

上海医药（600849）：积极信号显现，整体转好尚需时日 中性（维持）

医药/医药流通

2009年01月12日

周浩 021-58824282-889 zhouh@txsec.com

事件描述：

近日，我们对上海医药进行了走访，与公司高管就公司目前经营情况进行了交流。

评论：

- 1、公司基本情况：**上海医药是一家以医药商业、零售为主，贸易、工业为辅的区域性较强的医药流通企业，公司借助其上海地区的地域与资源优势，销售规模不断扩大，04年以来公司的销售收入一直在百亿元以上，排在医药行业上市公司首位。据统计，公司目前销售占上海药品市场份额的45%左右，医院市场中，公司有着明显的优势，在重中之重的三级医院市场中，公司大约占到60%的市场份额。然而虽然近年来公司销售规模不断扩大，但是由于体制和历史遗留因素，净利润方面一直表现一般。不过通过这次调研我们感受到了一些积极的信号，一方面公司的主业经营情况良好，另一方面公司经过多年的努力，历史坏账等基本已经消化等。
- 2、受益于纯销业务的增长，公司销售规模不断上升。**公司销售收入主要来自于药品的分销，而纯销占分销总量的80%左右，公司预计08年纯销业务增长35%左右，超过上海地区平均值，显现出良好的发展势头，也给公司销售规模不断上升提供了有利的支撑。我们预计公司08年分销业务在136亿元左右，同比增长约为38%左右。未来几年，通过研究相关行业政策，我们认为随着医改的推进，医药流通行业的集中度将不断提高，而公司作为区域乃至行业龙头必将从中受益，因此我们判断公司未来销售规模将持续扩大。
- 3、华氏大药房或将成为上海医药零售资源整合平台。**公司2008年底发布公告称公司以贵州华氏大药房延安连锁有限公司、嘉兴市华氏兰台大药房有限公司、宁波四明大药房有限责任公司的股权作为出资来增资华氏大药房，我们认为此举不仅有利于理清上述企业关系，更可以扩大华氏大药房连锁规模，实现资源配置一体化和区域一体化，降低运营成本，提升零售网络整体优势，使得华氏大药房成为整合上药集团医药零售资源的平台。据预测，此次增资后，华氏大药房直接控股的门店数可增加到483家。我们预计公司08年医药零售业务收入约为12亿左右，净利润1500万。有迹象表明，华氏大药房将作为上海医药零售资源整合平台，因此我们预计未来雷允上药业以及上海信谊药业等多家门店也都将并入华氏大药房，公司医药零售业务也许在经历资源整合后会成为公司新的利润增长点，当然这也有助于扩大上海医药的销售规模。
- 4、铃谦沪中发展势头良好。**铃谦沪中是公司一家合资商业子公司，我们了解到这家合资公司08年销售收入和利润均呈良好的发展势头，我们预计08年销售收入15亿元以上。据公司08年中报显示，公司投资收益7730.85万元同比上升487.79%，这主要得益于铃谦沪中合资项目股权转让所得投资收益6600万元，这部分将有效增厚公司08年业绩。
- 5、进出口业务稳定增长。**公司进出口业务分为三部分，包括进口药品和服务，出口上海医药集团生产的原



料药，和包括一些非主营业务的如设备原料等的贸易。该部分业务整体上呈稳定增长的态势，08年预计实现收入14亿左右。

6、受国际形势影响，OEM项目进展缓慢。医药工业一直是公司的利润出血点，公司拟通过进行OEM项目改善工业发展不利的局面，但我们了解到由于08年国际经济环境问题以及中国食品药品安全事件影响，公司与百利高合作OEM项目进展较为缓慢。预计将由原定时间从08年末推迟到09年，我们认为这将给公司业绩带来一些负面影响。

7、盈利预测与投资评级。我们认为公司08年业绩增长点主要来自于主业的增长和转让铃谦沪中的投资收益，未来随着新医改的进行，公司作为具有明显优势的区域商业龙头企业将受益于行业整合带来的市场份额的扩大，另外银行利率降低也将降低公司的财务费用率，从而提升公司业绩；从调研情况来看虽然公司现在已经有了向上转好的信号，不过作为一家传统的国有企业，我们认为一方面这种转变还需要一定的时日，一方面也有进行盈余管理的传统。我们稍调整公司的盈利预测为08年-10年每股收益0.20元、0.27元和0.35元，暂时维持公司“中性”评级，我们将继续跟踪公司发展情况，及时作出判断。

8、风险提示。(1) OEM项目存在一定的不确定性风险。(2) 公司国际贸易业务在全球经济前景不明朗情况下存在一定下滑风险。(3) 医改政策不确定性风险。

图表 1：上海医药盈利预测

项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一. 营业收入(万元)	1,263,917	1,391,979	1,665,209	2,051,873	2,531,949
增长率(%)	18.1%	10.1%	19.6%	23.2%	23.4%
减：营业成本	1,157,865	1,269,780	1,512,043	1,860,293	2,297,057
减：销售费用	49,985	62,550	77,432	94,386	116,470
管理费用	37,315	30,998	38,300	45,141	55,703
财务费用	11,198	11,376	16,652	20,108	24,307
期间费用率(%)	7.79%	7.54%	7.95%	7.78%	7.76%
投资收益	-1,337	954	7,000	1,000	1,000
二. 营业利润	124	12,396	21,982	27,344	34,113
营业利润率(%)	0.01%	0.89%	1.32%	1.33%	1.35%
三. 利润总额	1,510	14,790	22,282	27,544	34,313
增长率(%)	-77.4%	879.8%	50.7%	23.6%	24.6%
利润率(%)	0.1%	1.1%	1.3%	1.3%	1.4%
减：所得税	3,671	5,107	5,793	6,886	8,578
实际税负比率(%)	243.2%	18.6%	26.0%	25.0%	25.0%
四. 归属于母公司的净利润	-4,666	6,763	11,489	15,158	19,735
增长率(%)	-334.5%	-245.0%	69.9%	31.9%	30.2%
净利润率(%)	-0.37%	0.49%	0.69%	0.74%	0.78%
每股收益(元)	-0.08	0.12	0.20	0.27	0.35

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014