

抗生素资产如期实现并表

事件：

上海医药收购控股股东上海医药(集团)有限公司抗生素资产事宜已经于2010年12月30日上海医药2010年第三次临时股东大会审议通过：上海医药决定以现金收购上药集团持有的上海新亚药业有限公司合计96.9%股权(其中上药集团持有其46.49%股权,上海新先锋药业有限公司持有其50.41%股权)和上海新先锋华康医药有限公司100%股权。截止2011年9月20日,上述收购事宜已完成产权交割手续,预计近日将完成工商变更登记手续。

点评：

- **抗生素资产注入，正式合并报表。**上药集团抗生素业务资产的主体企业包括新亚药业、新华康医药和新先锋药业，其主营产品为头孢呋辛、头孢哌酮、头孢替安以及头孢米诺等，并拥有包括“亚字”牌、“三花”牌和“四星”牌等一批具有较高知名度的品牌。其中新华康医药作为上药集团抗生素业务的销售平台，负责新亚药业和新先锋药业生产的医药产品在上海地区的销售，新亚药业是全国首批50家现代化的符合GMP生产要求的综合型制药基地，是集团抗生素事业部的头孢类中间体及原料药的生产基地。合并报表后，我们预计2011年贡献4-5个亿的销售收入，2012年贡献20个亿左右的销售收入。
- **注入抗生素资产以二代头孢为主，属于政策支持范围。**根据样本医院数据库可以看到，新先锋药业的头孢产品以头孢替安和头孢孟多为主，今年上半年两者合计占样本医院销售总额的47%，而此次限抗政策以扶持一二代头孢、限制三四代头孢为着眼点，因此新先锋的核心品种有望受益于行业整顿的浪潮，尽管新先锋药业暂未注入公司内，但其销售均通过新华康医药来开展，因此新华康医药有望受益。新亚药业是集团抗生素事业部的头孢类中间体及原料药的生产基地，尽管上半年头孢中间体和原料药景气度较低，但由于新亚药业主要针对内部供给，可以相对从容应对。

投资建议：我们之前已经考虑到抗生素资产并表事宜，因此维持盈利预测，按照最新A+H股本计算，我们预计公司2011-2013年每股收益分别为0.81元(扣非后每股收益0.72元)、0.91元、1.11元，目前股价均存在明显低估，维持公司买入评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

证券分析师

李淑花

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9月22日) 15.10元

目标价格 21.30元

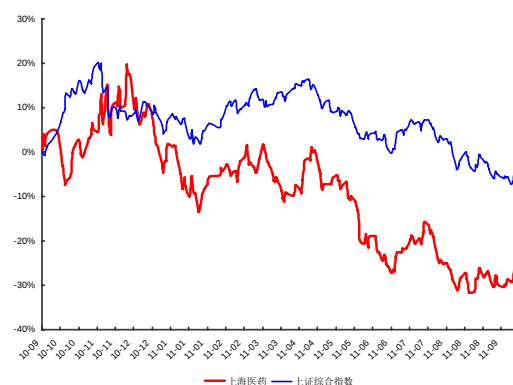
总股本/A股(万股) 268891/82693

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011年9月23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	52,201	70,444	81,713
同比(%)	20%	40%	35%	16%
归属母公司净利润	1,368	2,177	2,452	2,977
同比(%)	6%	59%	13%	21%
毛利率(%)	18.2%	15.1%	14.7%	15.0%
ROE(%)	15.0%	9.1%	9.5%	10.5%
每股收益(元)	0.69	0.81	0.91	1.11
P/E(倍)	29.67	18.65	16.56	13.64
P/B(倍)	4.44	1.70	1.57	1.44

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。

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	31,283	38,173	43,481	营业收入	37,411	52,201	70,444	81,713
现金	6,338	12,173	12,369	13,687	营业成本	30,620	44,311	60,067	69,455
应收账款	6,794	9,204	12,543	14,478	营业税金及附加	103	139	188	220
其它应收款	513	1,051	1,264	1,526	营业费用	3,006	3,186	4,418	5,276
预付账款	1,584	1,329	1,802	2,084	管理费用	1,800	1,892	2,420	2,672
存货	5,041	7,026	9,646	11,107	财务费用	207	88	(60)	(76)
其他	437	500			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	850	500	550
固定资产	3,647	4,173	4,917	5,257	营业利润	2,077	3,385	3,861	4,665
无形资产	876	839			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	44,221	51,648	57,405	利润总额	2,173	3,474	3,942	4,754
流动负债	15,918	16,599	21,377	23,826	所得税	394	668	760	907
短期借款	4,791	2,500	2,500	2,500	净利润	1,779	2,806	3,182	3,847
应付账款	6,793	9,347	12,889	14,820	少数股东损益	411	629	729	870
其他	4,334	4,751	5,988	6,506	归属于母公司净利润	1,368	2,177	2,452	2,977
非流动负债	367	357			EBITDA	2,684	3,737	4,102	4,931
长期借款					EPS (元)	0.69	0.81	0.91	1.11
其他	301	291							
负债合计	16,285	16,956	21,739	24,186	主要财务比率				
少数股东权益	2,750	3,378	4,108	4,978	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	1,993	2,689	2,689	2,689	成长能力				
资本公积	3,433	15,308	15,308	15,308	营业收入	19.7%	39.5%	34.9%	16.0%
留存收益	3,714	5,891	7,805	10,245	营业利润	0.2%	63.0%	14.1%	20.8%
归属母公司股东权益	9,135	23,887	25,801	28,241	归属于母公司净利润	5.5%	59.1%	12.6%	21.4%
负债和股东权益	28,169	44,221	51,648	57,405	获利能力				
					毛利率	18.2%	15.1%	14.7%	15.0%
现金流量表					净利率	3.7%	3.7%	4.2%	3.5%
单位:百万元					ROE	15.0%	9.1%	9.5%	10.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.2%	9.4%	9.5%	10.4%
经营活动现金流	1,686	1,043	930	2,038	偿债能力				
净利润	1,779	2,806	3,182	3,847	资产负债率	57.8%	38.3%	42.1%	42.1%
折旧摊销	401	264	300	341	净负债比率				
财务费用	207	88	(60)	(76)	流动比率	1.30	1.88	1.79	1.82
投资损失	(432)	(850)	(500)	(550)	速动比率	0.97	1.45	1.32	1.34
营运资金变动	(341)	(2,041)	(2,019)	(1,646)	营运能力				
其它	72	776	27	122	总资产周转率	1.49	1.44	1.47	1.50
投资活动现金流	(2,743)	(5,482)	(229)	(267)	应收账款周转率	6.11	6.49	6.41	5.99
资本支出	(550)	(807)	(778)	(801)	应付账款周转率	5.29	5.49	5.40	5.01
长期投资	(1,176)	5,541	(48)	16	每股指标 (元)				
其他	(1,016)	(10,216)	597	518	每股收益	0.51	0.81	0.91	1.11
筹资活动现金流	2,325	10,274	(505)	(453)	每股经营现金流	0.63	0.39	0.35	0.76
短期借款	1,506	(2,291)	—	—	每股净资产	3.40	8.88	9.60	10.50
长期借款	(18)	—	—	—	估值比率				
普通股增加	—	696	—	—	P/E	29.7	18.7	16.6	13.6
资本公积增加	(343)	11,875	—	—	P/B	4.4	1.7	1.6	1.4
其他	1,180	(7)	(505)	(453)	EV/EBITDA	14.6	10.5	9.5	7.9
现金净增加额	1,263	5,834	196	1,318					

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