



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

业绩回顾

研究报告

2010年8月5日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

上海医药(601607.CH)

整合初见效果, 扩张并未止步

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	27,245	31,073	35,002	43,411
(+/-)	n.a.	14%	13%	24%
主营业务利润	5,213	5,848	6,858	8,055
(+/-)	n.a.	12%	17%	17%
净利润	781	1,311	1,495	1,828
摊薄每股盈利(元)	0.39	0.66	0.75	0.92
经营性每股盈利(元)	0.30	0.45	0.60	0.77
市盈率	42.1	25.1	22.0	18.0
市净率	4.4	4.0	3.4	2.9
EV/EBITDA	22.5	16.8	13.6	11.2
净资产收益率	11.2%	15.9%	16.7%	17.6%

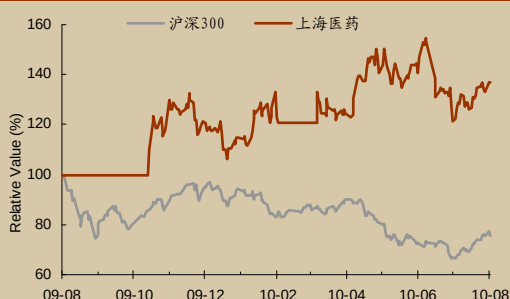
股票信息

	A股
当前股价	人民币 16.48
股票代码	601607.CH
日成交量(百万股)	8.2
52周最高价/最低价	人民币 19.06/12.18
总市值(百万元)	32,839
发行股数(百万股)	1,993
其中:流通股(百万股)	827
主要股东(持股比例)	上海医药(集团)(39.91%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[上海医药]	-0.42	+11.52	-9.28	+18.45
[沪深300指数]	+0.44	+14.48	-5.27	-19.56
[沪深300医药指数]	+0.71	+18.38	-8.60	+3.51

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

近期事件

8/5/2001 召开中报业绩说明会

2010年半年度业绩与预期基本一致:

2010年上半年公司取得收入185亿元, 同比增长21.7%; 取得净利润7.66亿元, 同比下降6.41%, 折合每股EPS0.39元, 而剔除非经常损益后净利润为5.81亿元, 同比增长465%。基本符合预期。

正面:

- 工业品种调整逐渐起效。报告期工业收入增长14.2%, 其中生物药收入增长30.4%; 化学制剂增长18.4%, 这符合公司集中发展优势品种的整合战略, 并有效推动整体工业制造毛利率提升0.82pp。
- 分销、零售齐头并进, 发展势头喜人。报告期公司分销收入同比增长23.9%, 通过并购和合作, 控股山东商联和广东中山医; 零售同比增长30.5%, 上半年新增网点53家, 同时华氏大药房整合了信谊大药房和雷允上大药房, 整合执行力度强。

负面:

- 股票投资类资产比较多, 干扰公司业绩。截止报告期末, 公司拥有证券投资账面价值为1223万元, 报告期亏损了261万元; 持有其他上市公司资产账面价值2.08亿元, 还持有非上市金融公司股权, 价值7125万元。公司整合以来, 一直在对旗下医药资产进行清理, 对投资资产的清理速度较慢。

发展趋势:

从去年公司经历“脱胎换骨”式的整合后, 新上药对外持续开展商业收购和合作, 取得外延式增长, 下半年预计还有收获; 内部对资产进行整合, 支持重点品种, 提高运营效率。

盈利预测调整:

我们维持2010、2011年的经营性业绩预期, 同时考虑非经营性损益, 上调至0.75和0.92元, 对应动态市盈率22x, 18x, 维持“审慎推荐”。

风险:

