

湘财证券研究所

医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

王师

Tel:021-68634510-8228

E-Mail:ws2978@xcsc.com

目标价:	29.11 元
当前股价:	21.24 元
评价调整:	首次

基本信息

上证综指	2588.71
总股本	826,928,499
流通股本	1992,643,338
EPS(TTM)	0.4363
PE(TTM)	48.66

投资要点:

上海医药在重组后已成为横跨工商业全产业链的医药航母，工业排名第三，仅次于哈药和石药；商业排名第二，仅次于国药控股。

q 赴港融资突破资金瓶颈，扩张进程有望加速。2010 年 9 月 9 日，公司公告拟在香港主板上市并募集资金 80 亿元，预计在 2011 年上半年实施。在目前国内医药流通行业兼并重组具有内在要求和政策推动的大背景下，医药商业企业的收购价格水涨船高，资金实力成为企业兼并重组的决定性因素。一旦赴港融资成行，公司将突破资金瓶颈，在外延式扩张之路上大展鸿图。因此，我们认为，按照国药控股的发展历程，随着融资成功，2011-2012 年将是公司大肆扩张的时期，资产和盈利规模将出现大幅增长。

q 工商业联动，内部整合+外延扩张效率高。上海医药最大的优势便在于工商业联动，具有全产业链优势。公司无论工业还是商业的规模都是名列前茅，保证了工商业具有良好的协同性：一方面，公司商业以品种全为特色，基本涵盖了高端专科药、普药、基本药物等绝大多数品类，因此可以促进自有工业产品的销售；另一方面，工业种类众多，在产 1000 多个品种，可以极大地丰富商业的品种资源。这种工商业的巨大协同效应正是上海医药与国药控股等国内医药巨头抗衡的最大优势。

n 工业：以内部整合为主，有望全面提升。目前公司拥有 3000 多个生产批件，其中在产 1000 多个品种，但盈利能力参差不齐：整体毛利率为 51%，而 70 个重点聚焦品种的综合毛利率为 68%，18 个过亿品种的综合毛利率则达到 71%。为此，公司已经启动聚焦产品战略，以 70 个重点产品为突破口进行重点营销，进而带动整体毛利率的提升。此外，上药集团内部尚有不少医药资产未注入上市公司，未来存在注入预期。其中，以新先锋制药为代表的抗生素资产承诺在 2011 年底前注入，有望新增约 20 亿元的营业收入。随着产品结构调整和集团资产注入进入实质性操作阶段，公司的工业业务有望提到全面提升。

n 商业：外延扩张步伐稳健。公司在完成新上药重组后便启动了医药商业的扩张之路：在去年重组山东商联生化药业之后，公司上半年又相继收购福建省医药公司、广州中山医和常州亚邦药业，有望在年内完成并表，累计新增销售规模超过 40 亿元。而且公司在并购中将本着稳健原则，一方面针对华东、华北和华南三大药品消费市场进行重点布局；另一方面更加注重视标的地质地，上述标的均为当地的龙头企业，具有良好的终端网络，可以充分发挥公司工业品种齐全的优势。未来随着 H 股融资成功，公司商业扩张将提速，但我们认为稳健原则不会改变。

q 公司激励机制完善，并购标的丰富保证持续增长。公司具有完善的高管激励政策，主要包括三个指标：1) 经营性净利润的增速；2) 经营性现金流超过净利润；3) 收入增长超过行业平均水平。我们认为，如果仅从内生性增长来看，后两点实现难度反而要大于第一点，而并购是提升经营性现金流和收入规模的有效手段，因此外延式发展或将成为公司管理层的首选。考虑到上药集团旗下尚有不少未注入资产，加上公司商业扩张之路启动，未来适时的资产注入和并购扩张将保证公司业绩的持续增长。

q 盈利预测及投资评级

按照公司 H 股上市工作 2011 年年中完成计算我们预测上海医药 2010-2012 年 EPS 分别为 0.72 元、1.16 元和 1.47 元。我们认为，公司在突破资金瓶颈后，无论是工业整合还是商业扩张，都将进入加速实施阶段。鉴于在工商业联动方面的巨大优势，公司已经具备与国药控股抗衡的实力，但当前上海医药的 A 股估值水平（09 年 PE 32 倍）远低于国药控股的 H 股估值（09 年 PE 67 倍），随着上药的 H 股上市将逐步得到修正。故我们首次给予上海医药“买入”的投资评级，6 个月目标价 29.11 元。

q 风险提示：H 股发行失败；外延式并购进展滞缓；药品价格调控超预期。

盈利预测表

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27244.73	31072.55	40361.41	56895.60	76353.69
营业收入增长率	-	14.05%	29.89%	40.97%	34.20%
归属母公司净利润	780.54	1310.86	1429.62	2320.22	2924.88
净利润增长率	-	67.94%	9.06%	62.30%	26.06%
EPS	0.39	0.66	0.72	1.16	1.47

数据来源：湘财证券研究所预测

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司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。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。