

生物医药行业 公司研究报告

上海医药 (601607)

评级: 买入

收盘价 (元) 11.72

目标价 (元) 14.04

市场数据

52 周内最高价 (元)	15.94
52 周内最低价 (元)	10.01
市净率	1.36
总股本 (亿股)	26.89
流通 A 股 (亿股)	10.71
流通 B 股或 H 股 (亿股)	0.00
总市值 (亿元)	225.38
流通 A 股市值 (亿元)	125.47
流通 B 股或 H 股市值 (亿元)	0.00

相对股价表现



生物医药研究小组

证书编号 S0120512050001

郑一宁

8621-68761616-8519

zhengyn@tebon.com.cn

联系人

杨莹

8621-68761616-8565

yangying@tebon.com.cn

傅涛

8621-68761616-8682

futao@tebon.com.cn

德邦证券有限责任公司

上海市福山路 500 号城建国际中

心 26 楼

<http://www.tebon.com.cn>

估值优势凸显, 公司经营状况良好

投资要点:

- **商业并购进入收获期:** 公司 2009 年进行资产重组, 换股吸收合并上实医药和上海中西医药等医药资产, 扩大了工商业的领域, 从一个地方性的企业成长为一个全国性的医药商业巨头。2010 年 4 月, 公司收购广州中山医医药有限公司, 将业务拓展到华南地区。2011 年 4 月, 收购中信医药, 将触角伸到了华北地区。2012 年一季度显示, 公司商业收入增长迅速, 其中, 华北区域增长主要来自于去年收购的中信医药, 增速达 30% 以上, 华南地区增长主要来自于广州中山医医药有限公司, 原有地区的分销业务增速达到 20% 以上。
- **工业增长稳步向前:** 上海医药工业上的布局可以从两方面来看, 一个是内生性增长。公司的第一个举措是品种聚焦, 并重点发展 58 个重点品种 (占制药业务约 50%), 主要覆盖化学和生物药品、现代中药和其他保健品, 产品聚焦在心血管系统、消化道和新陈代谢、中枢神经系统、全身性抗感染药及抗肿瘤和免疫调节等五大治疗领域。在外延式扩张上, 上药将通过收购或参股引入国外高端品种。
- **管理层变革趋于稳定, 公司经营状况良好:** 公司在去年经历了改革派吕明方和葛剑秋离职之后, 管理层也一度缺乏稳定性, 对公司的经营状况造成了一定的影响。7 月 16 号上海医药召开投资者大会, 原宝钢副总经理、不锈钢事业部总经理楼定波将担任上海医药公司董事长, 徐国雄担任总经理。楼定波的特殊经历或能给上药带来稳定的环境和改革的新动力。
- **具有安全边际的估值优势:** 今年 5 月份, 公司被媒体爆出一些不利的新闻, 同时公司管理层也经历了大的变革, 股价也曾一度下跌。但是, 从基本面来看, 公司经营状况良好, 目前估值具有一定的安全边际, 截止 2012 年 8 月 15 日, 医药商业 2012 年预测 PE 为 23X, 上海医药 2012 年预测 PE 仅为 15X。
- **风险提示:** 1. 大量并购带来的管理风险; 2. 工业生产和销售受宏观环境的影响; 3. 管理层不稳定的风险。
- **盈利预测及估值分析:** 预计 2012-2014 年的营业收入分别为 662.49, 797.04 和 946.82 亿元; 归属于母公司净利润分别为 20.88, 24.36 和 27.43 亿元; 每股收益分别为 0.78, 0.91 和 1.02 元。给予 2012 年 18 倍 PE, 目标价为 14.04 元, 买入评级。

重要财务指标

单位: 百万元

主要财务指标	2010	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	37411.07	54899.87	66249.08	79703.63	94682.15
收入增幅 (%)	91.18%	46.75%	20.67%	20.31%	18.79%
净利润	1368.25	2042.24	2088.10	2436.33	2743.23
净利增幅 (%)	689.38%	49.26%	2.25%	16.68%	12.60%
毛利率 (%)	18.15%	14.60%	14.62%	14.25%	13.91%
ROE (%)	14.98%	8.85%	8.43%	9.12%	9.48%
摊薄 EPS (元)	0.509	0.760	0.777	0.906	1.020

图表 1: 公司分产品收入预测

项目	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
医药商业(百万元)	22168.50	29095.43	48806.63	59918.30	72912.26	87185.75
增长率(%)		31.25%	67.75%	22.77%	21.69%	19.58%
毛利率(%)	7.31%	8.57%	7.76%	7.80%	8.00%	8.00%
分销(百万元)			46529.81	57231.67	69822.63	83787.16
增长率(%)				23.00%	22.00%	20.00%
零售(百万元)			2276.81	2,686.64	3,089.63	3398.59
增长率(%)				18.00%	15.00%	10.00%
医药工业(百万元)	336.64	8075.16	9088.23	9997.05	10996.76	12316.37
增长率(%)		2298.75%	12.55%	10.00%	10.00%	12.00%
毛利率(%)	21.08%	51.37%	45.86%	50.00%	50.00%	50.00%
其他(百万元)	43.07	89.58	20.61	30.92	46.37	69.56
增长率(%)		107.99%	-76.99%	50.00%	50.00%	50.00%
毛利率(%)	75.57%	74.86%	31.54%	50.00%	50.00%	50.00%
内部抵消(百万元)	-3033.93		-3361.08	-3697.19	-4251.77	-4889.53
增长率(%)				10.00%	15.00%	15.00%
营业收入合计(百万元)	9498.29	37411.07	54899.87	66249.08	79703.63	94682.15
增长率(%)		293.87%	46.75%	20.67%	20.31%	18.79%
毛利率(%)	8.77%	18.15%	14.60%	14.62%	14.25%	13.91%
净利润(百万元)	173.33	1368.25	2042.24	2088.10	2436.33	2743.23
每股收益(元)	0.06	0.51	0.76	0.78	0.91	1.02

