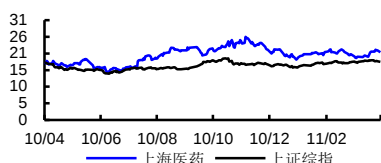


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
上海医药(601607)
推荐
2011 年 1 季报点评

(维持评级)

2011 年 4 月 26 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	1,992.6/826.9
总市值 (百万元)	41,726.0/17,315.9
沪深 300/深圳成指	2,964.95/12,508.01
12 个月最高/最低 (元)	25.70/14.79

相关研究报告:

《上海医药-601607-“优质”增长, 估值安全》——2011-3-9

《上海医药-601607-收购中信医药 100%股权, 再增业绩砝码》——2011-1-31

《上海医药-601607-抗生素资产如期注入, 期待后续整合效应》——2010-12-15

《上海医药-601607-将收购中信医药, 全国网络扩张取得重大突破》——2010-11-30

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

季报点评

赴港上市在即, 摊薄后估值仍安全

● 1 季报扣除广东天普一次性损益后净利润增 26%, 符合预期

11Q1 公司实现营业收入 118.68 亿元 (未含抗生素业务), 同比增长 26.88%, 扣除广东天普的销售, 则收入同比增长 29.01%; 归属于上市公司股东净利润 8.49 亿元, 同比增长 107%。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净利润 5.15 亿元, 同比增长 25.80%; 实现 EPS0.426 元/股 (扣非 0.22)。经营性现金流量净额 4.31 亿元, 盈利质量正常。

● 医药工业仍表现平淡

医药工业销售收入 (未含抗生素业务, 下同) 21.75 亿元, 同口径增长 10.2%, 仍低于行业平均增速, 毛利率 46.6%, 同口径下降 0.7 个百分点。调整制药工业产品结构、改善和提升毛利率是公司接下来的重点工作。

● 医药商业在高基数上快速增长, 亮点突出

医药分销及供应链解决方案业务实现销售收入 91.6 亿元 (扣除内部销售), 在原有较高基数上快速增长 36.7%, 毛利率 6.7%。主要是过去两年持续收购的中山医、福建医药等产生效益, 而原来的上医控股自身也有 20% 以上的增速。公司近期和辉瑞、中国邮政等展开合作, 探索分销新业务模式。

● 两项重要收购完成略有延时

公司今年两项重点收购项目: 集团抗生素资产、中信医药。集团抗生素资产 2 季度才能完成, 但我们前期预测对集团注资没有做调整, 不影响预测结果。但中信医药原来预测按全年并表, 此次按 9 个月并表, 减少合并约 0.02 元, 因此我们将原来主业的业绩预测调整为 0.97 元/股 (原 0.99 元), 加上广东天普一次性收益约合 0.17 元/股, 预计 11EPS1.14 元/股。对 12-13 年业绩预测不做调整。

● 赴港上市在即, 维持“推荐”评级

公司赴港上市进展顺利, 预计 6 月份完成。届时融资规模将有望达到百亿之巨。并购后有望继医药商业后, 在医药工业领域展开并购。主业业绩 11-13 年 0.97、1.29、1.58, 假设赴港 IPO 股本摊薄 20~25%, 摊薄后 12EPS 介于 1.03~1.08 之间, 则 12PE 也只有 19~20X, 估值仍较安全, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	31,073	37,411.07	47,138	58,451	68,972
(+/-%)	14.0%	19.67%	26.0%	24.0%	18.0%
净利润(百万元)	1311	1,368.25	1931	2577	3140
(+/-%)	67.9%	5.51%	41.1%	33.5%	21.8%
每股收益 (元)	0.66	0.69	0.97	1.29	1.58
EBIT Margin	5.1%	5.0%	5.7%	6.1%	6.2%
净资产收益率 (ROE)	15.9%	14.98%	18.9%	22.4%	24.0%
市盈率 (PE)	32.7	30.50	21.6	16.2	13.3
EV/EBITDA	32.6	25.6	20.5	16.7	14.7
市净率 (PB)	5.2	4.57	4.1	3.6	3.2

