

上海医药 (601607)

整合初见成效，并购正在提速

易镜明
021-38676779
yijingming@gtjas.com
S0880511010019

本报告导读:

投资要点:

- 年报业绩略低预期: 实现营业收入 374.11 元, 同比增长 19.7%, 实现营业利润 20.77 亿元、净利润 13.68 亿元, 比上年同期扣除联华超市股权出售获得一次性收益后的营业利润 15.36 亿元、净利润 9.36 亿元, 分别增长 35.2%、46.2%; EPS 0.69 元 (未包含抗生素业务, 比我们之前预计 0.71 元略低), 每股经营性现金流 0.85 元, 现金状况出色。
- 工商业保持稳定增长: 1、医药工业销售收入 80.8 亿元, 同比增长 10.3%, 增速放缓也是整体业绩略低预期的原因。毛利率 51.4%, 同比提升 0.9 个百分点; 销售收入 1 亿 (含) 以上产品共有 19 个, 其中乌司他丁、头孢曲松钠的销售收入达到 4 亿元以上, 丹参酮 II A 磺酸钠、羟基氯喹等重点产品的销售收入与去年同期相比增长 30% 以上; 2、医药分销与零售收入 291.0 亿元, 同比增长 23.0%; 毛利率 8.6%, 基本与 09 年持平。
- 内部整合提升盈利空间: 1、期间费用控制出色 (10 年 13.4%; 09 年 14.3%), 其中管理费用率同比下降 0.3 个百分点 (研发费用率 3.54%, 与 09 年持平); 2、工业目前整体毛利约 50%, 而 70 个重点品种的毛利率在 60% 左右, 未来公司将通过聚焦重点产品, 进一步提高毛利水平。
- 外部商业并购仍有看点: 公司完成中信医药收购后, 初步实现了以华东、华南、华北为重点区域的全国性医药分销网络。未来几年公司商业的发展规划是巩固华东市场份额第一, 加快华南 (中山医为平台) 和华北 (中信医药为平台) 的发展。公司未来收购将以质量为前提, 不单纯为规模而并购, 目前暂时不考虑在药品市场容量较小的地区建立大的分销网络。
- 公司长期的发展战略方针是: 内部整合协同, 外部积极并购, 通过工商业一体化创造产业链价值。公司将于 11 年 6 月赴港增发, 若成功融资, 将突破资金瓶颈, 加快整合并购步伐。我们预计 2011~2012 年 eps 为 0.97、1.21 元, 若考虑港股发行摊薄, 预计公司 2011、2012 年 eps 分别为 0.78、0.97 元。目前股价 20.5 元, 对应 11、12 年 PE 分别为 22 倍, 18 倍, 估值处在医药行业低端, 建议积极增持上海医药, 目标价 30 元。

财务摘要 (百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31,261	37,411	56,508	65,880	76,286
(+/-)%	14.7%	19.7%	51.0%	16.6%	15.8%
经营利润 (EBIT)	2,270	2,283	3,175	3,897	4,845
(+/-)%	52.7%	0.6%	39.1%	22.7%	24.3%
净利润	1,297	1,368	1,929	2,414	3,021
(+/-)%	66.1%	5.5%	41.0%	25.1%	25.1%
每股净收益 (元)	0.65	0.69	0.97	1.21	1.52
每股股利 (元)	0.10	-	0.15	0.18	0.23

利润率和估值指标	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营利润率 (%)	7.3%	6.1%	5.6%	5.9%	6.4%
净资产收益率 (%)	15.7%	15.0%	17.4%	18.3%	19.0%
投入资本回报率 (%)	35.7%	27.7%	40.0%	43.1%	48.4%
EV/EBITDA	15.0	15.1	11.7	9.6	7.8
市盈率	31.6	30.0	21.3	17.0	13.6

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 30.00

当前价格: 21.00

2011.03.10

交易数据

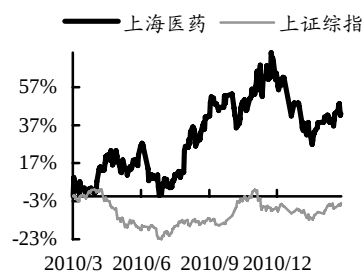
52 周内股价区间 (元)	14.15-26.19
总市值 (百万元)	41,846
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,993/827
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	41%
日均成交量 (百万股)	11
日均成交值 (百万元)	232

