

较快增长下，即将迎来港股上市

事件

上海医药公布 2011 年一季报，今年 1-3 月份公司实现营业收入 118.68 亿元、比去年同期增长 26.88%，扣除因广东天普不再纳入合并报表范围产生的一次性投资收益后的营业利润为 7.4 亿元、利润总额为 7.59 亿元、归属于母公司所有者的净利润为 5.15 亿元，分别比去年同期增长 26.5%、26.17% 和 25.80%。摊薄后每股收益 0.43 元，扣非后的基本每股收益为 0.22 元。

研究结论

- **1-3 月份医药商业增速更快。**2011 年 1-3 月份，医药工业实现销售收入 21.75 亿元，同比增长 10.2%，毛利率为 46.6%，医药商业实现销售收入 91.6 亿元，同比增长 36.7%，毛利率为 6.7%，商业业务增速较快主要得益于外延式扩张，去年下半年公司合并报表包括广州中山医在内的多个医药商业企业。中信医药合并后医药商业业务的毛利率水平将有望上升。
- **纯销比例降低影响毛利率、期间费用控制良好。**公司 2011 年 1-3 月份综合毛利率为 15.8%，同比下降 3.57 个百分点，医药商业业务和工业业务毛利率均有不同程度下降，其中商业毛利率下降主要原因是新并入业务纯销占比较小，拉低整体纯销比例。1-3 月份管理费用率为 4.12%，同比下降 1.44 个百分点，销售费用率为 6.36%，同比下降 1.63 个百分点，期间费用控制良好。
- **中信医药和抗生素即将作并表处理。**公司已于 4 月 2 号完成了 100% 收购中信医药的全部程序，其经营情况将于第二季度纳入合并报表范围，此外抗生素业务收购事项正在进行中，预计在第二季度完成。
- **与中国邮政合作，实现取长补短。**近日公司与中国邮政集团公司签署了全面战略合作框架协议，意欲打造全国性的新型医药物流配送网络，借助于中国邮政全国性的网络覆盖，上药可以明显提升自身的药品跨区域调拨和配送能力。
- **投资建议：**公司正进入 H 股发行的最后阶段，即将成为我国首家覆盖医药全产业链、并在医药工商业均具有领先地位的 A+H 大型医药产业集团。我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.96 元、1.21 元、1.48 元。公司未来充分受益于我国医药行业集中度提升的大历程，同时预期今年港股上市带动公司估值提升，我们给予 2011 年 30 倍市盈率，对应目标价 28.8 元，维持公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 4 月 25 日) 20.94 元

目标价格 28.80 元

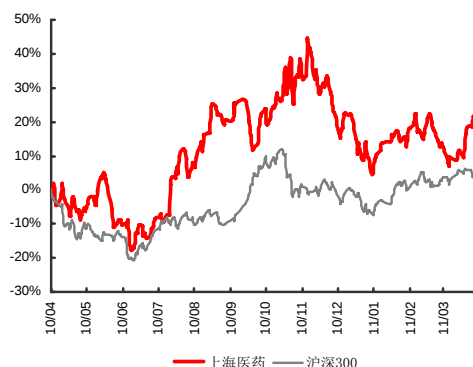
总股本/A 股 (万股) 199264/82693

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 4 月 26 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	37,411	48,148	61,845	71,280	
同比(%)	20%	29%	28%	15%	
归属母公司净利润	1,368	1,918	2,416	2,951	
同比(%)	6%	40%	26%	22%	
毛利率(%)	18.2%	18.0%	17.5%	17.1%	
ROE(%)	15.0%	17.3%	18.5%	18.9%	
每股收益(元)	0.69	0.96	1.21	1.48	
P/E (倍)	30.50	21.75	17.27	14.14	
P/B (倍)	4.57	3.77	3.19	2.67	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：上海医药报表分析

