

医药商业 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 27.00 元

当前股价: 21.56 元

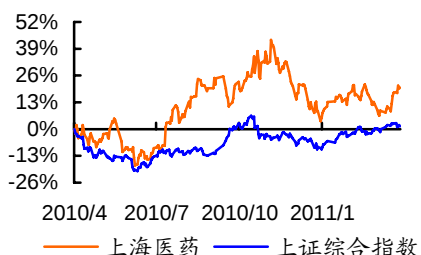
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3010.52
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	178
EPS (TTM)	0.69
每股净资产(元)	5.96
资产负债率	57.8%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
上海医药	7.37	10.45	-1.42
上证综合指数	3.13	10.87	1.19



相关报告

《上海医药-10 年业绩符合预期, H 股发行助推公司新发展》2011-3-9

《上海医药-涉足创新药研发, 工业布局迈出新步伐》2011-2-24

《上海医药-收购中信医药、抗生素资产整合, 工商业齐发展》2010-12-15

上海医药

601607

推荐

一季报符合预期, H 股发行箭在弦上

公司 2011 年一季报实现净利润 8.49 亿, 同比增 116.57%, 扣除非经常性损益后净利润 5.15 亿, 同比增 25.8%, 合 EPS0.22 元。

投资要点:

■ **商业收入快速增长, 工业收入增长稍慢, 费用率继续下降, 整合带来的营运效率提升逐步显现:** 2011 年 1-3 月实现收入 118.68 亿, 同比增 26.88%; 扣除广东天普不并表带来的一次性收益后营业利润 7.4 亿, 增 26.5%; 利润总额 7.59 亿, 增 26.17%; 净利 5.15 亿, 增 25.8%。营业费用率 6.36%, 同比下降 1.63%; 管理费用率 4.12%, 同比下降 1.44%。

商业收入快速增长, 收购中信医药后完成华东、华南、华北全国布局, 未来有望持续快速增长: 商业收入 91.6 亿, 增 36.7%, 毛利率 6.7%。二季度开始中信医药并表, 将有助于工业收入增速加快, 毛利率提高。公司公告与中国邮政合作, 将同时利用邮政的物流和银行系统, 实现非中心城市配送的资源整合, 提高效率; 和辉瑞等跨国企业战略合作, 将继续实现独家品种或独特领域如疫苗的合作加强, 促进商业收入进一步快速增长;

工业收入增速稍低, 聚焦品种的策略尚在实施, 未来增速有望加快: 工业收入 21.75 亿, 增 10.2%, 毛利率 46.6%, 下降 0.7%。受中药材涨价过快、短期部分品种降价影响毛利率有所下降, 但聚焦品种的策略实施后, 未来毛利率有望回升。且公司与复旦张江合作四个新药的研发, 涉足创新药领域, 表现公司做强工业的决心。未来工业增速有望逐步加快。

■ **抗生素业务有望在二季度实现并表, 兑现资产重组的最后承诺。**

■ **H 股发行已通过证监会同意, 且完成港交所聆讯, 发行事宜箭在弦上。**

■ **我们看好 H 股融资后的新上药将更加有资本和竞争力在工业和商业领域进行进一步的扩张。看好公司工商业一体化的目标, 维持推荐评级。不考虑非经常性损益, 预测 11-13 年的 EPS 为 0.92、1.11 和 1.35 元, 目标价 27 元。**

■ **风险提示:** 工业、商业扩张的时间和进度存在不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	37411	52341	67556	84459
同比(%)	20%	40%	29%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1368	1833	2210	2699
同比(%)	6%	34%	21%	22%
毛利率(%)	18.2%	17.6%	17.2%	16.8%
ROE(%)	15.0%	17.1%	17.1%	17.3%
每股收益(元)	0.69	0.92	1.11	1.35
P/E	30.49	22.76	18.88	15.46
P/B	4.57	3.90	3.23	2.67
EV/EBITDA	15	13	11	9

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20707	27367	34147	42005	营业收入	37411	52341	67556	84459
现金	6338	9992	11672	13841	营业成本	30620	43134	55914	70228
应收账款	6794	6721	8675	10845	营业税金及附加	103	141	182	228
其它应收款	513	718	927	1159	营业费用	3006	3978	5134	6334
预付账款	1584	2231	2892	3632	管理费用	1800	2408	3074	3716
存货	5041	7101	9205	11561	财务费用	207	327	328	309
其他	437	605	776	967	资产减值损失	31	50	50	50
非流动资产	7462	7273	7079	6883	公允价值变动收益	0	1	0	0
长期投资	1484	1484	1484	1484	投资净收益	432	400	400	420
固定资产	3647	3618	3504	3349	营业利润	2077	2704	3274	4013
无形资产	876	876	876	876	营业外收入	218	150	150	150
其他	1455	1294	1215	1175	营业外支出	122	80	80	80
资产总计	28169	34640	41226	48889	利润总额	2173	2774	3344	4083
流动负债	15918	20293	24036	28228	所得税	394	416	502	613
短期借款	4791	5500	5500	5500	净利润	1779	2358	2843	3471
应付账款	6793	9569	12404	15579	少数股东损益	411	524	632	772
其他	4334	5224	6132	7149	归属母公司净利润	1368	1833	2210	2699
非流动负债	367	378	378	378	EBITDA	2684	3222	3800	4523
长期借款	66	66	66	66	EPS（元）	0.69	0.92	1.11	1.35
其他	301	312	312	312	主要财务比率				
负债合计	16285	20671	24414	28606	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2750	3274	3906	4678	成长能力				
股本	1993	1993	1993	1993	营业收入	19.7%	39.9%	29.1%	25.0%
资本公积	3433	3433	3433	3433	营业利润	0.2%	30.2%	21.1%	22.6%
留存收益	3714	5268	7479	10178	归属于母公司净利润	5.5%	34.0%	20.6%	22.1%
归属母公司股东权益	9135	10695	12906	15604	获利能力				
负债和股东权益	28169	34640	41226	48889	毛利率	18.2%	17.6%	17.2%	16.8%
现金流量表					净利率	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.0%	17.1%	17.1%	17.3%
经营活动现金流	1686	3149	1609	2058	ROIC	22.6%	34.8%	35.7%	37.2%
净利润	1779	2358	2843	3471	偿债能力				
折旧摊销	401	191	197	200	资产负债率	57.8%	59.7%	59.2%	58.5%
财务费用	207	327	328	309	净负债比率	29.99	27.06%	22.91	19.55%
投资损失	-432	-400	-400	-420	流动比率	1.30	1.35	1.42	1.49
营运资金变动	-341	344	-1865	-2065	速动比率	0.97	0.99	1.03	1.07
其它	72	329	506	563	营运能力				
投资活动现金流	-2743	401	400	420	总资产周转率	1.49	1.67	1.78	1.87
资本支出	550	-1	0	0	应收账款周转率	6	7	8	8
长期投资	-1176	0	0	0	应付账款周转率	5.29	5.27	5.09	5.02
其他	-3369	400	400	420	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2325	103	-328	-309	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.92	1.11	1.35
短期借款	1506	709	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.58	0.81	1.03
长期借款	-18	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.58	5.37	6.48	7.83
普通股增加	0	-0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-343	0	0	0	P/E	30.49	22.76	18.88	15.46
其他	1180	-606	-328	-309	P/B	4.57	3.90	3.23	2.67
现金净增加额	1263	3653	1681	2169	EV/EBITDA	15	13	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐： 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性： 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避： 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡： 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉：2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围；“2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名；2010 年财经风云榜最佳证券分析师（医药行业唯一一个）。

中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业及医药流通研究；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。本报告未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434