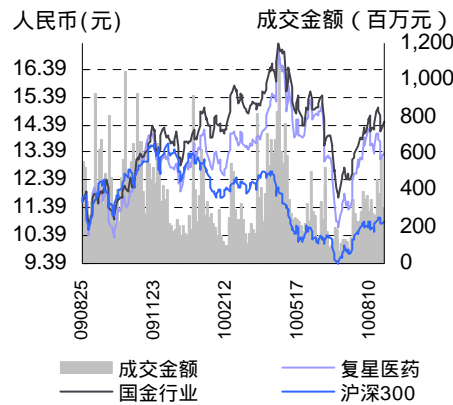
市价(人民币)：13.26元

## 医药资产经营稳健

长期竞争力评级：高于行业均值

## 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,110.63
总市值(百万元)	25,252.24
年内股价最高最低(元)	17.13/10.32
沪深 300 指数	2843.02
上证指数	2596.58



## 相关报告

1. 《内部整合成效显著,研发投入渐近收获》, 2010.3.12

**李龙俊** 分析师 SAC 执业编号: S1130210080003  
(8621)61038315  
lilj@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号: S1130208070242  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号: S1130210050004  
(8621)61038219  
lijing@gjzq.com.cn

## 公司基本情况(人民币)

项目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.558	2.018	0.529	0.696	0.899
每股净资产(元)	3.24	5.23	5.92	6.19	7.44
每股经营性现金流(元)	0.19	0.21	0.12	0.34	0.49
市盈率(倍)	19.01	9.70	39.14	29.77	23.06
行业优化市盈率(倍)	40.45	71.20	71.20	71.20	71.20
净利润增长率(%)	10.40%	261.61%	-59.65%	31.47%	29.11%
净资产收益率(%)	17.23%	38.57%	13.76%	17.29%	18.57%
总股本(百万股)	1,237.77	1,237.77	1,904.39	1,904.39	1,904.39

来源：公司年报、国金证券研究所

## 业绩简评

■ 今年上半年，公司实现主营业务收入 21.69 亿元，较去年同期增长 23.71%；实现营业利润 7.73 亿元和归属于上市公司股东的净利润 5.52 亿元，分别较去年同期增长 106.79%和 60.75%。实现每股收益 0.44 元。

## 经营分析

- **资产处置贡献大额非经常损益**：上半年公司非流动资产处置等非经常性损益项目共产生 2.95 亿净利润，其中转让复地股权获得约 2.2 亿元收益；扣除非经常性损益影响，公司上半年净利润为 2.57 亿元，较去年同期增长 2%。增长较慢的主要原因是，国控上市后公司的持股比例稀释至 34%左右，导致国控的业绩贡献较去年略有下降。
- **医药资产经营稳健**：上半年国控收入同比增长 35.52%，净利润同比增长 27.16%，公司按持股比例分享国控的净利润为 1.98 亿元；上半年工业板块收入同比增长 31.08%，估计贡献利润略超 1 亿，较去年同期增长 20%左右；同时，我们预计工业板块全年有望贡献利润接近 2.5 亿元。
- **工业板块继续整合挖潜**：工业板块确立“江苏万邦”和“重庆药友”两个核心平台，新收购的邯郸制药和四川合信已分别整合进入上述两个平台；医药产业发展公司计划将新建一个 GSP 公司，从集团层面整合营销资源；同时，“江苏万邦”和“重庆药友”两个核心平台已经分别建有 GSP 公司，为内部整合提供支持。

## 投资建议

- 我们认为，公司的合理价值为 313.8 亿元，折合每股 16.48 元，维持“买入”评级。
- 对于国药控股的价值评估，我们采用港股收盘价 29.2 港元；“江苏万邦”和“重庆药友”作为公司的整合平台，我们给予 2010 年业绩 30 倍的估值水平；其他的资产，我们或采用相关板块估值的下限水平，或直接使用公司对这些企业的投资额来计算公司拥有的股权价值（即 PB=1）

