

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



上海医药(601607.SH)

大力推进并购

投资要点

●**业绩在预期范围内。**公司2010年实现营业收入、净利润分别374亿元、13.68亿元，同比分别增长19.67%、46.15%，每股收益0.69元，扣除非经常性损益0.60元。

●**制药业务稳步增长。**制药业务共实现营业收入8.075亿元，同比增长10.34%，其中化学药、现代中药、生物制剂分别增长13.16%、1.62%、31.49%，过亿产品达到19个，乌司他丁、头孢曲松钠的销售收入达到4亿元以上，丹参酮IIA磺酸钠、羟基氯喹等重点产品的销售收入同比增长30%以上。

●**医药分销主要定位于高端。**医药分销实现销售收入273.7亿元，同比增长23.6%。公司通过40多家附属公司及分公司和30多个物流中心形成了全国性的分销网络，有策略地覆盖华东地区、华北地区和华南地区，拥有强大的终端网络和增值服务网点。集团的分销业务大部分收入来自于销售高端医药产品，主要包括进口药品和国际制药公司的附属公司在中国生产的药品。此外，集团专注于向医院及包括社区医疗中心和诊所在内的其它医疗机构直接分销产品，此类纯销业务的利润率高于针对其它分销商的调拨销售。

●**注重研发和创新。**2010年公司研发投入合计28,570万元，约占工业销售收入的3.54%。公司2010年新增药品临床批文5个，药品生产批文3个，15个品种实现产业化上市，在研项目199项。在创新药物的研发方面，抗风湿性关节炎国家1.1类化学药品雷腾舒原料和片剂正进行1期临床，抗病毒性心肌炎1类中药槐果碱注射液进入2期临床。

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	37411	46024	56682	69885
增长率(%)	91.18	23.02	23.16	23.29
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	1368.25	1778.43	2333.43	3053.46
增长率(%)	689	30	31	31
毛利率(%)	18	19	19	19
净资产收益率(%)	15	16	18	19
EPS(元)	0.69	0.89	1.17	1.53
P/E(倍)	29.99	23.07	17.58	13.44
P/B(倍)	4.49	3.76	3.10	2.52

来源：公司年报、民族证券

医药生物

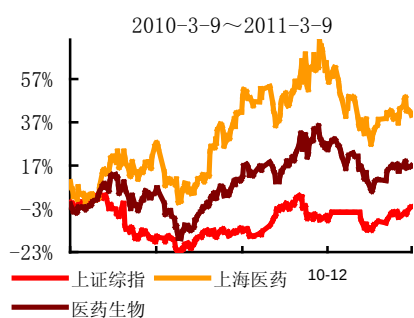
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	未评级
目标价格：	22.25

市场数据

市价(元)	20.59
上市的流通A股(亿股)	7.70
总股本(亿股)	19.93
52周股价最高最低(元)	14.15-26.19
上证指数/深证成指	2999.94/13144.18
2010年股息率	0.42%

52周相对市场表现



相关研究

●外延式扩张步伐加快，年内将发行 H 股。公司加快了全国医药流通市场布局，积极寻找潜在机会，加大并购力度，进一步强化医药分销业务的全国步伐。通过并购广州中山医医药有限公司，成功进入华南地区，成为广州的领先分销企业；收购 China Health System Ltd（实质性资产为北京地区排名前三的中信医药）、北京爱心伟业，取得以北京为中心的华北地区分销网络的突破；并购福建省医药公司、山东商联、众协药业，继续加强在华东的专业领先地位。预计年内将启动 H 股的发行工作，预计将摊薄业绩 20%左右。

● 给予“谨慎推荐”评级。预计公司 2011、2012、2013 年分别实现净利润 17.78 亿元、23.33 亿元、30.53 亿元，同比分别增长 30%、31%、31%，每股收益 0.89 元、1.17 元、1.53 元，对应动态市盈率分别为 23 倍、18 倍、13 倍。考虑到发行 H 股带来的利润摊薄的影响，给予公司 11 年 25 倍动态市盈率估值，合理价位 22.25 元。

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20698	17932	23415	30218
现金及等价物	6342	6031	8758	12146
应收帐款	7216	7202	8870	10936
存货	5041	4149	5109	6300
其它流动资产	2100	551	678	836
非流动资产	7452	3573	4213	5005
长期股权投资	1484	283	283	283
固定资产及其他	4091	1841	2267	2795
投资性房地产	261	397	397	397
无形资产	1299	920	1134	1398
其它非流动资产	317	133	133	133
资产总计	28150	21505	27628	35223
流动负债	15918	9596	11818	14571
短期借款	4818	0	0	0
应付帐款	8668	8350	10284	12680
其它流动负债	2432	1246	1534	1891
非流动负债	367	-2283	-1413	-536
长期借款	66	-2397	-1553	-710
其它非流动负债	301	114	141	173
负债合计	16285	7313	10405	14035
少数股东权益	2750	3281	3978	4890
归属于母公司所有者权益	9135	10913	13246	16300
负债和股东权益	28169	21507	27630	35224

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	14	152	219	293
净利润	155	228	304	383
资产减值准备	0	0	0	0
折旧和摊销	0	19	23	26
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	1	0	0	0
营运资本变动	-142	-95	-108	-116
投资收益	1	0	0	0
投资活动现金流	-147	24	-71	-62
资本支出	-147	24	-71	-62
其它	0	0	0	0
融资活动现金流	1586	-24	71	71
权益性融资	1679	0	0	0
负债净变化	-92	-24	71	71
财务费用	-1	0	0	0
现金净增加额	1453	152	219	302
期初现金余额	93	1546	1698	1916
期末现金余额	1546	1698	1916	2219

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	37411	46024	56682	69885
营业成本	30620	37509	46196	56956
营业税金及附加	103	129	159	196
销售费用	3006	3498	4194	5032
管理费用	1800	1841	2154	2516
财务费用	207	230	283	349
资产减值损失	31	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	432	0	0	0
营业利润	2077	2817	3696	4836
营业外收入	218	0	0	0
营业外支出	122	0	0	0
利润总额	2173	2817	3696	4836
所得税	394	507	665	870
净利润	1779	2310	3030	3966
少数股东损益	411	531	697	912
归属于母公司所	1368	1778	2333	3053
EBITDA	1882	3047	3979	5185
EPS（元）	0.69	0.89	1.17	1.53

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	91.2%	23.0%	23.2%	23.3%
营业利润	460.1%	35.6%	31.2%	30.9%
归属母公司净利	689.4%	30.0%	31.2%	30.9%
获利能力				
毛利率	18.2%	18.5%	18.5%	18.5%
净利率	3.7%	3.9%	4.1%	4.4%
ROE	15.0%	16.3%	17.6%	18.7%
ROIC	9.0%	21.0%	20.6%	20.6%
偿债能力				
资产负债率	57.9%	34.0%	37.7%	39.8%
流动比率	1.3	1.9	2.0	2.1
速动比率	1.0	1.4	1.5	1.6
营运能力				
总资产周转率	1.3	2.1	2.1	2.0
应收帐款周转率	6.4	6.4	6.4	6.4
应付帐款周转率	4.5	4.5	4.5	4.5
每股指标(元)				
每股收益	0.69	0.89	1.17	1.53
每股经营现金	(0.34)	1.84	1.50	1.96
每股净资产	4.58	5.48	6.65	8.18
估值比率				
P/E	30.0	23.1	17.6	13.4
P/B	4.5	3.8	3.1	2.5
EV/EBITDA	85.4	52.7	40.4	31.0

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn