

香港 IPO 之旅正式开始

事件:

上海医药将于 5 月 6 日在香港公开招股。公司将发行逾 6.64 亿股 H 股, 发行后占股本的 25%, 若行使超额配股权 (15%), 则将发行 7.6 亿股, 招股区间为 21.8 港元-26 港元, 若以中端价 23.9 港元定价, 预计在扣除承销费等各项开支后, 将获得集资净额约 152.75 亿港元。香港公开发售将于 5 月 6 日上午 9 时开始, 至 5 月 12 日中午 12 时结束, 公司计划于 2011 年 5 月 20 日正式在香港联交所主板挂牌交易。本次 IPO 的保荐人及承销商为高盛、德意志银行、瑞信和中金香港。

上海医药本次发行的 H 股, 仅有 5% 为公开发行, 其余 95% 均为国际配售。四家基础投资者已认购价值 5.5 亿美元的 H 股股份, 包括全球最大医药公司美国辉瑞公司、全球最大主权基金之一淡马锡、亚洲知名财务投资人国浩及中银国际。

动态点评:

- **多个基础投资者参与显示出市场的较高认可度:** 美国辉瑞公司此次投资上海医药为其首次作为基础投资者投资中国医药企业, 也是迄今唯一一宗在亚洲的基础投资者。此外, 这也是淡马锡除了金融企业外最大的一笔基础投资, 亦是第一次对中国地方国有企业进行基础投资。
- **购买股票承诺有望提振市场信心:** 公司高级管理人员承诺 2011 年-2013 年在获得年终奖金后, 拿出 50% 在 A 股市场按市场价格购买上药股票, 并承诺锁定期, 锁定期为在任期结束后的 6 个月内, 公司的回购股票承诺有望提振市场信心。
- **十二五医药流通规划出炉奠定公司未来发展基调:** 商务部于今日出台“十二五”全国药品流通行业发展规划纲要, 目标到 2015 年: 形成 1-3 家年销售额过千亿元的全国性大型医药商业集团, 20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业; 药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上, 药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上。公司作为华东地区的医药分销龙头, 同时在华南华北地区初步完成网络布局, 未来将显著收益于医药流通行业集中度提升的大潮。

投资建议: 公司在招股书中预计 2011 年的净利润不低于 21 个亿人民币, 考虑到目前港股发售情况并未确定, 我们维持原有盈利预测, 预计公司 2011、2012、2013 年每股收益为 0.96 元、1.21 元、1.48 元。预期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。



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 29 日)	19.92 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 5 月 6 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	37411	44893	53872	63569
同比(%)	20%	20%	20%	18%
归属母公司净利润	1368	1912	2405	2942
同比(%)	6%	40%	26%	22%
毛利率(%)	18.2%	19.0%	19.0%	19.0%
ROE(%)	15.0%	17.3%	17.9%	18.2%
每股收益(元)	0.69	0.96	1.21	1.48
P/E (倍)	29.01	20.77	16.51	13.49
P/B (倍)	4.35	3.59	2.95	2.45

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	20707	23826	29327	34935	营业收入	37411	44893	53872	63569
现金	6338	7222	9208	11272	营业成本	30620	36364	43636	51491
应收账款	6794	8048	9700	11429	营业税金及附加	103	112	135	159
其它应收款	513	913	977	1199	营业费用	3006	3591	4256	4958
预付账款	1584	1384	1860	2116	管理费用	1800	2132	2505	2924
存货	5041	5745	6969	8194	财务费用	207	163	126	63
其他	437	514	613	725	资产减值损失	31	20	20	20
非流动资产	7462	8009	7939	8074	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	1484	1615	1612	1613	投资净收益	432	500	600	700
固定资产	3647	3881	3946	4062	营业利润	2077	3011	3794	4653
无形资产	876	940	910	880	营业外收入	218	189	191	195
其他	1455	1574	1471	1519	营业外支出	122	103	106	108
资产总计	28169	31835	37265	43010	利润总额	2173	3097	3879	4740
流动负债	15918	17158	19456	21565	所得税	394	595	748	904
短期借款	4791	5000	5000	5000	净利润	1779	2501	3130	3836
应付账款	6793	7671	9364	10987	少数股东损益	411	590	726	894
其他	4334	4487	5093	5578	归属于母公司净利润	1368	1912	2405	2942
非流动负债	367	286	288	288	EBITDA	2684	3419	4191	5003
长期借款	66	66	66	66	EPS（元）	0.69	0.96	1.21	1.48
其他	301	220	222	222	主要财务比率				
负债合计	16285	17444	19744	21852	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2750	3340	4065	4959	成长能力				
股本	1993	1993	1993	1993	营业收入	19.7%	20.0%	20.0%	18.0%
资本公积	3433	3433	3433	3433	营业利润	0.2%	45.0%	26.0%	22.7%
留存收益	3714	5625	8030	10773	归属于母公司净利润	5.5%	39.7%	25.8%	22.4%
归属母公司股东权益合计	9135	11051	13456	16199	获利能力				
负债和股东权益	28169	31835	37265	43010	毛利率	18.2%	19.0%	19.0%	19.0%
现金流量表					净利率	3.7%	4.3%	4.5%	4.6%
单位:百万元					ROE	15.0%	17.3%	17.9%	18.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	27.7%	30.8%	34.2%	36.3%
经营活动现金流	1686	633	1772	2068	偿债能力				
净利润	1779	2501	3130	3836	资产负债率	57.8%	54.8%	53.0%	50.8%
折旧摊销	401	246	271	286	净负债比率				
财务费用	207	163	126	63	流动比率	1.30	1.39	1.51	1.62
投资损失	-432	-500	-600	-700	速动比率	0.97	1.04	1.13	1.22
营运资金变动	-341	-1439	-1205	-1469	营运能力				
其它	72	-338	50	51	总资产周转率	1.49	1.50	1.56	1.58
投资活动现金流	-2743	132	368	249	应收账款周转率	6	6	6	6
资本支出	550	310	220	415	应付账款周转率	5.29	5.03	5.12	5.06
长期投资	-1176	156	-52	17	每股指标（元）				
其他	-3369	598	536	681	每股收益	0.69	0.96	1.21	1.48
筹资活动现金流	2325	119	-153	-254	每股经营现金流	0.85	0.32	0.89	1.04
短期借款	1506	209	0	0	每股净资产	4.58	5.55	6.75	8.13
长期借款	-18	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	29.01	20.77	16.51	13.49
资本公积增加	-343	0	0	0	P/B	4.35	3.59	2.95	2.45
其他	1180	-91	-153	-254	EV/EBITDA	15	11	9	8
现金净增加额	1263	883	1987	2064					

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

分析师声明

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