## 医药资产经营平稳，资产处置利润贡献大

- 今年上半年，公司实现主营业务收入 21.69 亿元，较去年同期增长 23.71%；实现营业利润 7.73 亿元和归属于上市公司股东的净利润 5.52 亿元，分别较去年同期增长 106.79%和 60.75%。实现每股收益 0.44 元。
  - 上半年公司非流动资产处置等非经常性损益项目共产生 2.95 亿净利润，其中转让复地股份（2337.HK）9.56%的股权获得约 2.2 亿元收益。
  - 扣除非经常性损益影响，公司上半年实现归属于母公司净利润为 2.57 亿元，较去年同期增长 2%。增长较慢的主要原因是，国控香港上市后公司的持股比例稀释至 34%左右，导致国控的业绩贡献较去年略有下降。
  - 今年上半年，国药控股销售收入增长 35.52%，归属于股东净利润为 6.29 亿元，较去年同期增长 27.16%；公司按持股比例分享国药控股的净利润为 1.98 亿元。
- 公司上半年工业板块实现营业收入 13.78 亿元，较去年同期增长 31.08%；我们预计工业板块贡献利润略超 1 亿元，较去年同期增长 20%左右。
  - 今年上半年药品制造核心企业重庆药友、江苏万邦及湖北新生源整体实现营业收入 11.54 亿元、净利润 1.01 亿元，分别较去年同期增长 34.60%和 28.08%。
  - 其中，重庆药友、江苏万邦和湖北新生源今年上半年的净利润分别为 3953 万、2163 万和 3992 万。
  - 今年上半年公司进一步加大了对优秀制药企业的投资收购，成功收购四川合信和承德颈复康等企业。
- 我们预计今年公司工业板块的利润贡献有望接近 2.5 亿元，其中重庆药友全年利润有望突破亿元，江苏万邦预计实现利润 8000-9000 万，新生源预计实现利润 7000 万左右。

## 价值评估：

### 国控股权价值 196.6 亿元

- 国药控股是我国最大的医药流通企业，并在“区位、管理和规模”这三个医药商业的关键竞争要素中占据优势地位。在国内医药商业集中度不断提升的趋势下，以及国内医药产业蓬勃发展的背景下，我们对国药控股的持续快速发展持乐观态度。未来国药控股的市值也将随着业绩的提升而不断增长，复星医药持有的国控股权也将不断增值。
- 公司间接持有国控 7.7 亿股，目前国控的收盘价为 29.2 港元。公司持有国控的股权价值为 224.84 亿港元，即 196.6 亿人民币。

### PE 类资产价值 89.14 亿元

- “江苏万邦”和“重庆药友”是公司进行产业整合的核心平台，公司的研发资源、投资并购等方面都会向这两个平台倾斜。因此，我们认为，在公司自身发展以及资产并购注入的推动下，两个平台均将保持较快的增长速度。两家公司的合理价值为对应 2010 年业绩的 30 倍 PE。

图1：江苏万邦和重庆药友的股权价值估计

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润 (万元)	10年净利润预测 (万元)	对应于10年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
江苏万邦生化	95%	4463	5996	8500	30 PE	25.50	24.28
重庆药友	51%	3288	5601	10500	30 PE	31.50	16.07

来源：国金证券研究所

- 根据 WIND 的数据显示，目前医药板块对应 2009 年业绩的估值中枢已经超过 50 倍 PE。我们按照 2009 年业绩 30 倍 PE 来估计公司的部分医药类资产：

图2：医药资产 PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润 (万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
苏州莱士输血	40%	45	20	35 PE	0.07	0.03
桂林制药	90%	2855	4055	30 PE	12.17	10.95
广西花红药业	47%	1781	1751	30 PE	5.25	2.45
上海药房股份	27%	570	550	30 PE	1.65	0.45
上海联华复星药房	50%	102	130	30 PE	0.39	0.20
北京永安复星医药	46%	448	179	30 PE	0.54	0.25
北京金象复星	20%	1256	1602	30 PE	4.81	0.96
湖南时代阳光药业	30%	2971	3124	30 PE	9.37	2.81
山东金城医药化工	20%	5465	8163	30 PE	24.49	4.90
湖北新生源	51%	6600	5625	25 PE	14.06	7.17
天津药业	25%				60.00	15.00
合计						45.16

来源：国金证券研究所

- 非医药资产的估值我们也采用了保守的算法：

图3：非医药资产 PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预 测(万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
汇鑫生物浆纸	30%	9353	5405	20	10.81	3.24
浙江强龙椅业	20%	280	764	25	1.91	0.38
合计						3.63

来源：国金证券研究所

### PB 类资产价值 22.62 亿元

- 公司控股或参股复星朝晖、重庆医工院等众多医药企业，以及永安财产保险、上海创新科技等众多非医药企业。我们按照公司对各个企业的投资额来计算公司拥有的各个企业的股权价值，即我们用非常保守的 PB 估值方法 (PB=1) 来衡量公司持有的这些资产的价值。对于绝大多数旗下资产而言，PB=1 是非常低的估值水平。

图表4：部分投资项目按照投资额测算价值

公司	复星持股比例	复星投资额（万元）	公司	复星持股比例	复星投资额（万元）
医药类资产					
重庆医工院	57%	3129	复星佰珞	75%	612
复星朝晖	100%	10262	浙江复星	69%	2816
复星医学科技	100%	9991	复星普适	80%	1360
复星药业	97%	9403	苏州奇天	67%	298
复星长征	100%	4427	四川诺亚医疗	100%	100
重庆康乐	92%	2227	美国普适	100%	1000
复星大药房	100%	51730	湖南凤凰江山	100%	800
淮阴医疗器械	100%	1015	重庆科美药友	50%	302
输血技术	54%	2864	复星生物研究院	100%	50148
复星医疗系统	100%	452	杭州迪安医疗		3214
承德颈复康	25%	12000	上海汇星医院		2001
非医药类资产					
上海创新科技	100%	5176	安吉创新	100%	2000
台州定向反光材料	50%	5158	上海东富龙科技		4000
永安财产保险		14104	临海海宏集团		2700
河南佰利联化学		5300	湖州老娘舅餐饮	20%	5769
			青岛亨达	15%	11853
复星投资额总计			<b>22.62亿元</b>		

来源：国金证券研究所

#### 持有上市公司股权价值 12.78 亿元

- 公司半年报披露，共持有湖南汉森、同济堂等上市公司股权价值合计为 12.78 亿元

#### 投资建议：

公司合理价值为 313.8 亿元，即每股价值 16.48 元，维持“买入”建议

- 我们从资产重估的角度衡量公司的合理价值，重构了复星医药母公司的资产负债表，得到公司权益的合理价值为 313.78 亿元。

**图表5：公司资产负债表重构**

	资产负债表项目	(亿元)
	旗下公司及股权投资价值重估	321.14
	包括：	
	PE估值下医药资产价值	282.11
	PE估值下非医药资产价值	3.63
	PB估值下投资项目价值	22.62
	持有上市公司股权价值	12.78
+	流动资产	19.03
+	固定资产（扣除长期股权投资）	0.24
-	负债	26.63
=	复星医药总市值（亿元）	313.78

来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司的合理价值为 313.8 亿元，折合每股 16.48 元，维持“买入”评级。
  - 对于国药控股的价值评估，我们采用港股收盘价 29.2 港元。公司持有国控的股权价值为 224.84 亿港元，即 196.6 亿人民币。
  - “江苏万邦”和“重庆药友”作为公司的整合平台，在资源方面得到集团的支持，未来的发展前景比较乐观。我们给予公司 2010 年业绩 30 倍的估值水平。
  - 其他的资产，我们或者采用相关板块估值的下限水平，或者直接使用公司对这些企业的投资额来计算公司拥有的股权价值（即 PB=1）

### 市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	0	0	0	0	2
买入	0	0	0	0	6
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	0	0	0	1.75

来源：朝阳永续

### 历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2010-03-12	买入	13.56	30.71 ~ 30.71

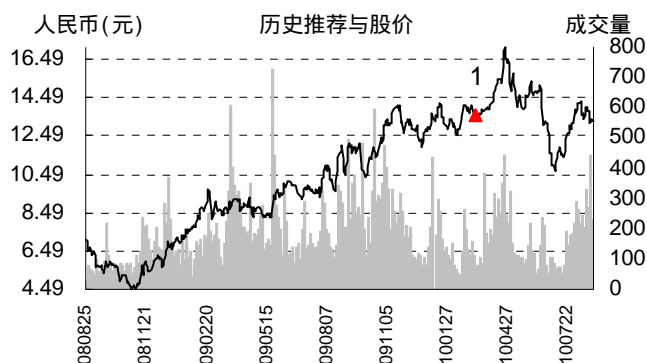
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有  
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



### 长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

### 优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

### 投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；  
 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；  
 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；  
 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；  
 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

**特别声明：**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方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，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦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任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。国金证券及其关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

**上海**

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹  
国际大厦 7 楼**北京**

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号  
投资广场 B 座 4 层**深圳**

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号  
金中环商务大厦 2805 室