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	9,188
每股净资产	4.61
市净率	4.6
净负债率	37%

EPS (元)	2009A	2010
Q1	0.28	0.20
Q2	0.13	0.19
Q3	0.12	0.17
Q4	0.12	0.13
全年	0.65	0.69

52周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	3%	-16%	43%
相对指数	-2%	-20%	46%

相关报告

- 《牵手复旦张江，促进研发转型》
2011.02.24
- 《上海医药股东大会会议纪要》
2011.01.04
- 《集团抗生素资产注入，彰显整合效率》
2010.12.15
- 《收购中信医药，布局全国战略清晰》
2010.11.30
- 《内生增长稳定，外延扩张加速》
2010.11.01

模型更新时间: 2011.03.10

股票研究

必需消费

医药

上海医药 (601607)

评级: 增持

上次评级: 增持

目标价格: 30.00

上次预测: 30.00

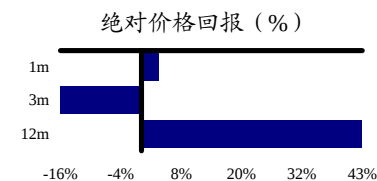
当前价格: 21.00

公司网址

www.pharm-sh.com.cn

公司简介

公司是吸收合并了上实医药、中西医药,“三合一”重组而来,现为上海发展生物医药产业的龙头企业,主要从事医药研发与制造、分销与零售。公司拥有信谊、广东天普、第一生化、新亚、常药、药材、青岛国风、胡庆余堂、正大青春宝等一批核心生产制造企业,生产涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域产品。公司分销规模位列华东和上海最大、全国名列前茅,分销渠道遍布中国几十个省市。



52 周价格范围

14.15-26.19

财务预测 (单位: 百万元)

损益表

营业收入

营业收入

营业成本

税金及附加

营业费用

管理费用

EBIT

公允价值变动收益

投资收益

财务费用

营业利润

所得税

少数股东损益

净利润

资产负债表

货币资金、交易性金融资产

其他流动资产

长期投资

固定资产合计

无形及其他资产

资产合计

流动负债

长期负债

股东权益

投入资本(IC)

现金流量表

NOPLAT

折旧与摊销

流动资金增量

资本支出

自由现金流

经营现金流

投资现金流

融资现金流

现金流净增加额

财务指标

成长性

收入增长率

EBIT 增长率

净利润增长率

利润率

毛利率

EBIT 率

净利率

收益率

净资产收益率(ROE)

总资产收益率(ROA)

投入资本回报率(ROIC)

运营能力

存货周转天数

应收账款周转天数

总资产周转天数

净利润现金含量

资本支出/收入

偿债能力

资产负债率

净负债率

估值比率

PE

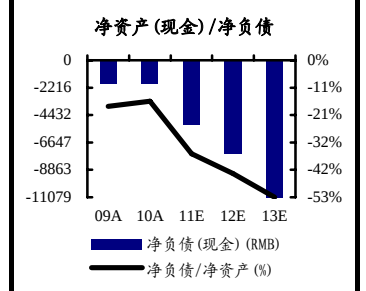
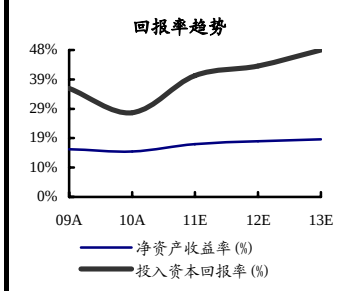
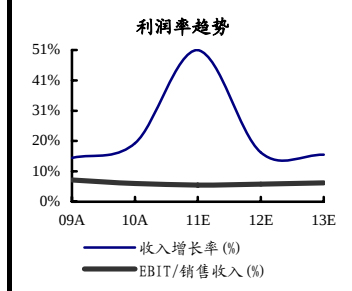
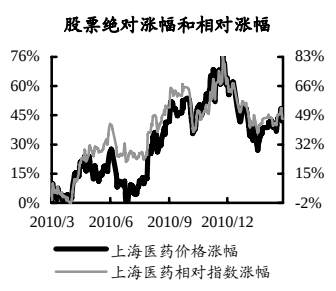
PB