百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1
营业总收入	4722.7	9486.2	14773.7	19568.1	9498.3	18523.1	27893.2	37411.1	11868.2	4722.7	4763.5	5287.6	4794.4	9498.3	9024.8	9370.1	9517.8	11868.2
营业收入	4722.7	9486.2	14773.7	19568.1	9498.3	18523.1	27893.2	37411.1	11868.2	4722.7	4763.5	5287.6	4794.4	9498.3	9024.8	9370.1	9517.8	11868.2
同比增长率	16.5%	21.0%	20.8%	18.3%	101.1%	95.3%	88.8%	91.2%	25.0%	16.5%	25.7%	20.6%	11.0%	101.1%	89.5%	77.2%	98.5%	25.0%
营业总成本	4645.4	9359.8	14539.5	19240.4	9055.3	17635.3	26585.2	35766.8	11366.0	4645.4	4714.5	5179.7	4700.9	9055.3	8580.1	8949.9	9181.6	11366.0
营业成本	4320.3	8661.3	13492.4	17851.8	7720.2	15067.7	22788.2	30620.0	9994.9	4320.3	4341.0	4831.1	4359.5	7720.2	7347.5	7720.6	7831.7	9994.9
成本率	91.5%	91.3%	91.3%	91.2%	81.3%	81.3%	81.7%	81.8%	84.2%	91.5%	91.1%	91.4%	90.9%	81.3%	81.4%	82.4%	82.3%	84.2%
主营业务利润	395.5	812.8	1263.5	1691.4	1751.3	3402.4	5029.9	6687.8	1823.2	395.5	417.4	450.7	427.9	1751.3	1651.1	1627.4	1657.9	1823.2
毛利率	8.5%	8.7%	8.7%	8.8%	18.7%	18.7%	18.3%	18.2%	15.8%	8.5%	8.9%	8.6%	9.1%	18.7%	18.6%	17.6%	17.7%	15.8%
同比增长率	11.1%	16.1%	17.0%	18.8%	342.9%	318.6%	298.1%	295.4%	4.1%	11.1%	21.4%	18.5%	24.7%	342.9%	295.6%	261.1%	287.4%	4.1%
营业税金及附加	6.9	12.1	17.9	24.9	26.8	53.0	75.1	103.4	50.1	6.9	5.2	5.8	7.0	26.8	26.2	22.1	28.3	50.1
销售费用	200.0	317.6	541.5	657.4	746.7	1518.8	2218.9	3006.1	755.2	200.0	117.6	223.9	115.9	746.7	772.1	700.1	787.2	755.2
营业费用率	4.2%	3.3%	3.7%	3.4%	7.9%	8.2%	8.0%	8.0%	6.4%	4.2%	2.5%	4.2%	2.4%	7.9%	8.6%	7.5%	8.3%	6.4%
管理费用	87.1	194.3	288.3	430.1	511.8	898.5	1301.9	1799.9	488.9	87.1	107.3	94.0	141.8	511.8	386.7	403.5	498.0	488.9
管理费用率	1.8%	2.0%	2.0%	2.2%	5.4%	4.9%	4.7%	4.8%	4.1%	1.8%	2.3%	1.8%	3.0%	5.4%	4.3%	4.3%	5.2%	4.1%
财务费用	31.0	57.5	82.2	117.0	57.4	112.1	159.4	206.6	82.6	31.0	26.4	24.7	34.8	57.4	54.7	47.2	47.3	82.6
期间费用率	6.7%	6.0%	6.2%	6.2%	13.9%	13.7%	13.2%	13.4%	11.2%	6.7%	5.3%	6.5%	6.1%	13.9%	13.4%	12.3%	14.0%	11.2%
资产减值损失	0.0	117.0	117.4	159.3	-7.6	-14.7	41.7	30.8	-5.6	0.0	117.0	0.3	41.9	-7.6	-7.1	56.5	-10.9	-5.6
公允价值变动净收益	0.3	0.2	-1.2	-0.3	0.0	-0.1	0.1	0.4	-0.2	0.3	-0.1	-1.4	0.9	0.0	-0.1	0.2	0.3	-0.2