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	6338	8236	9327	10928	营业收入	37411	47138	58451	68972
应收款项	7729	9040	11210	13228	营业成本	30620	39322	48705	57425
存货净额	5041	6431	7975	9410	营业税金及附加	103	123	152	179
其他流动资产	1593	2007	2489	2937	销售费用	3006	3064	3682	4276
流动资产合计	20707	25721	31007	36509	管理费用	1800	1962	2367	2788
固定资产	3979	4049	3947	3800	财务费用	207	257	235	214
无形资产及其他	876	847	818	788	投资收益	432	631	757	871
投资性房地产	1123	1123	1123	1123	资产减值及公允价值变动	(30)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	1484	1584	1684	1734	其他收入	0	0	0	0
资产总计	28169	33325	38579	43954	营业利润	2077	3036	4062	4955
短期借款及交易性金融负债	4818	4818	4818	4818	营业外净收支	96	30	30	30
应付款项	8668	11791	14621	17253	利润总额	2173	3066	4092	4985
其他流动负债	2432	3088	3817	4500	所得税费用	394	555	741	903
流动负债合计	15918	19698	23257	26571	少数股东损益	411	580	774	942
长期借款及应付债券	66	66	66	66	归属于母公司净利润	1368	1931	2577	3140
其他长期负债	301	321	341	361					
长期负债合计	367	387	407	427	现金流量表 (百万元)				
负债合计	16285	20085	23664	26998		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2750	3040	3426	3898	净利润	1368	1931	2577	3140
股东权益	9135	10200	11489	13059	资产减值准备	(225)	(31)	0	0
负债和股东权益总计	28169	33325	38579	43954	折旧摊销	383	349	372	386
					公允价值变动损失	30	5	5	5
					财务费用	207	257	235	214
					营运资本变动	(1630)	672	(616)	(567)
					其它	421	321	387	471
					经营活动现金流	347	3247	2725	3435
					资本开支	(116)	(384)	(245)	(215)
					其它投资现金流	4	0	0	0
					投资活动现金流	(109)	(484)	(345)	(265)
					权益性融资	2046	100	0	0
					负债净变化	(18)	0	0	0
					支付股利、利息	(716)	(966)	(1289)	(1570)
					其它融资现金流	636	0	0	0
					融资活动现金流	1213	(866)	(1289)	(1570)
					现金净变动	1451	1898	1091	1600
					货币资金的期初余额	4887	6338	8236	9327
					货币资金的期末余额	6338	8236	9327	10928
					企业自由现金流	513	2822	2413	3129
					权益自由现金流	1131	2611	2221	2953

资料来源：国信证券经济研究所预测

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.69	0.97	1.29	1.58
每股红利	0.36	0.48	0.65	0.79
每股净资产	4.58	5.12	5.77	6.55
ROS	4%	4%	4%	5%
ROE	15%	19%	22%	24%
毛利率	18%	17%	17%	17%
EBIT Margin	5%	6%	6%	6%
EBITDA Margin	6%	6%	7%	7%
收入增长	20%	26%	24%	18%
净利润增长率	4%	41%	33%	22%
资产负债率	68%	69%	70%	70%
息率	1.7%	2.3%	3.1%	3.8%
P/E	30.5	21.6	16.2	13.3
P/B	4.6	4.1	3.6	3.2
EV/EBITDA	25.6	20.5	16.7	14.7

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
		刘子宁	021-60933145	闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
周 俊					
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343			郭 莹	010-88005303
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
		吴琳琳	0755-82130833-1867	谭权胜	0755-82136019
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
		张 弢	010-88005311		
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
欧阳仕华					
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
马 彦	010-88005304			邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	
						郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn	