

2010年9月13日

黎瑩
Ying-li@e-capital.com.cn
目標價(元) 18.00

公司基本資訊

產業別	醫藥		
A 股價 (10/09/09)	14.13		
上證綜合指數 (10/09/09)	2656.35		
股價 12 個月高/低	17.13/10.31		
總發行股數 (百萬)	1904.39		
A 股數 (百萬)	1110.63		
A 市值 (億元)	156.93		
主要股東	上海復星高科技 (集團) 有限公司 (48.05%)		
每股淨值 (元)	5.984		
股價/帳面淨值	2.36		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌 (%)	-0.98	-4.78	18.05

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-9-8	14.13	買入

產品組合

藥品製造	62.8%
藥品銷售	24.5%
醫療器械及服務	8.0%
其他	3.6%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	31.75%
一般法人	14.80%
保險	4.54%
券商集合理財	0.62%

股價相對大盤走勢



復星醫藥(600196.SH)

Buy 買入

內增外延並舉，工業、商業、投資並進

結論與建議：

- **快速發展的大型專業醫藥產業集團：**復星醫藥是一家主要從事醫藥實業投資的上市公司，旗下業務主要分為五大板塊，以藥品研發製造為核心，並在醫藥流通，醫療器械和醫學診斷等領域擁有領先規模和市場地位，經過多年發展，銷售規模從 98 年的 3.4 億元發展到 09 年的 38.7 億元 (CAGR+ 24.7%)；淨利潤從 0.62 億元增長到 24.98 億元 (CAGR+ 39.9%)。
- **醫藥工業核心企業增長快速：**公司醫藥工業核心企業為重慶藥友，江蘇萬邦和湖北新生源，2010H1 整體實現營收 11.54 億元 (YOY+34.60%)，淨利潤實現 1.01 億元 (YOY+28.08%)。在公司資源整合並購的推動下，增速將延續，醫藥工業有望保持 30% 的增速。
- **國藥控股持續豐厚的投資回報：**國藥控股作為國內最大的全國性醫藥商業企業，未來發展潛力巨大。在醫改背景下，醫藥流通行業整合加速，集中度提高，公司將明顯受益。2010H1 國藥控股實現淨利潤 6.29 億元 (YOY+27.33%)，可貢獻利潤 1.98 億元，預計 01、11 年分別實現淨利潤 12.7 億元、15.9 億元，可貢獻利潤 4.32 億元、5.44 億元。
- **多家上市公司股權未來收益是看點：**今年上半年將持有的復地 (集團) 股份有限公司 9.56% 股權 (2.4 億股) 轉讓出售，獲得了 3.24 億元的收益，對利潤總額貢獻占比為 41.15%；公司參股的濱化股份和湖南漢森上半年已經上市，公司 PE 投資的價值正在逐步實現。目前還有十餘家公司參股的企業具備潛在上市資格，存在巨大的增值潛力，再有公司下半年或有股權出售帶來的收益，或有超預期表現。
- **盈利預測：**我們盈利預計 10、11 年公司實現淨利潤 13.05 億元 (YOY-47.76%) / 14.85 億元 (YOY+13.79%)，EPS 分別為 0.69 元 / 0.78 元。其中扣除股權投資處置收益後 10、11 年實現淨利潤 7.78 (YOY+24.28%) 億元 / 9.77 (YOY+25.58%) 億元，EPS 貢獻分別為 0.409 元 / 0.514 元 (以 2011 PE 28X 計算)；股權投資處置 10、11 年實現淨利潤 3.46 億元 / 4.33 億元，EPS 貢獻分別為 0.28 元 / 0.27 元 (以 2011 PE 15X 計算)，公司目標價為 18.00 元，給予“買入”的投資建議。