资料来源: 德邦证券研究所

图表 2: 公司未来三年预测财务数据摘要

财务和估值数据摘要		2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
单位: 百万元							
营业收入		19568.12	37411.07	54899.87	66249.08	79703.63	94682.15
增长率(%)		18.25%	91.18%	46.75%	20.67%	20.31%	18.79%
归属母公司股东净利润		173.33	1368.25	2042.24	2088.10	2436.33	2743.23
增长率(%)		111.43%	689.38%	49.26%	2.25%	16.68%	12.60%
每股收益(EPS)		0.064	0.509	0.760	0.777	0.906	1.020
每股股利(DPS)		0.010	0.153	0.104	0.151	0.177	0.199
每股经营现金流		0.252	0.642	0.761	2.732	-1.349	2.830
销售毛利率		8.77%	18.15%	14.60%	14.62%	14.25%	13.91%
销售净利率		1.35%	4.76%	4.46%	3.78%	3.66%	3.47%
净资产收益率(ROE)		9.45%	14.98%	8.85%	8.43%	9.12%	9.48%
投入资本回报率(ROIC)		8.91%	45.54%	16.91%	8.27%	11.68%	9.70%

图表 3: 公司未来三年财务报表预测

报表预测						
利润表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	19568.12	37411.07	54899.87	66249.08	79703.63	94682.15
减: 营业成本	17851.80	30619.95	46882.19	56561.47	68349.08	81514.33
营业税金及附加	24.88	103.37	161.21	194.54	234.05	278.03
营业费用	657.42	3006.09	3288.69	3974.94	4782.22	5680.93
管理费用	430.05	1799.94	2134.39	2649.96	3188.15	3787.29
财务费用	116.97	206.63	472.93	148.78	-78.08	-274.50
资产减值损失	159.26	30.84	19.67	14.58	15.00	15.00
加: 投资收益	43.32	431.93	933.91	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	-0.32	0.41	-0.99	388.05	400.00	450.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	370.75	2076.57	2873.73	3092.86	3613.22	4131.08
加: 其他非经营损益	-15.79	95.97	161.37	75.34	100.00	50.00
利润总额	354.96	2172.54	3035.10	3168.20	3713.22	4181.08
减: 所得税	91.47	393.55	589.07	667.24	795.17	895.46
净利润	263.48	1778.98	2446.03	2500.96	2918.05	3285.62
减: 少数股东损益	90.15	410.73	403.79	412.86	481.71	542.39
归属母公司股东净利润	173.33	1368.25	2042.24	2088.10	2436.33	2743.23
资产负债表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	1147.15	5723.38	13993.60	15886.01	12576.51	20507.53
应收和预付款项	3296.24	9312.78	12654.51	9990.21	17260.86	15119.36
存货	1974.49	5040.73	8297.48	4915.55	11051.13	7991.02
其他流动资产	7.29	5.97	147.14	147.14	147.14	147.14
长期股权投资	282.77	1484.24	2618.84	2618.84	2618.84	2618.84
投资性房地产	396.62	261.06	384.55	331.43	278.32	225.20
固定资产和在建工程	892.38	3979.18	4040.31	3315.93	2591.13	1866.33
无形资产和开发支出	432.53	1298.71	4265.13	4098.00	3930.88	3763.75
其他非流动资产	70.41	288.44	184.55	139.97	95.40	95.40
资产总计	8499.88	27394.49	46586.10	41443.09	50550.19	52334.56
短期借款	1691.15	4790.65	5674.73	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	4410.56	10368.15	14365.01	12802.79	19466.75	18500.22
长期借款	22.07	66.10	52.31	52.31	52.31	52.31
其他负债	53.68	285.32	512.58	512.58	512.58	512.58
负债合计	6177.46	15510.22	20604.63	13367.68	20031.64	19065.11
股本	569.17	1992.64	2688.91	2688.91	2688.91	2688.91
资本公积	578.28	3432.76	14490.12	14490.12	14490.12	14490.12
留存收益	686.08	3709.15	5899.44	7580.52	9541.96	11750.47
归属母公司股东权益	1833.54	9134.56	23078.47	24759.55	26720.99	28929.50
少数股东权益	488.88	2749.70	2902.99	3315.85	3797.56	4339.96
股东权益合计	2322.42	11884.26	25981.47	28075.41	30518.55	33269.45

负债和股东权益合计	8499.88	27394.49	46586.10	41443.09	50550.19	52334.56
现金流量表	2009A	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
经营性现金净流量	678.44	1726.49	2046.49	7346.39	-3627.79	7608.56
投资性现金净流量	-46.07	-2742.97	-3790.42	445.31	476.00	488.00
筹资性现金净流量	-390.31	2325.45	10643.06	-5899.28	-157.71	-165.54
现金流量净额	242.51	1303.47	8618.31	1892.42	-3309.50	7931.02

分析师承诺

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确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。

投资评级

一、行业评级

- 推荐 - Attractive: 预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
- 中性 - In-Line: 预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
- 回避 - Cautious: 预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

- 买入 - Buy: 预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
- 增持 - Outperform: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\%-20\%$
- 中性 - Neutral: 预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
- 减持 - Sell: 预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

特别声明

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对报告中信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证该信息未经任何更新，也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。在任何情况下，我公司不就本报告中的任何内容对任何投资作出任何形式的担保。我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开前已经使用或了解其中的信息。本报告版权归德邦证券有限责任公司所有。未获得德邦证券有限责任公司事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“德邦证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。