投资净收益	9.3	24.7	32.4	43.3	136.0	239.9	327.9	431.9	717.2	9.3	15.4	7.7	10.9	136.0	103.9	88.0	104.1	717.2
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.0	0.0	0.0	17.1	95.7	172.2	234.5	280.7	135.2	0.0	0.0	0.0	17.1	95.7	76.5	62.3	46.2	135.2
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	87.0	151.3	265.4	370.8	579.0	1127.6	1635.9	2076.6	1219.2	87.0	64.3	114.1	105.4	579.0	548.6	508.4	440.6	1219.2
营业利润率	1.8%	1.6%	1.8%	1.9%	6.1%	0.1	5.9%	5.6%	10.3%	1.8%	1.3%	2.2%	2.2%	6.1%	6.1%	5.4%	4.6%	10.3%
同比增长率	74.0%	37.2%	58.9%	126.6%	565.9%	6.5	516.5%	460.1%	110.6%	74.0%	6.7%	101.2%	-3226.7	565.9%	753.2%	345.4%	318.2%	110.6%
加：营业外收入	2.5	12.3	14.1	21.0	15.1	75.7	152.7	217.8	30.1	2.5	9.8	1.8	6.9	15.1	60.6	77.0	65.1	30.1
减：营业外支出	0.6	2.2	6.5	36.8	6.1	26.0	35.9	121.8	11.4	0.6	1.6	4.3	30.3	6.1	19.9	9.9	85.9	11.4
利润总额	88.8	161.4	273.0	355.0	588.1	1177.3	1752.7	2172.5	1237.9	88.8	72.5	111.6	82.0	588.1	589.3	575.4	419.8	1237.9
税前利润率	1.9%	1.7%	1.8%	1.8%	6.2%	0.1	6.3%	5.8%	10.4%	1.9%	1.5%	2.1%	1.7%	6.2%	6.5%	6.1%	4.4%	10.4%
同比增长率	77.4%	55.6%	60.2%	90.1%	562.0%	6.3	542.1%	512.1%	110.5%	77.4%	35.2%	67.3%	402.9%	562.0%	712.5%	415.4%	412.1%	110.5%
减：所得税	23.7	40.5	69.3	91.5	89.1	184.7	273.0	393.6	277.9	23.7	16.8	28.8	22.2	89.1	95.6	88.3	120.5	277.9
有效税率	26.7%	25.1%	25.4%	25.8%	15.2%	0.2	15.6%	18.1%	22.4%	26.7%	23.1%	25.8%	27.0%	15.2%	16.2%	15.3%	28.7%	22.4%
净利润	65.1	120.9	203.7	263.5	498.9	992.6	1479.7	1779.0	960.0	65.1	55.8	82.8	59.8	498.9	493.7	487.1	299.3	960.0
减：少数股东损益	22.6	50.7	73.0	90.2	107.1	226.5	374.6	410.7	111.4	22.6	28.2	22.3	17.2	107.1	119.4	148.1	36.2	111.4
归属于母公司所有者的净利润	42.6	70.1	130.7	173.3	391.8	766.1	1105.1	1368.3	848.6	42.6	27.6	60.6	42.6	391.8	374.3	339.0	263.1	848.6
净利率	0.9%	0.7%	0.9%	0.9%	4.1%	0.0	4.0%	3.7%	7.2%	0.9%	0.6%	1.1%	0.9%	4.1%	4.1%	3.6%	2.8%	7.2%
同比增长率	67.5%	55.3%	63.8%	111.4%	820.7%	9.9	745.6%	689.4%	116.6%	67.5%	39.5%	74.8%	1865.0	820.7%	1257.0%	459.9%	517.1%	116.6%
每股收益	0.021	0.035	0.066	0.087	0.197	0.384	0.555	0.687	0.426	0.021	0.014	0.030	0.021	0.197	0.188	0.170	0.132	0.426