公司商业规模大, 药品品种多, 医药政策风险影响大。

图表 1：2010 年上半年业绩分析

	2008A	1Q2009	2Q2009	1H09	2009A	1Q2010	2Q2010	1H2010	中金评论
主营业务收入净额	27,245	7,776	7,449	15,225	31,073	9,498	9,025	18,523	
YoY					14.0%	22.1%	21.2%	21.7%	工业增长14.2%，商业增长24.4%
QoQ			-4.2%				-5.0%		
主营业务成本	21,959	6,301	5,978	12,279	25,145	7,720	7,348	15,068	
主营业务税金及附加	73	22	21	42	80	27	26	53	
主营业务利润	5,213	1,454	1,450	2,904	5,848	1,751	1,651	3,402	
(Margin)	19.1%	18.7%	19.5%	19.1%	18.8%	18.4%	18.3%	18.4%	毛利率增加0.6pp，工业提升0.9pp，商业下降0.2pp.
其他业务利润	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业费用	2,445	734	580	1,314	2,623	747	772	1,519	
营业费用率	9.0%	9.4%	8.6%	8.6%	8.4%	7.9%	8.2%	8.2%	营业费用率下降约0.4pp.
管理费用	1,515	383	371	753	1,647	512	387	898	
管理费用率	5.6%	4.9%	4.9%	4.9%	5.3%	5.4%	4.8%	4.9%	管理费用率持平
财务费用	291	58	46	104	198	57	55	112	
资产减值损失	198	1	173	174	256	-8	-7	-15	
公允价值变动损益	-7	0	1	1	1.27	-0.03	-0	-0.14	
营业利润	756	278	281	559	1,126	443	445	888	营业利润增长59%，比09年全年增速提高10pp
Margin	2.8%	3.6%	3.8%	3.7%	3.6%	4.7%	4.9%	4.8%	
(+/-%)					48.8%	59.2%	58.3%	58.7%	
投资收益	440	602	178	779	963	136	104	240	
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	214	56	85	140	320	96	76	172	
补贴收入	-	-	-	-	-	-	-	-	
营业外收入	203	15	34	49	140	15	61	76	
营业外支出	90	3	10	13	82	6	20	26	
税前利润	1,308	891	483	1,375	2,146	588	589	1,177	
(+/-%)					64.0%	-34.0%	21.9%	-14.4%	
税前利润（经营性）	1,083	345	390	736	1,504	548	562	1,110	
所得税	227	241	68	309	464	89	96	185	
有效税率	17.4%	27.0%	14.1%	22.4%	21.6%	15.2%	16.2%	15.7%	有效税率同比下降6.7个百分点
少数股东权益	301	86	102	188	371	107	119	226	
净利润	781	565	313	878	1,311	392	374	766	
Margin	2.9%	7.3%	4.2%	5.8%	4.2%	4.1%	4.1%	4.1%	2季度净利润环比略有下降，但利润率保持不变。
(+/-%)					67.9%	-30.6%	19.5%	-12.8%	
净利润（经营性）	594	166	-63	103	891	398	183	581	
(+/-%)					50.0%	139.6%	-389.6%	464.1%	

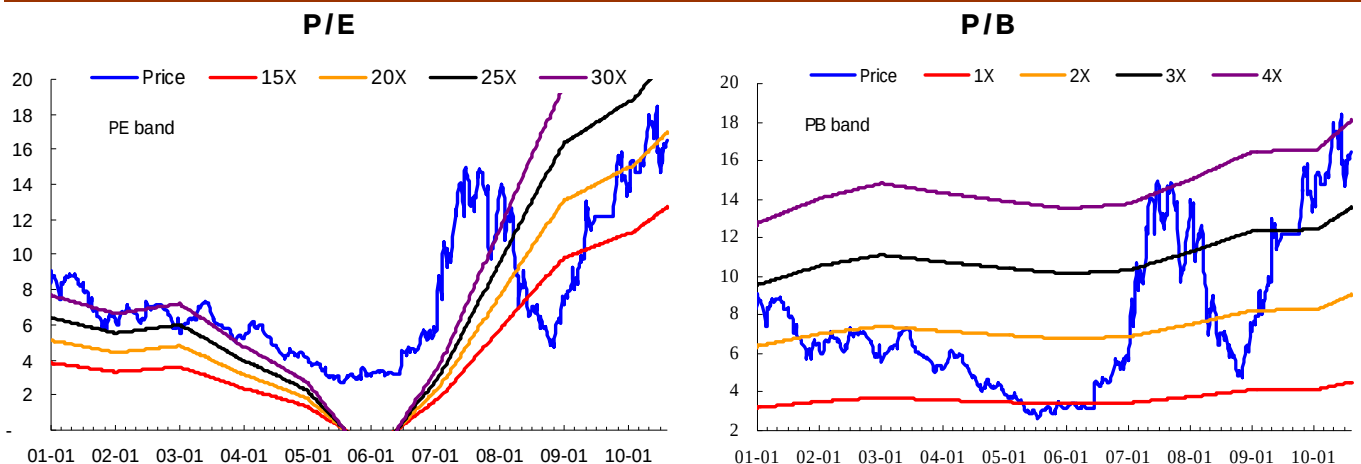
资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 2: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	(人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表					资产负债表				
主营业务收入	15,225	31,073	35,002	43,411	货币资金	4,795	4,887	5,953	7,081
同比增减 (+/- %)	0.0%	14.0%	12.6%	24.0%	短期投资	11	10	10	10
主营业务成本	-12,279	-25,145	-28,050	-35,240	应收票据	247	369	416	515
(+/- %)	-44.1%	104.8%	11.6%	25.6%	应收帐款	5,432	4,853	5,550	6,776
主营业务税金及附加	-42	-80	-94	-116	其他应收款	785	379	270	366
主营业务利润	2,904	5,848	6,858	8,055	预付帐款	247	273	304	382
同比增减 (+/- %)	0.0%	12.2%	17.3%	17.4%	存货	3,462	3,898	4,348	5,462
营业费用	-1,314	-2,623	-3,072	-3,553	流动资产合计	14,883	14,608	16,793	20,518
同比增减 (+/- %)	0.0%	7.3%	17.1%	15.7%	总资产	22,487	22,084	24,761	29,102
管理费用	-753	-1,647	-1,814	-2,082	短期借款	3,359	3,284	3,284	3,284
同比增减 (+/- %)	0.0%	8.7%	10.2%	14.7%	应付票据	989	934	1,042	1,310
财务费用	-104	-198	-224	-208	应付帐款	4,788	4,792	5,346	6,717
营业利润	559	1,126	1,779	2,213	预收帐款	231	248	280	347
同比增减 (+/- %)	0.0%	30.5%	58.1%	24.4%	应付工资	376	333	372	467
投资收益	779	963	498	554	应付股利	504	356	385	467
营业外收入	49	140	150	150	应交税金	426	254	283	355
减: 营业外支出	-13	-82	-52	-52	其他应付款	1,332	1,048	1,169	1,469
税前利润总额	1,375	2,146	2,376	2,865	一年内到期的长期负债	15	48	48	48
同比增减 (+/- %)	0.0%	64.0%	10.7%	20.6%	流动负债合计	12,028	11,306	12,217	14,474
所得税	-309	-464	-428	-516	长期负债合计	289	331	316	301
有效税率	-22.4%	-21.6%	-18.0%	-18.0%	少数股东权益	1,932	2,155	2,607	3,129
少数股东损益	-188	-371	-452	-521	股东权益合计	8,200	8,260	9,587	11,165
净利润	878	1,311	1,495	1,828	(人民币百万元)	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
同比增减 (+/- %)	0.0%	67.9%	14.1%	22.2%	财务指标				
现金流量表					主营业务利润率	19.1%	18.8%	19.6%	18.6%
净利润	878	1,311	1,495	1,828	息税前利润率	5.5%	5.1%	5.6%	5.6%
少数股东权益	188	371	452	521	净利润率	5.8%	4.2%	4.3%	4.2%
(-)投资收益	-779	-963	-498	-554	净资产收益率	11.2%	15.9%	16.7%	17.6%
(-)财务费用	104	214	224	208	总资产收益率	4.1%	5.9%	6.2%	6.8%
折旧和摊销	200	432	464	481	总资产负债率	54.9%	52.8%	50.8%	50.9%
营运资本的增减	89	319	170	-612	净资产负债率	-13.9%	-15.0%	-24.2%	-31.0%
其它	-63	92	156	15	流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4
经营活动产生的现金流量净额	816	1,906	2,057	2,079	速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
固定资产投资	-186	-682	-590	-589	应收帐款周转期	93.3	80.8	73.9	72.7
长期投资和其它	990	929	30	30					
投资活动现金流量净额	804	301	-560	-559					
股权融资	504	611	-	-					
借款增加	-364	-486	-15	-15					
净利息支出	-104	-537	-224	-208					

资料来源: 公司报告, 中金公司研究部

图表 3: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 4：可比公司估值 (2010-8-4)

公司名称	代码	收盘价 2010-8-4	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2011E
品牌中药																		
云南白药	000538	56.35	39,122	0.87	1.55	2.03	65	36	28	51	39	29	0.4%	18%	29%	10.4	0.69	53%
同仁堂	600085	23.49	12,234	0.55	0.65	0.78	43	36	30	23	20	17	1.0%	10%	11%	3.9	1.92	19%
广州药业	600332	10.54	6,229	0.26	0.37	0.43	41	29	24	49	49	49	0.5%	7%	9%	2.5	0.99	29%
东阿阿胶	000423	38.60	25,245	0.60	0.88	1.17	64	44	33	50	35	27	0.9%	21%	22%	9.9	1.11	40%
片仔癀	600436	42.95	6,013	0.93	1.30	1.51	46	33	28	36	29	24	1.2%	17%	21%	6.9	1.19	28%
康美药业	600518	14.14	23,958	0.30	0.44	0.60	48	32	23	35			0.2%	14%	15%	5.4	0.75	43%
中新药业	600329	13.34	7,194	0.35	0.44	0.58	38	30	23	22			0.0%	19%	18%	6.0	1.06	28%
中恒集团	600252	36.33	9,916	0.49	1.52	2.36	74	24	15	53	18	12	0.0%	25%	36%	16.0	0.20	119%
中间值			6,121				45	32	24	35	29	21	0.9%	15%	14%	5.7	1.11	28%
现代中药																		
天士力	600535	31.59	15,416	0.65	0.84	1.03	49	38	31	32	25	21	1.3%	16%	20%	7.3	1.44	26%
康缘药业	600557	20.18	6,452	0.50	0.70	0.93	40	29	22	27	22	17	0.7%	16%	20%	5.8	0.79	36%
上海凯宝	300039	33.80	5,927	0.39	0.66	0.94	86	51	36	67	49	30	0.9%	11%	9%	5.1	0.94	55%
桂林三金	002275	26.09	11,845	0.68	0.83	1.02	39	31	26	29	26	21	2.1%	24%	19%	7.5	1.37	23%
亚宝药业	600351	9.08	5,747	0.20	0.30	0.40	44	30	22	29	20	14	1.1%	15%	18%	6.2	0.75	41%
江中药业	600750	32.30	9,557	0.68	0.88	1.13	48	37	29	30	26	21	0.9%	20%	22%	8.8	1.28	29%
中间值			4,934				48	37	29	32	26	21	0.9%	16%	16%	6.2	1.09	31%
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	41.08	30,787	0.89	1.10	1.37	46	38	30	45	29	24	0.0%	29%	30%	11.2	1.55	24%
科伦药业	002422	107.11	25,706	1.78	2.81	3.74	60	38	29	42	27	21	0.0%	27%	6%	15.5	0.85	45%
华东医药	000963	25.01	10,856	0.87	0.80	1.02	29	31	24	18	18	15	1.3%	33%	26%	8.9	3.80	8%
信立泰	002294	74.20	16,843	0.95	1.50	2.02	78	50	37	64	38	28	1.3%	23%	18%	9.9	1.08	46%
康芝药业	300086	53.87	5,387	0.98	1.37	1.81	55	39	30	44	32	23	0.0%	50%	16%	20.3	1.08	36%
恩华药业	002262	21.86	5,115	0.23	0.34	0.49	94	65	45	60	48	35	0.2%	15%	17%	12.6	1.46	44%
华邦制药	002004	51.28	6,769	0.97	1.00	1.22	53	51	42	35			0.0%	16%	14%	7.9	4.17	12%
中间值			6,300				54	39	30	39	31	24	0.0%	23%	17%	9.4	1.27	30%
生物制药																		
双鹭药业	002038	41.00	10,327	0.97	1.42	1.88	42	29	22	37	25	19	0.0%	28%	35%	10.1	0.74	39%
天坛生物	600161	21.77	10,629	0.43	0.53	0.58	50	41	38	25	22	20	0.0%	29%	27%	12.2	2.62	16%
华兰生物	002007	47.78	27,531	1.06	1.32	1.53	45	36	31	33	29	27	0.6%	44%	32%	14.7	1.78	20%
科华生物	002022	15.20	7,483	0.42	0.53	0.68	37	29	22	29	26	20	1.3%	30%	27%	9.3	1.03	28%
通化东宝	600867	10.54	6,060	0.13	0.25	0.36	82	42	29	32	28	21	0.0%	5%	8%	3.8	0.61	69%
