

## 买入

2015年3月3日

### 投资能力超预期兑现，保险集团战略持续深化

- 预计复星国际 NAV 将大幅提升：**我们认为复星集团在可预见范围内的 NAV 提升将非常明显，主要来源于三个方面：1、海南矿业成功上市带来的股权价值大幅增加；2、根据媒体报道，复星集团曾参与私有化的分众传媒（Focus Media）将可能在 A 股上市；3、其他投资组合价值的大幅提升，体现了其良好的投资能力。
- 以保险为核心的金融集团战略逐步深化：**1、将全资收购美国 MIG 保险公司，布局美国财险市场，获得 17 亿美元可投资资产；2、完成 Ironshore 的 20% 的股权收购，将成为 Ironshore 的第一大股东。对保险公司的投资提速，我们预计未来复星的保险资产占比将会大幅提升，形成以优质保险集团对接全球投资的格局。
- 融资成本逐步降低：**首要原因是在收购葡萄牙保险后，由于可投资资产的大幅增加，未来新增海外投资项目将大部分由保险集团出资。次要原因是目前的货币宽松趋势不改：我们预计若人民银行每降低 0.5% 的贷款利率，将可以每年为复星节省约 1-2 亿人民币的财务成本。此外债务中还有约 10.5% 为欧元计价，随着欧洲央行进一步宽松，也可以带来一定的债务减压。
- 提升目标价至 18.03 港元，重申买入评级：**根据我们的估算，我们将提升 2014 年和 2015 年每股盈利预测至 1.19/1.38 港元，以反映去年投资组合利好和葡萄牙保险投资收益的稳步上升。我们同时调升每股 NAV 的增加至 21.22 港元。我们仍然按照 15% 的综合企业折价率给予 18.03 港元的目标价。该目标价对应 2015 年我们预测的 13.06 倍的市盈率和 1.91 倍的市净率，较现价 12.46 港元有 44.7% 的上升空间，重申买入评级并长线看好。

★ 1 人民币=1.25 港元

郑嘉梁

(852) 25321599

jupiter.zheng@firstshanghai.com.hk

### 主要资料

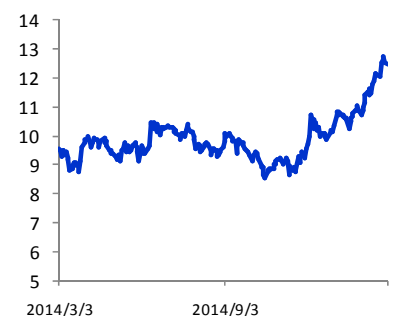
行业	综合企业
股价	12.46 港元
目标价	18.03 港元 (+44.7%)
股票代码	656
已发行股本	69.22 亿股
总市值	863 亿港元
52 周高/低	12.86 港元/8.47 港元
每股净资产	7.9 港元
主要股东	复星控股 (79.6%)

### 盈利摘要

截止12月31日财政年度	2012历史	2013历史	2014预测	2015预测	2016预测
收入 (人民币百万)	51,765	51,017	64,759	76,799	84,909
变动 (%)	-8.89%	-1.44%	26.94%	18.59%	10.56%
净利润 (人民币百万)	3,707	5,519	6,441	7,643	8,926
每股摊薄收益 (人民币)	0.58	0.86	0.95	1.10	1.29
变动 (%)	8.9%	48.9%	16.7%	18.7%	16.8%
市盈率 (倍, @12.46港元)	17.2	11.6	10.5	9.0	7.7
每股派息 (港元)	0.17	0.15	0.16	0.19	0.22
息率 (%)	1.38%	1.18%	1.31%	1.52%	1.78%

资料来源：公司资料，第一上海预测

### 股价表现



资料来源：Bloomberg

## 投资能力超预期兑现，NAV 将录得大幅提升

我们认为复星集团在可预见范围内的 NAV 提升将非常明显，主要来源于三个方面：1、海南矿业成功上市带来的股权价值大幅增加；2、根据媒体报道，复星集团曾参与私有化的分众传媒（Focus Media）将可能在 A 股上市；3、其他投资组合价值的大幅提升，体现了其良好的投资能力。

### 1、海南矿业的成功上市

复星国际旗下子公司海南矿业（601969.SH）于 2014 年 12 月 19 日成功登陆上海证券交易所，发行价格 10.34 元人民币/股。上市后复星集团旗下上海复星产业投资公司和上海复兴高科技有限公司分占 36%和 18%的股权，海钢集团占 35%的股权，复星集团合计占比 54%，仍为第一大股东。海南矿业上市后，复星于海南矿业的股权价值大幅放大，按照 2014 年 12 月 31 日海南矿业收盘价 15.93 计算，海南矿业股权价值约 160 亿人民币，按照我们的计算，可以提升复星每股 NAV 约 2.5 港元。

### 2、分众传媒未来上市计划

有报导指，内地最大的户外广告媒体分众传媒将有可能在 2015 年登陆 A 股，上市后分众整体估值将达到 460 亿人民币。2013 年分众传媒从纳斯达克退市，复星集团作为产略投资者参与了整体退市的方案，目前占 17.43%的总股本。

报道指出，分众传媒 2014 年预计利润约为 25 亿人民币，2015 年到 2018 年收入和净利润则保持 15%-20%的增长率。如果按照 460 亿的整体估值水平，对应 2014 年 18 倍市盈率，2015 年 15-16 倍市盈率（分别按 15%和 20%增长匡算）。按照目前 A 股传媒行业的 51 倍估值水平（按中证传媒指数计算，剔除 100 倍以上的个股），这一估值明显低估，我们认为上市后对应 2015 年 30 倍市盈率才进入合理估值区间，对应市值 862 亿至 900 亿人民币。考虑到老股减持因素，我们预计在现在基础上将提升复星每股 NAV 约 1.6 港元。

### 3、投资组合价值提升

我们先就复星国际中期公布的十大重仓股股价变化作出示例。

图表 1:复星国际十大重仓股详情

排序	股票代码	股票名称	占总股本	货币	2014年6月30 日收盘价	2014年12月31 日收盘价	变动	2015年3月2 日收盘价	变动	会计核算
1	01988.HK	民生银行	1.86%	港币	7.0	10.2	45%	9.4	33%	
	600016.SH	民生银行	0.81%	人民币	6.2	10.9	75%	9.2	49%	
2	FFGRP.GA	Folli Follie	9.96%	欧元	29.1	26.4	-9%	28.6	-2%	交易性金融
3	601166.SH	兴业银行	0.57%	人民币	10.0	16.5	65%	14.3	42%	资产
4	601888.SH	中国国旅	1.97%	人民币	33.0	44.4	34%	50.3	52%	
5	01336.HK	新华保险	0.99%	港币	25.7	39.2	52%	43.2	68%	
	601336.SH	新华保险	0.03%	人民币	21.1	49.6	135%	51.3	143%	
6	PWRD.US	完美世界	10.80%	美元	19.6	15.8	-20%	18.7	-5%	
7	0991.HK	大唐发电	1.96%	港币	3.0	4.2	38%	3.9	27%	交易性金融
8	CU.FP	Club Med	9.35%	欧元	19.5	25.1	29%	24.6	26%	资产
		Club Med可转债		欧元	21.1					
9	002412.SZ	汉森制药	11.92%	人民币	14.9	14.8	-1%	17.7	19%	联营
10	600525.SH	长园集团	5%	人民币	11.0	11.5	4%	16.8	52%	可供出售金 融资产

资料来源：公司资料，Bloomberg，第一上海

按照十大重仓股自 2014 年中期以来的涨幅，平均收益增长接近 42%，由于会计政策，并非所有对的投资增长都可以体现在当期利润中，但可以全部体现在 NAV 中，因此单就十大重仓股对 NAV 的拉动就非常明显。

除可见到的二级市场投资外，此外像浙江网商银行、海南亚特拉迪斯等一系列未上市的投资项目，虽然在目前还未有可以量化的估值可以参考，但我们可以看到其巨大的发展潜力，这也应该成为量化复星国际 NAV 的考虑因素。因此综合以上三点，我们预计 2015 年乃至更长期，NAV 都有大幅提升的潜力及可落地的实现路径。

## 以保险为核心的金融集团战略继续深化

### 合并收购 MIG 全部股权

复星国际于 2014 年 12 月 31 日发出公告，称将透过旗下全资附属公司与 MIG 定立并购协议，并购完成后，MIG 将成为复星的全资附属公司，收购代价为每股现金 8.65 美元及总额 4.33 亿美元。MIG (Meadowbrook Insurance Group, 美特保保险，简称“MIG”) 为一家总部位于美国密歇根州索斯菲尔德的公司，于 1955 年创立，为一家专注细分市场的专业财险及保险管理服务公司，拥有若干代理机构、理赔设施以及自理保险组织和 6 个财产险定价公司，在美国 28 个地方有网点；除保险业务外，MIG 还为代理机构、贸易组织和中小企业提供风险管理服务。