资料来源：东方证券研究所

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20,707	22,217	28,583	32,907	营业收入	37,411	48,148	61,845	71,280
现金	6,338	4,815	6,185	7,128	营业成本	30,620	39,476	51,039	59,072
应收账款	6,794	8,489	11,012	12,630	营业税金及附加	103	128	165	192
其它应收款	513	969	1,110	1,331	营业费用	3,006	3,522	4,207	4,525
预付账款	1,584	1,184	1,531	1,772	管理费用	1,800	2,093	2,597	2,910
存货	5,041	6,260	8,196	9,446	财务费用	207	356	486	457
其他	437	500	550	600	资产减值损失	31	50	50	50
非流动资产	7,462	12,939	13,475	13,923	公允价值变动收益	0	(1)	0	(0)
长期投资	1,484	6,437	6,450	6,446	投资净收益	432	450	500	550
固定资产	3,647	4,173	4,917	5,257	营业利润	2,077	2,972	3,803	4,623
无形资产	876	839	812	782	营业外收入	218	187	182	195
其他	1,455	1,490	1,296	1,439	营业外支出	122	98	101	107
资产总计	28,169	35,156	42,058	46,830	利润总额	2,173	3,061	3,883	4,712
流动负债	15,918	20,438	24,600	25,960	所得税	394	589	749	899
短期借款	4,791	7,638	8,226	7,492	净利润	1,779	2,472	3,134	3,813
应付账款	6,793	8,328	10,952	12,604	少数股东损益	411	554	719	862
其他	4,334	4,473	5,422	5,864	归属于母公司净利润	1,368	1,918	2,416	2,951
非流动负债	367	357	362	360	EBITDA	2,684	3,592	4,589	5,421
长期借款	66	66	66	66	EPS（元）	0.69	0.96	1.21	1.48
其他	301	291	296	294	主要财务比率				
负债合计	16,285	20,795	24,962	26,320	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2,750	3,304	4,022	4,885	成长能力				
股本	1,993	1,993	1,993	1,993	营业收入	19.7%	28.7%	28.4%	15.3%
资本公积	3,433	3,433	3,433	3,433	营业利润	0.2%	43.1%	28.0%	21.6%
留存收益	3,714	5,632	7,649	10,201	归属于母公司净利润	5.5%	40.2%	25.9%	22.1%
归属母公司股东权益合计	9,135	11,057	13,074	15,626	获利能力				
负债和股东权益	28,169	35,156	42,058	46,830	毛利率	18.2%	18.0%	17.5%	17.1%
现金流量表					净利率	19.3%	3.7%	4.0%	3.9%
单位:百万元					ROE	15.0%	17.3%	18.5%	18.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.2%	12.2%	13.7%	14.7%
经营活动现金流	1,686	1,786	1,922	2,791	偿债能力				
净利润	1,779	2,472	3,134	3,813	资产负债率	57.8%	59.2%	59.4%	56.2%
折旧摊销	401	264	300	341	净负债比率				
财务费用	207	356	486	457	流动比率	1.30	1.09	1.16	1.27
投资损失	(432)	(450)	(500)	(550)	速动比率	0.97	0.77	0.82	0.89
营运资金变动	(341)	(1,594)	(1,493)	(1,379)	营运能力				
其它	72	738	(5)	109	总资产周转率	1.49	1.52	1.60	1.60
投资活动现金流	(2,743)	(5,882)	(229)	(267)	应收账款周转率	6.11	6.27	6.28	5.97
资本支出	(550)	(807)	(778)	(801)	应付账款周转率	5.29	5.22	5.29	5.02
长期投资	(1,176)	5,541	(48)	16	每股指标（元）				
其他	(1,016)	(10,616)	597	518	每股收益	0.69	0.96	1.21	1.48
筹资活动现金流	2,325	2,572	(323)	(1,580)	每股经营现金流	0.85	0.90	0.96	1.40
短期借款	1,506	2,847	588	(734)	每股净资产	4.58	5.55	6.56	7.84
长期借款	(18)	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	-	-	-	P/E	30.5	21.8	17.3	14.1
资本公积增加	(343)	-	-	-	P/B	4.6	3.8	3.2	2.7
其他	1,180	(275)	(912)	(846)	EV/EBITDA	15.0	11.2	8.8	7.4
现金净增加额	1,263	(1,524)	1,370	943					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。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。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，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。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司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，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn