2011 年 11 月 14 日

黎莹
Ying-li@e-capital.com.cn

目标价(元) 18.00

公司基本资讯

产业别	医药
A 股价（11/11/11）	14.55
上证综合指数(11/11/11)	2481.08
股价 12 个月高/低	25.47/13.67
总发行股数（百万）	2688.91
A 股数（百万）	1070.53
A 市值（亿元）	155.76
主要股东	上海医药集团 (27.89%)
每股净值（元）	8.39
股价/帐面净值	1.73

	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	2.68	-4.34	-39.48

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2011-4-26	20.06	买入

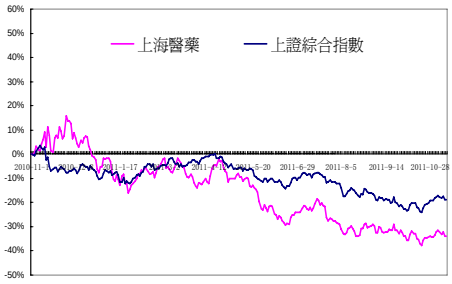
产品组合

医药商业	78%
医药工业	22%

机构投资者占流通 A 股比例

QFII	2.27%
基金	5.75%
券商集合理财	0.67%
保险公司	3.73%
社保基金	0.97%
一般法人	9.75%

股价相对大盘走势



上海医药(601607.SH) Buy 买入

医药航母，增长稳健，估值安全

结论与建议：

上海医药为国内医药流通领先企业，将受益于医药流通行业集中度的提高。我们看好上海医药在内部产业链整合后稳健的对外扩张以及工商业协同优势，预计 2011 年/2012 年公司实现净利润 20.6 亿元（YOY+50.3%）/22.0 亿元（YOY+7.1%）,EPS 分别为 0.76 元/0.82 元，对应 2011 年/2012 年 PE 分别为 19 倍/18 倍，对应 H 股 PE 分别为 16 倍/15 倍，比较医药流通行业其他个股估值，公司估值具有较高的安全边际，维持“买入”建议。

- 2011 年 1-3Q 主业增长稳健：公司 2011 年 1-3Q 实现营业收入 39.6 亿元（YOY+41.9%）,实现净利润 16.6 亿元(YOY+50.4%)，实现基本每股收益 0.62 元，扣除出售广东天普股权的一次性收益后同比净利润增速在 17.1%。其中，由于商业占比提高使综合毛利率下降 3.9 个百分点，费用率降低 2.7 个百分点，经营利润率保持平稳。

- 2011 年 3Q 实现营收 14.4 亿元（YOY+53%）/（QOQ+8%），实现净利润 3.58 亿元（YOY+6%）/（QOQ-21%），毛利率同期降低 3.8 个百分点，期间费用率降低 1.9 个百分点。由于三季度税率为 23%，同比提高 8 个百分点，环比提高 12 个百分点，同时实现投资收益 0.67 亿元（YOY-23%）/（QOQ-52%），使三季度业绩低于预期，但从全年来看税率和投资收益增速将是平稳数值，预计四季度税率和投资收益将好于三季度。

- 医药商业稳健增长：2011 年 1-3Q 医药商业实现营收 338.4 亿元（YOY+55.3%），扣除新并购公司影响，原有存量业务营收同比增速在 22%。其中，上药科园并入上药后业绩优异，2011 年 1-3Q 实现营收 62.59 亿元（YOY+ 43.4%），实现净利润 1.4 亿元（YOY+ 31.2%）。公司分销业务确定围绕华东地区、 华北地区和华南地区三大区域展开，报告期内收购了位于长江三角区域的上药山禾无锡医药，位于珠江三角区域的广东中南药业、佛山市大翔医药、珠海康拓医药，启动上药北方投资公司注册工作，深化北方地区业务发展。预计公司未来将继续围绕三大区域加大并购，拓展分销网络的全国化布局。

- 未来多点提升医药工业实力： 2011 年 1-3Q 医药工业实现营收 67.22 亿元（YOY+5.4%），集团重点产品增长达到两位数，毛利率 45.14%，扣除两项费用后的营业利润率为 12.76%，较上年同期同口径比较上升 0.21 个百分点。未来看点：1、公司实施重点聚焦品种至 60 个左右，工业毛利率未来还将随重点行销的推动得到提升； 2、公司未来将强化研发力量，2010 年研发投入占工业收入的 3.54%，公司计划未来 2-3 年比例将提高至 6-8%，达到国内领先水准。3、寻找优质并购标的。

- 盈利预测：我们预计 2011 年/2012 年公司实现净利润 20.6 亿元（YOY+50.3%）/22.0 亿元（YOY+7.1%）,EPS 分别为 0.76 元/0.82 元，对应 2011 年/2012 年 PE 分别为 19 倍/18 倍，对应 H 股 PE 分别为 16 倍/15 倍，比较医药流通行业其他个股估值，公司估值具有较高的安全边际，维持“买入”建议。目标价 18.00 元（2012PE 22X）。（剔除 2011 年的一次性投资收益后 2011、2012 年净利润同比增速分别为 25%和 28%）

..... 接续下页 .....

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010	2011 F	2012 F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	781	1311	1368	2057	2203
同比增减	%		67.94%	4.38%	50.33%	7.10%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.66	0.51	0.76	0.82
同比增减	%		67.94%	-22.65%	50.33%	7.10%
A 股市盈率(P/E)	X	37	22	28	19	18
股利 (DPS)	RMB 元	0.20	0.20	0.20	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%	1.38%

表：医药流通上市公司估值比较

证券代码	证券简称	2010 年 PE	2011 年预测 PE	2012 年预测 PE
601607.SH	上海医药	28	19	18
000028.SZ	一致药业	30	23	19
600511.SH	国药股份	25	25	21
002589.SZ	瑞康医药	45	30	22
000963.SZ	华东医药	39	30	24
600998.SH	九州通	48	39	31
002462.SZ	嘉事堂	55	39	32
000411.SZ	英特集团	59	13	37
000705.SZ	浙江震元	74	49	37
600713.SH	南京医药	408	98	64

来源：群益证券（股价为 2011-11-11 收盘价）

预期报酬(Expected Return：ER)为准，说明如下：

强力买入 StrongBuy (ER ≧ 30%)；买入 Buy (30% ＞ ER ≧ 10%)
中性 Neutral (10% ＞ ER ＞ -10%)
卖出 Sell (-30% ＜ER ≦ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≦ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2009	2010	2011F	2012F
营业收入	31,073	37,411	55,652	67,476
经营成本	25,145	30,620	47,750	57,827
主营业务利润	5,928	6,791	7,903	9,649
销售费用	2,623	3,006	3,228	3,914
管理费用	1,647	1,800	2,226	2,699
财务费用	198	207	445	540
营业利润	2,088	2,077	2,837	2,865
补贴收入	140	218	200	200
税前利润	2,146	2,173	2,917	2,945
所得税	464	394	525	442
少数股东损益	371	411	335	300
归属于母公司所有者的净利润	1,311	1,368	2,057	2,203

附二：合并资产负债表

百万元	2009	2010	2011F	2012F
货币资金	1,222	6,338	6481	5498
存货	1,974	5,041	5131	4935
应收账款	3,028	6,794	6156	5123
流动资产合计	6,502	20,707	21879	22870
长期股权投资	283	1,484	1150	1142
固定资产	855	3,647	3210	4198
无形资产及其它资产合计	451	953	855	752
资产总计	8,657	28,169	33250	34085
流动负债合计	6,258	15,918	12335	14534
长期负债合计	76	367	213	198
负债合计	6,335	16,285	12548	14732
少数股东权益	489	2,750	3220	3419
股东权益合计	1,834	9,135	20702	19353
负债及股东权益合计	8,657	28,169	33250	34085

附三：合并现金流量表

百万元	2009	2010	2011F	2012F
经营活动产生的现金流量净额	664	1,686	1,323	1,233
投资活动产生的现金流量净额	-46	-2,743	-2,140	-2,360
筹资活动产生的现金流量净额	-390	2,325	2,223	2,143
现金及现金等价物净增加额	228	1,269	1,406	1,016

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写，群益证券(香港)有限公司的投资和由群证益券(香港)有限公司提供的投资服务.不是.个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠，但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司.不对此报告之准确性及完整性作任何保证，或代表或作出任何书面保证，而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司，及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之资料和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证¡@持意见或立场，或会买入，沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口，或代他人之户口买卖此份报告内描述之证¡@。此份报告.不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。