..... 接續下頁

年度截止 12 月 31 日		2007	2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	626	691	2498	1305	1485
同比增減	%	142.65%	10.40%	261.61%	-47.76%	13.79%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.33	0.36	1.31	0.69	0.78
同比增減	%	142.65%	10.40%	261.61%	-47.76%	13.79%
A 股市盈率 (P/E)	X	40	37	11	21	19
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	1.51%	1.51%	1.51%	1.51%	1.51%

公司概況

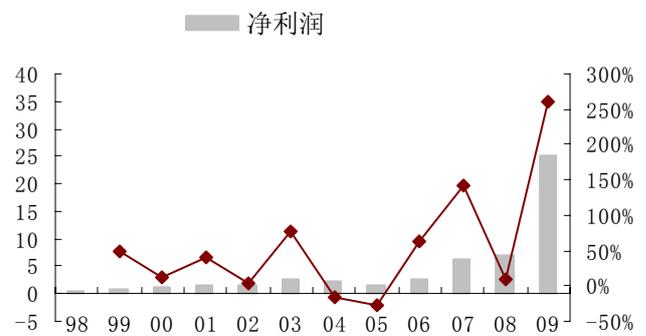
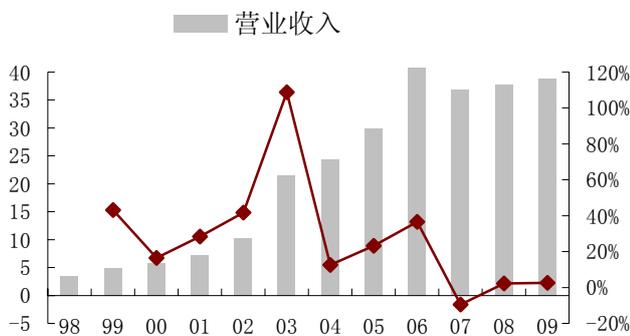
快速發展的大型專業醫藥產業集團

復星醫藥是一家主要從事醫藥實業投資的上市公司，旗下業務主要分為五大板塊，以藥品研發製造為核心，並在醫藥流通，醫療器械和醫學診斷等領域擁有領先規模和市場地位，經過多年發展，業務範圍基本涉及了醫藥行業的各個領域，形成了完整的產業鏈，銷售規模從 98 年的 3.4 億元發展到 09 年的 38.7 億元，年均複合增長率 24.7%；同期淨利潤從 0.62 億元增長到 24.98 億元，年均複合增長率 39.9%。

從公司主營業務來看，醫藥工業為公司主要營收和利潤來源，分別占比為 62.8%，79.1%；公司醫藥流通營收和營業利潤占比分別為 24.5%，6.4%，包括複美大藥房，北京金象和聯華復星三大富有競爭力的零售品牌。

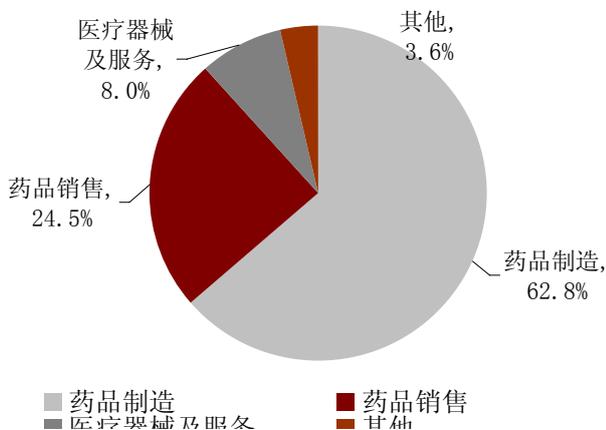
圖、公司營收和淨利潤成長情況

單位：億元/%

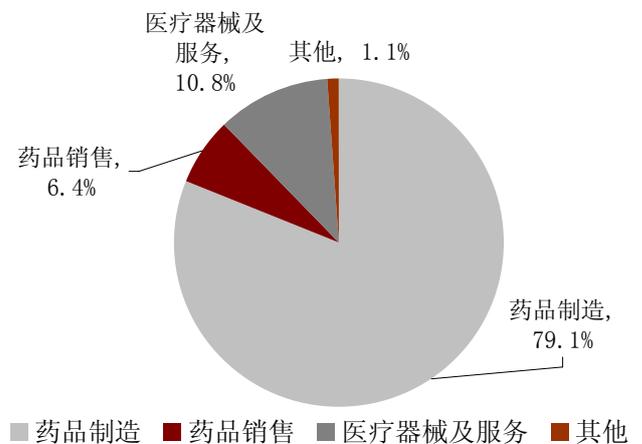


來源：公司資料，群益證券（2010/09）

圖、主營業務收入構成圖



圖、主營業務利潤構成圖



來源：公司資料，群益證券（2010/09）

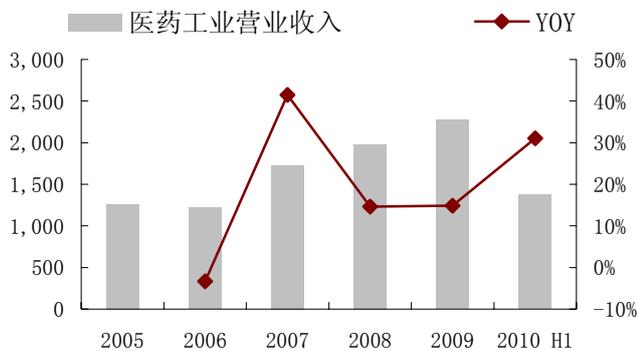
醫藥工業

整合並購加速工業發展，核心企業業績大幅增長

公司醫藥工業業務在經歷一系列的收購兼併後，擁有了江蘇萬邦、重慶藥友、湖北新生源、桂林制藥、廣西花紅等一批優質醫藥製造企業，專注於抗瘧疾、婦科消炎藥、肝病治療藥、糖尿病用藥四大治療領域，拳頭產品青蒿琥酯、阿托莫蘭、胰島素和花紅片等在各藥品細分市場保持領先地位，逐步成為公司核心業務板塊。醫藥工業發展迅速，所占比重逐年上升，2010H1 實現營收 13.78 億元（YOY +31.08%），營收占比 62.8%，主營利潤實現 5.83 億元，占比 79.1%，醫藥工業成為公司利潤的主要貢獻力量，貢獻了絕大部分主營利潤。

醫藥工業核心企業為重慶藥友，江蘇萬邦和湖北新生源，整體實現營收 11.54 億元（YOY+34.60%），淨利潤實現 1.01 億元（YOY+28.08%）。

圖、醫藥工業營業收入構成圖



圖、醫藥工業營業利潤構成圖



來源：公司資料，群益證券（2010/09）

表：公司醫藥工業主要控股企業

單位：百萬元/%

公司名稱	持股比例	2009 淨利潤	2010H1 淨利潤	主要產品或服務	主導產品
重慶藥友制藥	51.00%	56.01	39.53	肝病類、維生素類、消炎鎮痛類藥物	阿托莫蘭、穀氨醯胺、炎琥寧、V 佳林
江蘇萬邦	95.20%	59.96	21.63	生化藥品的研製、開發、生產和銷售等	胰島素
桂林制藥	89.87%	40.55	9.04	抗寄生蟲類、維生素類、心血管類等原料藥及製劑等	青蒿琥酯、鹽酸左旋咪唑片
湖北新生源	51.00%	56.25	39.92	氨基酸產品、生物製品、化工產品、原料藥生產	氨基酸

來源：公司資料，群益證券（2010/09）

江蘇萬邦

萬邦醫藥是一家集團化的大型醫藥公司，是國內最大的胰島素生產基地，生化胰島素的市場佔有率超過 80%。旗下有上海凱茂（上海克隆和西班牙 CHEMO 合資）、徐州萬邦金橋（香港合資）、河北萬邦複臨（原上海臨西）和江蘇萬邦醫藥行銷 4 家控股子公司。

江蘇萬邦和重慶藥友為復星醫藥兩個核心平臺，公司力圖通過此平臺整合集團下醫藥工業資源，實現工業板塊的加速發展。

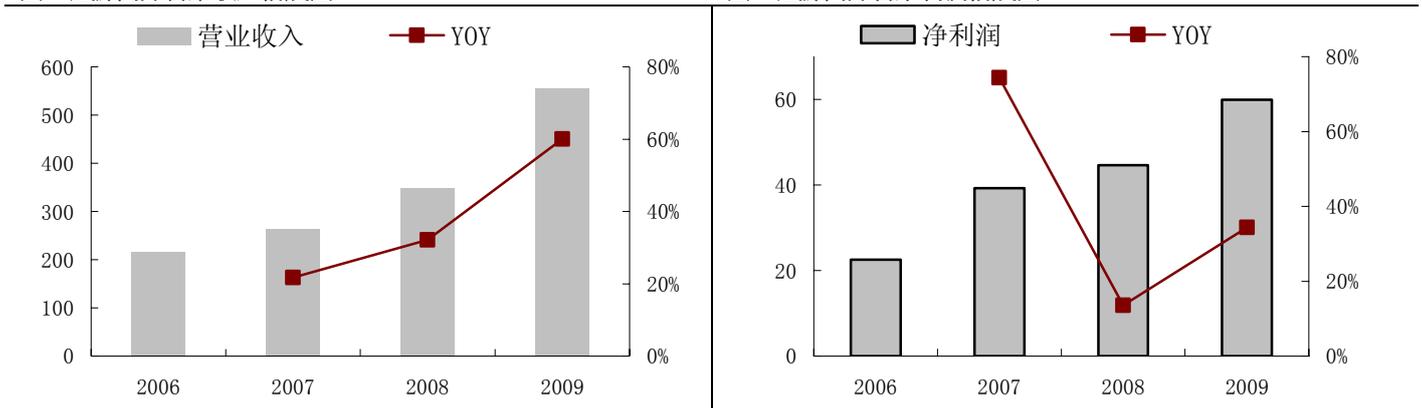
江蘇萬邦 2008 年完成上海克隆的整合，2009 年完成對上海臨西的整合，均取得顯著的效果，2009 年營收為 5.56 億元 (YOY+60.1%)，較 2008 年 32.2% 的增速明顯提高。

公司原有產品主要集中在降糖藥和心血管用藥，包括胰島素系列，口服降糖系列，肝素鈉系列，環磷腺苷葡胺系列等。通過整合原上海克隆和臨西兩家企業後，產品線延伸至腫瘤用藥和 OTC。

公司糖尿病藥品綜合市場佔有率列內資企業第一位，主要產品胰島素、萬蘇平（格列美脲片）、心先安（環磷腺苷系列）產品國內銷量第一；複方蘆薈膠囊、安坤顆粒系國內獨家經營品種；怡寶（EPO）、邦坦（替米沙坦）、肝素鈉等產品國內市場佔有率前三名。2010 H1 實現淨利潤 0.22 億元，在整合並購的推動下，公司有望 2010 年淨利潤超過 0.5 億元，延續上半年的增長態勢。

圖、江蘇萬邦營業收入構成圖

圖、江蘇萬邦營業利潤構成圖



來源：公司資料，群益證券（2010/09）

單位：(百萬/%)

表：江蘇萬邦控股公司主要產品

企業名稱	主要產品	適應症
上海凱茂	克隆伽瑪（注射用重組干擾素 γ ）	類風濕性關節炎，肝纖維化
	克隆怡寶（注射用重組人紅細胞生成素）、	腎功能不全所致貧血，包括慢性腎功能衰竭進行血液透析、腹膜透析治療和非透析病人
	思凱通（注射用重組鏈激酶）	急性心肌梗塞等血栓性疾病
	怡羅澤（注射用培美曲塞二鈉）	聯合順鉑用於治療無法手術的惡性胸膜間皮瘤。單藥用於非小細胞肺癌的 II 線治療
徐州萬邦金橋	胰島素	降糖
	環磷腺苷、格列美脲、那格列奈	心血管病
河北萬邦復臨	複方蘆薈膠囊	清肝瀉熱、潤腸通便、寧心安神
江蘇萬邦醫藥行銷	醫藥銷售	

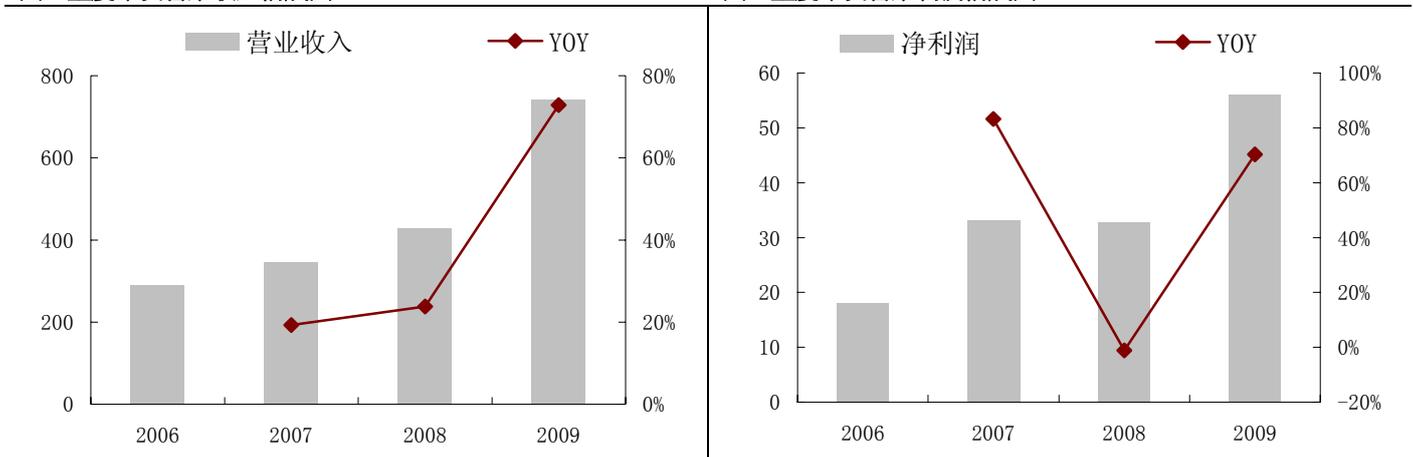
來源：公司資料，群益證券（2010/09）

重慶藥友

重慶藥友也是復星醫藥旗下的核心企業，2009年重慶凱林100%的股權轉讓至重慶藥友，2010年由成功收購四川合信，目前公司擁有四川合信，凱林制藥，凱興制藥，海斯曼4家主要控股子公司。公司成為集藥物製劑、API的研發、生產、銷售於一體的集團化制藥企業，擁有公司主要產品包括阿拓莫蘭（還原型谷胱甘肽）、沙多力卡（注射用炎琥寧）、V佳林（注射用水溶性維生素）、立慶（阿法骨化醇片）等。其中，阿拓莫蘭是公司拳頭產品，2009年銷售收入超過3億元，今年有望過5億元。2009年公司營收超過7億元，淨利潤為0.56億元，2010H1淨利潤實現0.40億元，在整合並購的推動下，公司有望2010年淨利潤超過1億元，延續上半年的增長態勢。

圖、重慶藥友營業收入構成圖

圖、重慶藥友營業利潤構成圖



來源：公司資料，群益證券（2010/09）

單位：(百萬/%)