EV/EBITDA

P/S

股息率

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	31,261	37,411	56,508	65,880	76,286
营业成本	25,332	30,620	46,939	54,591	63,044
税金及附加	80	103	147	171	198
营业费用	2,625	3,006	4,238	4,941	5,569
管理费用	1,650	1,800	2,430	2,701	3,051
EBIT	2,270	2,283	3,175	3,897	4,845
公允价值变动收益	1	0	1	1	1
投资收益	961	432	450	450	450
财务费用	198	207	62	-11	-58
营业利润	2,072	2,077	3,112	3,908	4,902
所得税	465	394	632	792	990
少数股东损益	368	411	601	752	941
净利润	1,297	1,368	1,929	2,414	3,021
货币资金、交易性金融资产	4,898	6,342	7,214	9,064	11,781
其他流动资产	9,710	14,366	17,795	20,716	23,952
长期投资	1,487	1,484	1,456	1,456	1,456
固定资产合计	3,603	3,647	4,549	4,994	5,252
无形及其他资产	906	1,299	1,043	1,008	973
资产合计	22,084	28,169	33,253	38,428	44,559
流动负债	11,306	15,918	18,386	20,603	23,054
长期负债	364	367	441	521	601
股东权益	10,414	11,884	14,426	17,304	20,904
投入资本(IC)	6,364	8,256	7,928	9,040	10,012
NOPLAT	1,775	1,870	2,540	3,117	3,876
折旧与摊销	421	401	286	332	364
流动资金增量	1,736	1,528	(805)	703	786
资本支出	4,054	27	1,153	703	503
自由现金流	7,986	3,825	3,173	4,856	5,529
经营现金流	(207)	488	3,468	2,331	3,024
投资现金流	(6,882)	577	(870)	(283)	(83)
融资现金流	9,351	492	(1,733)	(198)	(225)
现金流净增加额	2,262	1,557	865	1,850	2,717
收入增长率	14.7%	19.7%	51.0%	16.6%	15.8%
EBIT 增长率	52.7%	0.6%	39.1%	22.7%	24.3%
净利润增长率	66.1%	5.5%	41.0%	25.1%	25.1%
利润率					
毛利率	19.0%	18.2%	16.9%	17.1%	17.4%
EBIT 率	7.3%	6.1%	5.6%	5.9%	6.4%
净利率	4.1%	3.7%	3.4%	3.7%	4.0%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.0%	17.4%	18.3%	19.0%
总资产收益率(ROA)	5.9%	4.9%	5.8%	6.3%	6.8%
投入资本回报率(ROIC)	35.7%	27.7%	40.0%	43.1%	48.4%
存货周转天数	28	54	49	54	54
应收账款周转天数	31	59	54	60	60
总资产周转天数	127	242	196	196	196
净利润现金含量	(0.12)	0.27	1.37	0.74	0.76
资本支出/收入	12.97%	0.07%	2.04%	1.07%	0.66%
资产负债率	52.8%	57.8%	56.6%	55.0%	53.1%
净负债率	-17.8%	-15.9%	-36.2%	-43.8%	-53.0%
PE	31.6	30.0	21.3	17.0	13.6
PB	5.0	4.5	3.7	3.1	2.6
EV/EBITDA	15.0	15.1	11.7	9.6	7.8
P/S	1.31	1.10	0.73	0.62	0.54
股息率	0.5%	0.0%	0.7%	0.9%	1.1%



作者简介:**易镜明:**

S0880511010019

021-38676779

yijingming@gtjas.com

医学博士，2006 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究。

郑磊（贡献作者）:

S0880110110074

021-38674750

zhenglei008193@gtjas.com

医药行业研究助理，复旦大学硕士，2010 年进入国泰君安证券公司从事医药行业研究，负责化学药、商业、器械等子行业，CPA。

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。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决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，本公司、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

评级说明

1. 投资建议的比较标准

投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。

2. 投资建议的评级标准

报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。

	评级	说明
股票投资评级	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
行业投资评级	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究

	上海	深圳	北京
地址	上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮编	200120	518026	100140
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 59312799
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		