

湘财证券研究所

行业研究部

陈国俊 分析师

执业编号: S0500511010012

联系人:

叶侃

Tel: 021-68634518-8721

E-mail: yk2880@xcsc.com

目标价: 27.71 元

当前股价: 19.36 元

评价调整: 维持

基本信息

上证综指 2858.46

总股本 2,656,857,338

流通股本 1,557,563,899

EPS(TTM) 0.6867

PE(TTM) 28.18

事件:

公司实际控制人上实集团子公司、公司股东上海上实于 2011 年 5 月 20 日通过上海证券交易所交易系统增持了公司股份 9,803,224 股, 占公司已发行总股份的 0.369%, 增持平均价格约为 19.15 元。上海上实及其一致行动人计划在未来 12 各月内 (自首次增持之日即 2011 年 3 月 31 日起算) 以自身名义继续增持公司股份, 累计增持比例不超过公司已发行总股份的 2% (包含已增持的 0.486% 股份)。

投资要点:

□ **股东增持凸现公司成长价值。**上海上实继 2011 年 3 月 31 日和 4 月 1 日期间增持了公司总股份的 0.117% 之后, 本次进一步增持公司总股份的 0.369%, 并计划与其一致行动人在未来进一步增持公司股份, 显示了公司控股股东对公司未来成长的信心。我们认为, 这份信心主要源自上海医药以工商业垂直一体化先天优势为基础的内生性增长以及 H 股上市以后商业扩张、工业并购带来的外生性增长。在短短的两年内, 公司完成了从新上药重组到 H 股融资的两次蜕变, 内部整合和外部扩张正双管齐下, 未来成长空间已然明确。

□ **资源优化由内及外实现战略升级。**2010 年, 公司资源整合以内部整合为主, 经过一年的磨合, 新上药内部的组织关系得以理顺, 并推动了全国性商业网络的构建以及重点工业品种聚焦战略。而在 2011 年, 公司将更进一步, 开始利用自身资源优势主动对外寻求战略合作, 力争实现资源优化的战略升级: 与复旦张江等外部研发机构开展战略研发合作, 最大限度地整合公司内外的科研资源; 与跨国药企在高端药品、高质耗材及疫苗三大业务领域深化战略合作, 提升在商业竞争中的品种优势; 与中国邮政战略合作加速医药物流的下沉……单从资源优化的角度, 公司正在实现由内部整合到充分利用外部资源的战略升级, 有利于创造更加广阔的成长空间。

□ **盈利预测及投资评级**

考虑到 H 股上市对股本的摊薄作用, 我们调整对公司的盈利预测, 预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.81 元、0.98 元和 1.24 元。我们坚持认为, 2010 年仅仅是新上药整合的过渡期, 而 2011 年起公司围绕工商业垂直一体化的整合仍在持续并逐步升级, 效果有望逐步显现, 加之 H 股融资完成后工商业领域的扩张和并购将加速, 由此将推动公司盈利水平持续向好。故我们继续维持上海医药“买入”的投资评级, 6-12 个月目标价 27.71 元不变。

□ **风险提示:** 后续外延式并购以及工业整合进程滞缓。

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	32426	34180	39661	营业收入	37411	50709	66496	82581
现金	6338	15555	13677	15520	营业成本	30620	41647	54637	67720
应收账款	6794	8758	11369	13978	营业税金及附加	103	147	193	239
其他应收款	513	406	527	648	营业费用	3006	3830	4872	5929
预付账款	1584	2154	2826	3503	管理费用	1800	2342	3010	3663
存货	5041	4969	5019	5069	财务费用	207	40	-38	41
其他流动资产	437	584	762	943	资产减值损失	31	50	50	50
非流动资产	7462	14233	20683	24411	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	1484	1550	1628	1709	投资净收益	432	800	450	450
固定资产	3647	9801	15787	19382	营业利润	2077	3452	4223	5389
无形资产	876	846	819	792	营业外收入	218	200	200	200
其他非流动资产	1455	2036	2449	2528	营业外支出	122	100	100	100
资产总计	28169	46659	54863	64072	利润总额	2173	3552	4323	5489
流动负债	15918	17980	22991	28567	所得税	394	680	836	1072
短期借款	4791	3500	4500	6000	净利润	1779	2872	3487	4417
应付账款	6793	9162	12020	14898	少数股东损益	411	672	817	1038
其他流动负债	4334	5317	6471	7668	归属母公司净利润	1368	2201	2670	3379
非流动负债	367	294	307	325	EBITDA	2684	3906	4936	6468
长期借款	66	2	-8	-8	EPS (元)	0.69	0.81	0.98	1.24
其他非流动负	301	291	315	333					
负债合计	16285	18274	23298	28892					
少数股东权益	2750	3421	4239	5276					
股本	1993	2723	2723	2723					
资本公积	3433	16327	16327	16327					
留存收益	3714	5914	8276	10854					
归属母公司股东权益	9135	24964	27326	29904					
负债和股东权益	28169	46659	54863	64072					

现金流量表					主要财务比率				
单位: 百万元					单位: %				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	1686	3453	4265	5553	成长能力				
净利润	1779	2872	3487	4417	营业收入	19.7%	35.5%	31.1%	24.2%
折旧摊销	401	414	751	1038	营业利润	0.2%	66.3%	22.3%	27.6%
财务费用	207	40	-38	41	归属于母公司净利润	5.5%	60.8%	21.3%	26.6%
投资损失	-432	-800	-450	-450	获利能力				
营运资金变动	-341	314	-114	-61	毛利率 (%)	18.2%	17.9%	17.8%	18.0%
其他经营现金	72	613	630	568	净利率 (%)	3.7%	4.3%	4.0%	4.1%
投资活动现金流	-2743	-6507	-6864	-4368	ROE (%)	15.0%	8.8%	9.8%	11.3%
资本支出	550	7200	7200	4700	ROIC (%)	22.6%	20.2%	17.1%	19.2%
长期投资	-1176	80	84	88	偿债能力				
其他投资现金	-3369	773	420	420	资产负债率 (%)	57.8%	39.2%	42.5%	45.1%
筹资活动现金流	2325	12272	720	658	净负债比率 (%)	29.99%	19.17%	19.28%	20.74%
短期借款	1506	-1291	1000	1500	流动比率	1.30	1.80	1.49	1.39
长期借款	-18	-64	-10	0	速动比率	0.97	1.51	1.26	1.20
普通股增加	0	731	0	0	营运能力				
资本公积增加	-343	12894	0	0	总资产周转率	1.49	1.36	1.31	1.39
其他筹资现金	1180	2	-270	-842	应收账款周转率	6	6	6	6
现金净增加额	1263	9217	-1879	1843	应付账款周转率	5.29	5.22	5.16	5.03

每股指标 (元)					估值比率				
每股收益 (最新摊薄)	0.50	0.81	0.98	1.24	P/E	38.53	23.96	19.75	15.60
每股经营现金流 (最新摊薄)	0.62	1.27	1.57	2.04	P/B	5.77	2.11	1.93	1.76
每股净资产 (最新摊薄)	3.35	9.17	10.03	10.98	EV/EBITDA	19	13	10	8

分析师声明：

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。

本报告准确清晰地反映了本人的研究观点。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收到任何形式的补偿。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。