

上海医药 601607.SH

设立北方平台，整合优势资源

动态点评：

- **设立北方平台，整合优势资源。**公司近日出资 8000 万美元设立的上药北方投资有限公司已正式获得北京市政府有关部门批准并成立，作为总部设在北京的上药北方，将统筹上海医药集团在北方地区的医药业务，现已正式开展原集团下属的上药科园信海医药有限公司、原分销控股下属的爱心伟业医药有限公司等北方业务资源的内部整合。上药北方将成为上海医药集团未来立足北京及环渤海经济圈、辐射东北、华北、西北、中西部等泛北方区域开展直接投资和经营的有效平台。

我们分析认为，2011 年公司在北京地区的销售额已经超过 100 亿元，已经成为仅次于上海地区的重要增长源泉，维持住增长势头、挖掘出增长潜力，对整个上药的意义重大。我们预计，上药北方的成立在实现北方资源有效整合的同时，将加强上海医药集团在北方地区分销业务运营管控能力，拓展在北方地区的市场网络，提升核心竞争力。

- **收购金和生物，特色原料药收购持续取得进展。**公司下属全资子公司--上海中西三维药业与上海金和生物技术日前签订投资协议，中西三维获得金和生物 51% 股权。金和生物业务集中在植物源抗肿瘤药原料药及中间体，产品聚焦在三大植物源抗肿瘤药物，即紫杉烷类、伊立替康系列和鬼臼毒素系列，其中紫杉烷系列抗肿瘤药中间体填补了国内空白，占有国内市场 50% 以上份额。金和生物预计 2011 年销售收入 9375 万元。

中西三维药业是上药下属专业从事原料药及配套制剂业务的核心子公司，本次合作后，双方可以资源互补、强强联合，本次投入资金主要用于建设符合国内 GMP 和美国 FDA 注册要求的新厂房，计划用三年时间将新公司内打造成国内市场占有率最高、并且具有国际影响力的植物源抗肿瘤药原料药企业。另外近期公司密集收购特色原料药企业，显示出自身产业链积极向制剂上游延伸的战略意图，工商一体化优势有望进一步增强。

- **股价低于管理层购入价格，塑造一定安全边际。**为履行港股上市时的承诺，公司高管于 2011 年 8 月 18 日、8 月 19 日以 2011 年收到的 2010 年度绩效奖金的 50% 或以上从二级市场购入公司 A 股股票，成交价格在 14.30 元-15.01 元之间，累计约 14 万股，目前股价低于管理层购入价格，塑造一定安全边际。

投资建议：H 股募集资金到位后，人民币持续升值导致今年汇兑损益大幅增加，我们预计全年总额在 1 亿元以上，可能对净利润造成一定影响，我们相应调整盈利预测，预计公司 2011-2013 年每股收益分别为 0.77 元（主业为 0.69 元）、0.85 元、1.03 元（原预测为 0.81 元、0.91 元、1.11 元），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

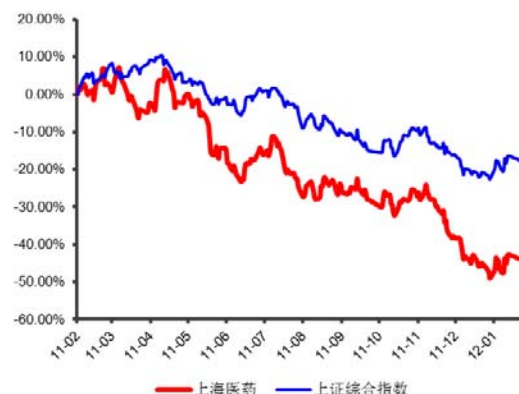
8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持（维持）

股价（2012 年 2 月 12 日）	12.01 元
目标价格	20.00 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	2012 年 2 月 13 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	51,935	66,039	76,414
同比(%)	20%	39%	27%	16%
归属母公司净利润	1,368	2,062	2,280	2,774
同比(%)	6%	51%	11%	22%
毛利率(%)	18.2%	15.1%	15.0%	15.2%
ROE(%)	15.0%	8.7%	8.9%	10.0%
每股收益(元)	0.69	0.77	0.85	1.03
P/E (倍)	23.60	15.66	14.16	11.64
P/B (倍)	3.54	1.36	1.27	1.16

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申明。

表：核心假设及盈利预测变动分析表

人民币百万元（标注除外）		调整前		调整后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
核心假设						
医药工业业务销售收入	9,617.81	12,346.20	13,719.70	9,561.81	11,975.32	13,249.68
医药商业业务销售收入	42,283.01	57,813.95	67,664.18	42,283.01	54,063.95	63,164.18
毛利率	15.12%	14.73%	15.00%	15.08%	14.96%	15.22%
销售费用率	6.10%	6.27%	6.46%	6.09%	6.38%	6.56%
管理费用率	3.62%	3.44%	3.27%	3.61%	3.49%	3.32%
财务费用率	0.17%	-0.09%	-0.09%	0.49%	0.07%	0.04%
主要财务数据变动分析表						
人民币百万元（标注除外）		调整前		调整后		
	2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
营业收入	51,990.82	70,160.15	81,383.88	51,934.82	66,039.27	76,413.86
变动幅度				-0.1%	-5.9%	-6.1%
营业利润	3,384.88	3,861.33	4,665.32	3,200.67	3,584.86	4,341.05
变动幅度				-5.4%	-7.2%	-7.0%
归属母公司净利润	2,177.03	2,452.37	2,977.11	2,061.58	2,280.38	2,774.05
变动幅度				-5.3%	-7.0%	-6.8%
每股收益（元）	0.81	0.91	1.11	0.77	0.85	1.03
变动幅度				-5.3%	-7.0%	-6.8%
毛利率（%）	15.12%	14.73%	15.00%	15.08%	14.96%	15.22%
变动幅度				-0.2%	1.6%	1.4%
净利率（%）	4.17%	3.48%	3.64%	3.97%	3.45%	3.63%
变动幅度				-4.8%	-0.8%	-0.4%

资料来源：东方证券研究所

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	33,078	38,713	43,557	营业收入	37,411	51,935	66,039	76,414
现金	6,338	14,059	14,516	15,688	营业成本	30,620	44,104	56,159	64,787
应收账款	6,794	9,157	11,759	13,539	营业税金及附加	103	138	176	206
其它应收款	513	1,045	1,185	1,427	营业费用	3,006	3,161	4,214	5,012
预付账款	1,584	1,323	1,685	1,944	管理费用	1,800	1,877	2,308	2,537
存货	5,041	6,994	9,018	10,360	财务费用	207	253	48	31
其他	437	500	550	600	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	3,201	3,585	4,341
无形资产	876	839	812	782	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	46,017	52,188	57,481	利润总额	2,173	3,290	3,666	4,430
流动负债	15,918	18,543	22,288	24,537	所得税	394	633	707	845
短期借款	4,791	4,500	4,500	4,500	净利润	1,779	2,657	2,959	3,585
应付账款	6,793	9,304	12,051	13,824	少数股东损益	411	595	678	811
其他	4,334	4,739	5,738	6,213	归属于母公司净利润	1,368	2,062	2,280	2,774
非流动负债	367	357	362	360	EBITDA	2,684	3,718	3,933	4,713
长期借款	66	66	66	66	EPS (元)	0.69	0.77	0.85	1.03
其他	301	291	296	294					
负债合计	16,285	18,900	22,650	24,897	主要财务比率				
少数股东权益	2,750	3,345	4,023	4,834	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%	38.8%	27.2%	15.7%
留存收益	3,714	5,775	7,518	9,754	营业利润	0.2%	54.1%	12.0%	21.1%
归属母公司股东权益合计	9,135	23,771	25,514	27,750	归属于母公司净利润	5.5%	50.7%	10.6%	21.6%
负债和股东权益	28,169	46,017	52,188	57,481	获利能力				
					毛利率	18.2%	15.1%	15.0%	15.2%
现金流量表					净利率	3.7%	4.0%	3.5%	3.6%
单位:百万元					ROE	15.0%	8.7%	8.9%	10.0%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	11.2%	8.8%	8.6%	9.6%
经营活动现金流	1,686	1,094	1,299	1,998	偿债能力				
净利润	1,779	2,657	2,959	3,585	资产负债率	57.8%	41.1%	43.4%	43.3%
折旧摊销	401	264	300	341	净负债比率				
财务费用	207	253	48	31	流动比率	1.30	1.78	1.74	1.78
投资损失	(432)	(850)	(500)	(550)	速动比率	0.97	1.39	1.32	1.34
营运资金变动	(341)	(2,003)	(1,505)	(1,524)	营运能力				
其它	72	774	(3)	115	总资产周转率	1.49	1.40	1.34	1.39
投资活动现金流	(2,743)	(5,482)	(229)	(267)	应收账款周转率	6.11	6.47	6.25	5.98
资本支出	(550)	(807)	(778)	(801)	应付账款周转率	5.29	5.48	5.26	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	0.77	0.85	1.03
筹资活动现金流	2,325	12,109	(613)	(560)	每股经营现金流	0.63	0.41	0.48	0.74
短期借款	1,506	(291)	-	-	每股净资产	3.40	8.84	9.49	10.32
长期借款	(18)	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	696	-	-	P/E	23.6	15.7	14.2	11.6
资本公积增加	(343)	11,875	-	-	P/B	3.5	1.4	1.3	1.2
其他	1,180	(172)	(613)	(560)	EV/EBITDA	11.5	8.3	7.8	6.5
现金净增加额	1,263	7,721	457	1,171					

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

分析师申明

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