表：重慶藥友控股子公司及主要產品情況

重慶藥友	持股比例	主要產品及服務
四川合信	100%	抗感染
凱林制藥	100%	重慶凱林原料藥部分
凱興制藥	100%	重慶凱林製劑部分
海斯曼	100%	醫藥銷售
主要產品	通用名	適應症
沙多力卡	注射用炎琥寧	適用於病毒性肺炎和病毒性上呼吸道感染
阿拓莫蘭	還原型谷胱甘肽	放化療患者，各種低氧血症，病毒性、藥物毒性、酒精毒性及其他化學物質毒性引起的肝臟損害
V佳林	注射用水溶性維生素	用於水溶性維生素缺乏的預防和治療
立慶	阿法骨化醇片	因維生素D代謝異常的症狀，骨質疏鬆症

來源：公司資料，群益證券（2010/09）

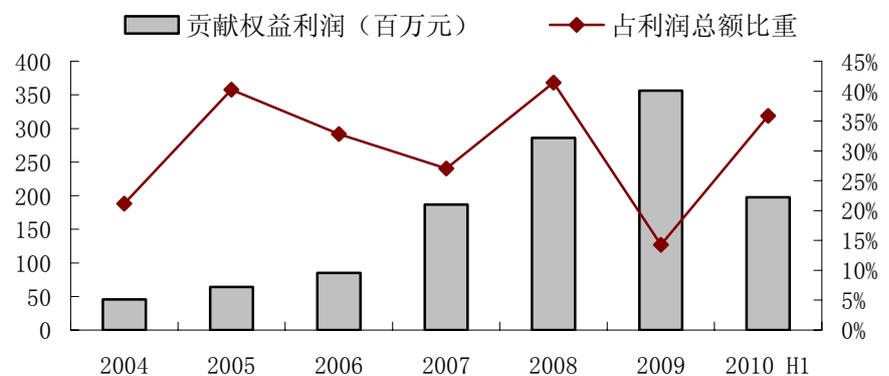
投資收益未來仍可保持快速穩定增長

- 投資國藥控股使公司獲得了豐厚的投資回報

公司成功投資國內最大的醫藥商業企業國藥控股，給公司帶來了豐厚的投資回報。2010H1 國藥控股實現淨利潤 6.29 億元 (YOY+27.33%)，可貢獻利潤 1.98 億元，預計 01、11 年分別實現淨利潤 12.7 億元、15.9 億元，可貢獻利潤 4.32 億元、5.44 億元。

國藥控股作為國內最大的全國性醫藥商業企業，未來發展潛力巨大。在醫改背景下，醫藥流通行業整合加速，集中度提高，公司將明顯受益，市場份額有望進一步擴大，由此帶來的規模優勢不容忽視。近兩年公司的運營品質不斷提升，費用控制能力逐步加強，隨著銷售規模的不斷擴大，管理出效益的成果將更為顯著。我們認為國藥控股在未來幾年仍能保持 30% 的增長速度，成為複星醫藥利潤增長的主要動力之一。

圖：國藥控股對公司利潤貢獻情況



來源：公司資料，群益證券 (2010/09)

➤ 擁有多家上市公司股權，收益豐厚

在過去數年中，公司不僅僅投資一些成長性較好的核心醫藥企業，在資本運作方面也取得了不俗的成績。

今年上半年將持有的複地（集團）股份有限公司 9.56% 股權（2.4 億股）轉讓出售，獲得了 3.24 億元的收益，對利潤總額貢獻占比為 41.15%；將持有的南京老山藥業股份有限公司 0.175 億股的股份轉讓出售，獲得了 0.199 億元的收益。公司目前還持有多家上市公司可出售股票，公司表示未來仍會以合適的價格在二級市場上出售股票而獲利。

此外，下屬的化工醫藥投資公司專門發掘具有上市潛力的優質公司進行投資，公司表示一般投資期限為 3-5 年，在其上市後公司通過出售股權而獲利。公司參股的濱化股份和湖南漢森上半年已經上市，公司 PE 投資的價值正在逐步實現。據瞭解，複星醫藥參股的企業中，仍有多達十餘家企業具備潛在上市資格，包括湖州定向、時代陽光、湖北老娘舅、杭州迪安、安徽山河藥用輔料等等，存在巨大的增值潛力。

表：公司持有股權的上市公司情況

證券代碼	證券簡稱	最初投資成本 (萬)	股權比例	持股數量 (萬)	股價 (元)	市值 (億)	解禁時間
600285	羚銳股份	219.34	1.04%	209	13	0.27	
2099	海翔藥業	1,692.16	7.31%	903	25	2.26	
TCM	同濟堂	19,063.19	32.10%	835	24	2.00	
CHDX	美中互利	15,436.72	13.20%	197.03	90	1.77	
2348.HK	東瑞制藥	3,129.49	4.35%	3442	2.5	0.86	
SCR	先聲藥業	5,725.17	1.85%	203.5	65	1.32	
002273	水晶光電	1,865.12	21.66%	1433	36	5.16	
002412	漢森制藥	4,860.00	14.86%	1100	40	4.40	2013.5.27
601678	濱化股份	14,534.83	7.50%	3300	19	6.27	2011.2.23

來源：公司資料，群益證券（2010/09）

盈利預測

我們盈利預計 10、11 年公司實現淨利潤 13.05 億元 (YOY-47.76%) / 14.85 億元 (YOY+13.79%)，EPS 分別為 0.69 元 / 0.78 元。其中扣除股權投資處置收益後 10、11 年實現淨利潤 7.78 (YOY+24.28%) 億元 / 9.77 (YOY+25.58%) 億元，EPS 貢獻分別為 0.409 元 / 0.514 元 (以 2011 PE 28X 計算)；股權投資處置 10、11 年實現淨利潤 3.46 億元 / 4.33 億元，EPS 貢獻分別為 0.28 元 / 0.27 元 (以 2011 PE 15X 計算)，公司目標價為 18.00 元，給予“買入”的投資建議。

預期報酬 (Expected Return: ER) 為准，說明如下：

強力買入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；買入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	3,693	3,773	3,872	4,475	5,383
經營成本	2,694	2,712	2,611	3,006	3,559
主營業務利潤	999	1,061	1,262	1,469	1,825
銷售費用	485	496	637	738	888
管理費用	331	426	440	492	592
財務費用	122	141	124	157	188
營業利潤	737	808	3,212	1,507	1,677
補貼收入	23	38	61	60	60
稅前利潤	756	836	3,265	1,564	1,734
所得稅	66	75	66	104	143
少數股東損益	64	70	66	104	119
歸屬於母公司所有者的淨利潤	626	691	2,498	1,305	1,485

附二：合并資產負債表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	1,074	1,006	1,297	1584	1893
存貨	495	531	598	600	589
應收賬款	448	450	561	496	786
流動資產合計	2,517	2,417	3,307	3568	3201
長期股權投資	2,907	3,457	6,127	7542	5896
固定資產	1,139	1,144	1,253	1453	1360
無形資產及其他資產合計	210	200	210	200	200
資產總計	7,435	7,539	11,527	11250	8560
流動負債合計	2,218	1,755	2,498	2563	2563
長期負債合計	901	1,338	2,077	1023	1450
負債合計	3,119	3,093	4,575	3586	4013
少數股東權益	444	437	476	465	485
股東權益合計	3,872	4,009	6,477	6988	6588
負債及股東權益合計	7,435	7,539	11,527	11039	11086

附三：合并現金流量表

百萬元	2007	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	131	233	262	123	153
投資活動產生的現金流量淨額	-54	56	-398	-110	-140
籌資活動產生的現金流量淨額	143	-350	401	570	770
現金及現金等價物淨增加額	216	-65	264	583	783

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券，持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。