财务上看 MIG 的截止 2014 年 9 月 30 日总资产 27.4 亿美元，净资产 4.48 亿美元，可投资资产 16.9 亿美元，其中可投资资产中的大部分债权类资产（约 14.8 亿），余下为权益类投资和现金。

可以看到此次收购对价不到 MIG 的一倍净资产，而获得了接近 17 亿美元的可投资资产。在资产端，我们认为复星将提升可投资自资产中权益类和固定资产投资的比例以大幅提升收益率空间；承保端我们认为复星会保留 MIG 原架构，继续发挥其在再保险、土地保险、意外险、健康险和各种商务险方面的优势。我们认为此次交易将进一步加深复星在全球保险业的布局，MIG 也将成为复星旗下第六家、美国第二家保险公司。

### 完成 Ironshore 20% 股权收购

复星国际于 2015 年 2 月 13 日发布公告，完成收购 Ironshore 的普通股 20% 的股权，买入价格为 4.64 亿美元。Ironshore 将把股票发行募得的所有资金，用于完成股份回购交易。在收购完成后（包括股份回购交易），复星将成为 Ironshore 的第一大股东。

### 保险能力进一步深化

可以看出复星以保险为核心的金融集团战略逐步深化，对保险公司的投资提速，我们预计未来复星的保险资产占比将会大幅提升（目前 37%），形成以优质保险集团对接全球投资的格局。在这个过程中逐步实现降低融资成本、海外低成本资金与复星投资能力的对接，向稳定的利润生成模式导向以及净收益率的逐步放大。

## 融资成本逐步降低

我们认为未来复星的融资成本将逐步降低。

原因有两个：首要原因是在收购葡萄牙保险后，由于可投资资产的大幅增加，未来新增海外投资项目将大部分由保险集团出资，以代替以往总部出资的模式，但会有基金跟投，但这都不会对集团本身融资产生压力。

次要原因是目前的货币宽松趋势不改。由人民银行在 2014 年 11 月 21 日和 2015 年 2 月 28 日两次降息，我们判断 2015 年整体货币环境将以宽松为主，市场上也对 2015 年的降息和降准有所预期。按照复星 2014 年中期负债情况来看，875 亿人民币的总债务，按期限分 48.8%为一年期内的债务，按币种分 60%来自于人民币债务，按计息方式分有 53.9%按照浮动利率计算，我们虽然难以预计有多少人民币债务可以在短期内重新定价，但是按照宽松趋势，未来我们预计若人民银行每降 0.5% 的贷款利率，将可以每年为复星节省约 1-2 亿人民币的财务成本。此外债务中还有约 10.5%为欧元计价，随着欧洲央行进一步宽松，也可以带来一定的债务减压。

图表 2:复星国际债务匡算及敏感性分析

总债务		875.3 人民币亿元		敏感性分析		降息0.5%	降息1%	
额度		占比		假设一年期内人民币债务比重		年节省财务成本		
人民币	525.4	60.0%	一年内	427.1	48.8%	10%	0.4	0.9
港币	63.8	7.3%	第二年	199.6	22.8%	20%	0.9	1.8
美元	189.6	21.7%	第三至第五年	204.8	23.4%	30%	1.3	2.6
欧元	92.3	10.5%	五年以上	43.8	5.0%	40%	1.8	3.5

除占比外，其他单位均为人民币亿元

资料来源：公司资料，第一上海预计

## 提升目标价至 18.03 港元，重申买入评级

根据我们的估算，我们将提升 2014 年和 2015 年每股盈利预测至 1.19/1.38 港元，以反映去年投资组合利好和葡萄牙保险投资收益的稳步上升。我们同时调升每股 NAV 的增加至 21.22 港元。我们仍然按照 15%的综合企业折价率给予 18.03 港元的目标价。该目标价对应 2015 年我们预测的 13.06 倍的市盈率和 1.91 倍的市净率，较现价 12.46 港元有 44.7%的上升空间，重申买入评级并长线看好。

图表 3:复星国际 NAV 计算表

板块	业务	代码/备注	有效股权	GAV (百万港币)	计算方法	GAV 占比
医药	复星医药	600196.SH	40.0%	25,979.06	市值	10.92%
		2196.HK	40.0%	26,476.15		11.13%
地产	复地	开发物业	99.1%	20,382.73	NAV	8.57%
		土地储备	99.1%	20,764.41	成本法	8.73%
钢铁	南钢		60.0%	-		
	南钢股份	600282.SH	50.0%	8,744.67	市值	3.68%
	建龙		25.7%	437.50	成本法	0.18%
矿业	海南矿业	601969.SH	54.0%	20,613.83	市值	8.67%
	招金矿业	1818.HK	3.6%	490.12	市值	0.21%
投资管理	外部管理费			9,909.56	DCF(8%)	4.17%
	外部carry			2,491.25	DCF(15%)	1.05%
保险	鼎睿再保险		85.1%	3,086.58	成本法	1.30%
	复星保德信人寿		50.0%	312.50	1*注册资本	0.13%
	永安财险		19.9%	685.79	1*P/B	0.29%
	CSS		80.0%	14,072.85	1.3*P/B	5.92%
	Ironshore		20.0%	4,051.17	1.5*P/B	1.70%
	MIG		100.0%	3,355.75	1*P/B	1.41%
投资	上市投资			-		
	民生银行	1988.HK	2.4%	11,319.24	市值	4.76%
	兴业银行	601166.SH	0.6%	1,937.12	市值	0.81%
	新华保险	601336.SH	1.0%	1,770.35	市值	0.74%
		1336.HK	0.0%	53.05		0.02%
	汉森制药	002412.SZ	11.9%	780.64	市值	0.33%
	长园集团	600525.SH	5.0%	907.23	市值	0.38%
	中山公用	000685.SZ	13.0%	3,038.13	市值	1.28%
	三元股份	600429.SH	16.7%	3,020.68	市值	1.27%
	Club Med	CU.FP	10.0%	936.26	市值	0.39%
	Folli Follie	FFGRP.GA	10.0%	2,005.94	市值	0.84%
	豫园商城	600655.SH	29.9%	7,176.98	市值	3.02%
	PICC	1339.HK	0.5%	844.24	市值	0.35%
	大唐发电	991.HK	5.1%	4,477.45	市值	1.88%
	中国国旅	601888.SH	2.0%	1,227.13	市值	0.52%
	PERFECT WORD CO LTD	PWRD.US	11.1%	796.75	市值	0.33%
	BONA FILM GROUP LTD	BONA.US	20.8%	707.88	市值	0.30%
	CHINA INFORMATION TECHNOLOGY CNIT.US		4.1%	31.07	市值	0.01%
	CHINDEX INTERNATIONAL INC	CHDX.US	18.5%	-	市值	0.00%
	OXFORD IMMUNOTEC GLOBAL PLC	OXFD.US	2.7%	63.49	市值	0.03%
	E HOUSE CHINA HLDGS LTD	EJ.US	2.3%	176.31	市值	0.07%
	LIGHTINTHEBOX HLDG CO LTD	LITB.US	2.3%	49.74	市值	0.02%
	21VIANET GROUP INC	VNET.US	2.4%	261.84	市值	0.11%
	HOLLYSYS AUTOMATION TECHNOLOGY	HOLI.US	1.3%	106.50	市值	0.04%
	CTRP COM INTL LTD	CTRP.US	0.0%	8.68	市值	0.00%
	CHINA MING YANG WIND PWR GRO MY.US		1.4%	27.67	市值	0.01%
	NUANCE COMMUNICATIONS INC	NUAN.US	0.2%	54.43	市值	0.02%
	NETEASE INC	NTES.US	0.1%	119.56	市值	0.05%
	非上市投资					
	分众传媒 (Giovanna)		17.4%	12,500.00	预期市值	5.26%
	菜鸟		10.0%	625.00	成本法	0.26%
	外滩金融中心		50.0%	9,375.00	成本法	3.94%
	亚特兰蒂斯		30%*	1,125.00	成本法	0.47%
	清水湾项目		100.0%	1,500.00	成本法	0.63%
	大连东港		64.0%	3,200.00	成本法	1.35%
	策源置业		90.0%	139.49	成本法	0.06%
	星堡老年服务		50.0%	-	成本法	0.00%
	纽约第一大通曼哈顿广场		100.0%	5,618.75	成本法	2.36%
	GAV			237,835.51		
	减去净债务			-90,935.13		
	NAV			146,900.38		
	股份 (百万)			6,922.00		
	每股NAV (港元)			21.22		

资料来源: 公司资料, 第一上海预计

## 主要财务报表

### 财务报表摘要

#### 损益表

人民币百万，财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
收入	51,765	51,017	64,759	76,799	84,909
毛利	9,325	10,358	13,029	16,128	19,123
其他收入	5,296	8,853	8,586	9,770	11,158
销售及分销成本	-2,450	-2,747	-3,281	-3,973	-4,710
行政开支	-3,328	-3,860	-4,274	-4,840	-5,444
其他开支	-1,035	-1,366	-1,797	-2,196	-2,522
财务费用	-2,774	-2,766	-3,080	-3,513	-3,976
应占利益或亏损	1,244	1,289	1,785	1,786	1,786
税前盈利	6,278	9,761	10,968	13,163	15,416
所得税	-1,334	-1,909	-2,208	-2,698	-3,187
少数股东应占利润	1,237	2,334	2,318	2,822	3,303
净利润	3,707	5,519	6,441	7,643	8,926
EBITDA	10,749	14,163	15,937	18,804	21,759
增长					
总收入 (%)	-8.9%	-1.4%	26.9%	18.6%	10.6%
净利润 (%)	8.9%	48.9%	16.7%	18.7%	16.8%

#### 资产负债表

人民币百万，财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
现金	22,088	16,387	21,088	31,226	45,463
投资	10,656	13,466	39,661	39,661	39,661
存货	6,372	6,314	6,314	6,314	6,314
其他流动资产	46,628	44,843	110,146	117,339	123,666
总流动资产	85,744	81,010	177,209	194,540	215,104
物业厂房和设备	24,296	30,216	35,405	39,313	42,982
投资	29,402	36,890	59,340	59,340	59,340
其他非流动资产	22,756	35,008	43,463	44,149	44,910
总资产	162,198	183,124	315,417	337,342	362,337
应付帐款	37,215	37,850	39,777	41,971	45,628
短期保险负债	0	0	23,618	23,618	23,618
其他短期负债	32,768	38,910	49,144	54,144	59,144
流动负债	69,982	76,760	112,539	119,733	128,390
长期保险负债	3,186	3,768	74,901	74,901	74,901
其他负债	31,812	41,296	56,389	61,389	66,389
总负债	104,980	121,824	243,828	256,022	269,679
少数股东权益	22,021	21,672	26,255	29,077	32,380
股东权益	35,197	39,628	45,409	52,362	60,416
每股账面值(人民币)	5.5	6.2	6.6	7.6	8.7
营运资金	15,762	4,251	64,670	74,807	86,715

资料来源：公司资料，第一上海预测

#### 财务分析

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
盈利能力					
毛利率 (%)	18.0%	20.3%	20.1%	21.0%	22.5%
净利率 (%)	7.2%	10.8%	9.9%	10.0%	10.5%
ROAE	11.06%	14.75%	15.15%	15.63%	15.83%
ROAA	2.47%	3.20%	2.58%	2.34%	2.55%
营运表现					
SG&A/收入 (%)	-4.7%	-5.4%	-5.1%	-5.2%	-5.5%
实际税率 (%)	-21.3%	-19.6%	-20.1%	-20.5%	-20.7%
EBIT/收入	17.49%	24.55%	21.69%	21.71%	22.84%
EBIDTA/收入	20.76%	27.76%	24.61%	24.49%	25.63%
财务状况					
净负债/股本	3.0	3.1	5.4	4.9	4.5
收入/总资产	0.32	0.28	0.21	0.23	0.23
总资产/股本	4.61	4.62	6.95	6.44	6.00

#### 现金流量表

人民币百万元，财务年度截至12月31日

	12年 实际	13年 实际	14年 预测	15年 预测	16年 预测
税前利润	6,278	9,761	10,968	13,163	15,416
其他非运营费用	-1,194	-4,420	2,881	5,999	9,357
营运资金变化	5,564	-1,912	758	2,130	3,541
所得税	-2,437	-2,200	-2,208	-2,698	-3,187
营运现金流	10,639	3,430	14,606	18,412	22,314
资本开支	-4,749	-6,546	-6,083	-6,083	-6,083
其他投资活动	-2,089	-13,374	-25,358	-4,358	-4,358
投资活动现金流	-6,838	-19,920	-31,441	-10,441	-10,441
负债变化	46,217	55,983	20,000	10,000	10,000
股本变化	-	-	5,180	-	-
股息	-2,650	-2,518	-2,661	-2,661	-2,661
其他融资活动	-38,982	-40,396	3,051	-2,294	-2,470
融资活动现金流	4,586	13,069	20,390	5,045	4,869
现金变化	5,288	-6,696	115	9,086	12,324
期初持有现金	13,909	19,197	12,501	12,616	21,702
期末持有现金	19,197	12,501	12,616	21,702	34,026

## 第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告期内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。