中牧股份	600195	26.27	10,245	0.58	0.85	1.02	45	31	26	27	21	18	0.6%	19%	21%	7.4	0.96	32%
中间值			7,483				50	36	29	32	26	20	0.6%	18%	21%	9.3	1.03	35%
医疗服务																		
爱尔眼科	300015	41.81	11,163	0.35	0.51	0.72	121	82	58	60	55	37	0.8%	13%	11%	9.0	1.84	44%
通策医疗	600763	11.69	1,874	0.14	0.26	0.36	84	45	33	43	26	18	0.0%	11%		8.6	0.75	60%
中间值			6,519				103	64	45	51	40	27	0.4%	12%	11%	8.8	1.30	52%
医疗器械																		
鱼跃医疗	002223	37.32	9,538	0.40	0.64	0.98	94	59	38	72	42	28	0.3%	28%	34%	18.6	1.02	57%
乐普医疗	300003	27.34	22,200	0.36	0.50	0.67	76	54	41	66	49	36	0.9%	20%	23%	12.0	1.49	37%
万东医疗	600055	16.90	3,658	0.32	0.24	0.31	53	71	54	39	42	35	0.4%	13%	10%	6.6	-	164.57
中间值			3,131				58	50	35	39	42	28	0.3%	20%	12%	3.8	1.07	37%
综合性制药企业																		
丽珠集团	000513	37.60	8,999	1.63	1.72	2.03	23	22	19	14	12	11	0.0%	25%	22%	4.9	1.90	12%
哈药股份	600664	19.05	23,660	0.78	0.91	1.06	24	21	18	18			2.6%	16%	17%	3.8	1.29	16%
复星医药	600196	13.89	26,452	1.31	0.53	0.61	11	26	23	8	19	17	0.7%	48%	14%	4.0	-	0.83
双鹤药业	600062	25.69	14,687	0.84	1.02	1.25	31	25	21	21	18	15	0.9%	14%	14%	4.0	1.14	22%
健康元	600380	8.57	11,291	0.37	0.50	0.61	23	17	14	11			0.0%	16%	18%	3.4	0.59	29%
人福科技	600079	17.01	8,022	0.43	0.47	0.60	40	36	28	24	23	19	0.2%	15%	12%	4.5	1.95	19%
三九医药	000999	24.46	23,944	0.72	0.89	1.10	34	28	22	24	21	17	1.2%	21%	19%	6.1	1.20	23%
中间值			10,145				28	26	21	18	19	17	0.5%	16%	16%	4.0	1.05	21%
医药流通企业																		
国药股份	600511	22.63	10,835	0.47	0.57	0.71	48	40	32	40	31	24	0.0%	24%	25%	9.7	1.74	23%
上海医药	601607	16.48	32,839	0.09	0.75	0.92	22	18		36	26	19	0.0%	10%	17%	3.7	0.10	225%
一致药业	000028	27.63	7,305	0.67	0.90	1.17	41	31	24	25	21	17	0.4%	27%	25%	9.0	0.95	32%
南京医药	600713	11.58	4,016	0.13	0.19	0.27	87	60	44	28			0.0%	9%	9%	7.2	1.45	41%
海王生物	000078	11.73	7,654	0.02	0.00	0.00				93			0.0%	2%		11.8	-	-100%
第一医药	600833	10.74	1,711	0.25			43			27			0.7%	11%		4.0	-	-100%
英特集团	000411	8.87	1,840	0.15			59			20			0.0%	21%		10.3	-	-100%
桐君阁	000591	11.53	2,262	0.10	0.13	0.13	113	89	90	46	40	41	0.0%	6%	6%	6.2	7.18	12%
中国医药	600056	14.86	4,621	0.61	0.95	0.83	24	16	18	16	5	7	1.3%	15%	35%	3.1	0.93	17%
中间值			4,621				48	35	28	28	26	19	0.0%	11%	21%	7.2	0.93	17%
全行业中间值			5,830				50	36	28	33	26	20	0.4%	15%	15%	6.0	1.05	29%

资料来源：公司报告，WIND,中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸写字楼2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号

香格里拉办公楼1层、16层

邮编: 610021

电话: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。本报告的版权仅为我公司所有, 未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。