上海医药（601607）：成长迅速，估值优势明显

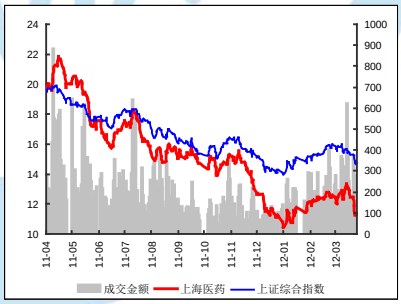
行业分类：医药　　2012.04.05

研究员：张绍坤
（执业证书编号：S0640511010008）
联系人：刁志学,沈文文
电话：0755-83520492、83688575
Email：diaozhixue@163.com

6个月目标价	16.20
当前股价	11.14
投资评级	买入

基础数据	
上证指数	2262.79
总股本（亿）	26.89
流通A股（亿）	10.71
流通A股市值（亿）	119.26
总市值（亿）	299.54
ROE	11.82%
资产负债率	45.49%
动态市盈率	13.75
动态市净率	1.30

近一年股价表现



事件回顾：

2011年的年报显示，公司年度营业收入5,489,987.25万元，同比增长41.78%；营业利润287,372.84万元，同比增长31.72%；归属于上市公司股东的净利润204,223.85万元，同比增长40.24%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为142,403.45万元，同比增长29.84%。

投资要点：

◆ 医药工业增长平缓

报告期内，公司的医药工业实现销售收入90.88亿元，同比增长8.47%。其中，化学和生物药品实现销售收入40.79亿元，同比增长2.55%，现代中药营业收入为28.26亿元，同比增长7.35%，其他产品营业收入为21.83亿元，同比增长23.48%。受原材料成本上升及药品降价等因素的影响，医药工业总体毛利率为44.90%，同比下降了1.8个百分点。

◆ 并购助力分销业务快速增长

报告期内，公司的医药分销业务实现销售收入465.30亿元，同比增长57.08%，毛利率6.89%，同比下降了0.32个百分点。其中，外部并购产生的营业收入105亿元，实现净利润1.8亿元。至此，公司基本形成了全国性的分销网络，有力的推动了公司差异化分销战略的实施，保证公司在疫苗、高端耗材、高值药品直送（DTP）等各细分领域内的经营效率和盈利能力。

◆ 研发成果显著

公司2011年的研发投入为40,411万元，销售收入占比达4.45%。于报告期内取得乳癖消软胶囊等药品临床批文2个，苦甘胶囊等药品生产批文5个，西尼地平片、双氯芬酸钠凝胶、糖尿病那格列奈片等12个品种实现上市。在研项目217项，包括取得临床批文的“TNFα受体融合蛋白”项目，进入临床I期的多替泊芬、硫酸长春新碱脂质体（LVCR）项目，进入临床II期的重组人淋巴毒素α衍生物（LT）项目。

◆ 期间费用率有所降低

公司继续推进建设四个统一的管理平台及压缩管理层级、实现管理结构的扁平化、处置非主营业务等措施，有效降低了运营成本。报告期内，公司的销售费用率和管理费用率分别为5.99%和3.89%，同比分别下降了2.05和0.92个百分点，效果明显。财务费用率为0.86%，同比上升了0.31个百分点，主要是由于资金成本上升及汇兑损失金额增加等因素造成的。

投资评级:

通过一系列的估值分析，我们预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.81 元、0.88 元和 0.92 元（我们之前预测的其 12-13 年的 EPS 为 0.83 元和 0.97 元），对应的动态市盈率分别为 13.75 倍、12.66 倍和 12.11 倍，估值优势明显，考虑到公司的品种规划及外延扩张所能带来的业绩增长，我们给予公司 20 倍的 PE，目标价 16.20 元，维持买入评级。

风险提示:

药品降价；外延扩张低于预期。

关键假设: 在各项业务的收入预测中，我们没有考虑外部并购因素对公司业绩的影响（因为此因素无法预测），且参照公司的 2011 年报中不同业务之间的内部抵消状况，我们假设在将公司 12-14 年的各项收入汇总的过程中，内部抵消金额均为 30 亿元。

图表 1：公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
医药工业						
营业收入（百万元）	7,318.16	8,075.16	9,088.23	10,178.82	11,349.38	12,597.81
增加额（百万元）	7,291.67	757.00	1,013.07	1,090.59	1,170.56	1,248.43
增长幅度（%）	2,233.35	10.34	12.55	12.00	11.50	11.00
毛利率（%）	50.47	46.70	44.90	45.00	45.00	45.00
分销						
营业收入（百万元）	23,476.65	29,095.43	46,529.81	55,835.77	67,002.94	80,403.53
增加额（百万元）	4,513.22	5,618.78	17,434.38	9,305.96	11,167.15	13,400.59
增长幅度（%）	23.80	23.93	59.92	20.00	20.00	20.00
毛利率（%）	8.92	7.21	6.89	7.00	7.00	7.00
零售						
营业收入（百万元）	1,719.30	1,725.55	2,276.81	2,686.64	3,089.64	3,553.09
增加额（百万元）	280.56	6.25	551.26	409.83	403.00	463.45
增长幅度（%）	19.46	0.36	31.95	18.00	15.00	15.00
毛利率（%）		23.51	22.44	22.50	22.00	22.00
其他业务						
营业收入（百万元）	122.21	89.58	20.61	15.00	10.00	10.00
增加额（百万元）	106.79	-32.63	-68.97	-5.61	-5.00	0
增长幅度（%）	692.54	-26.70	-76.99	-27.22	-33.33	0
毛利率（%）	64.55	74.86	31.54	30.00	28.00	28.00
其他假设						
营业费用/营业收入（%）	3.36	8.04	5.99	6.00	6.00	6.00
管理费用/营业收入（%）	2.20	4.81	3.89	3.93	3.95	3.97
税率（%）	21.82	18.11	19.41	19.41	19.21	19.31

数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

图表 2：盈利预测表

资产负债表			单位: 百万元	
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	35996	37573	49104	49943
现金	14850	19347	19358	22717
应收账款	10606	9011	14857	13421
其他应收款	595	721	846	1025
预付账款	482	821	981	1170
存货	8297	6603	11734	10062
其他流动资产	1165	1069	1327	1550
非流动资产	11672	11683	12613	13024
长期投资	2619	2833	3317	3786
固定资产	3725	3412	3057	2685
无形资产	1276	1533	1838	2126
其他非流动资产	4052	3905	4402	4427
资产总计	47668	49256	61717	62967
流动负债	20856	19942	29491	27680
短期借款	5675	5380	8597	7074
应付账款	10564	9340	14962	14006
其他流动负债	4618	5222	5932	6599
非流动负债	830	637	641	671
长期借款	52	52	52	52
其他非流动负债	778	585	588	619
负债合计	21686	20579	30132	28351
少数股东权益	2903	3422	3970	4533
股本	2689	2689	2689	2689
资本公积	14490	14490	14490	14490
留存收益	5910	8083	10445	12913
归属母公司股东权益	23078	25254	27615	30083
负债和股东权益	47668	49256	61717	62967

现金流量表			单位: 百万元	
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
经营活动现金流	1772	4537	-2663	4849
净利润	2446	2693	2909	3032
折旧摊销	510	597	625	652
财务费用	473	55	116	143
投资损失	-934	-900	-1150	-1300
营运资金变动	-1056	2126	-5849	2157
其他经营现金流	333	-33	687	164
投资活动现金流	-3790	289	-432	177
资本支出	414	113	177	217
长期投资	278	217	499	507
其他投资现金流	-3099	619	244	900
筹资活动现金流	10643	-329	3106	-1667
短期借款	884	-295	3217	-1523
长期借款	-14	0	0	0
普通股增加	696	-0	0	0
资本公积增加	11057	0	0	0
其他筹资现金流	-1981	-34	-111	-144
现金净增加额	8344	4497	11	3358

利润表				单位: 百万元
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	54900	65715	78451	93560
营业成本	46882	56620	67970	81482
营业税金及附加	161	184	223	266
营业费用	3289	3943	4707	5614
管理费用	2134	2583	3099	3714
财务费用	473	55	116	143
资产减值损失	20	27	24	25
公允价值变动收益	-1	0	0	0
投资净收益	934	900	1150	1300
营业利润	2874	3203	3462	3615
营业外收入	221	223	222	222
营业外支出	60	85	83	80
利润总额	3035	3341	3601	3758
所得税	589	649	692	726
净利润	2446	2693	2909	3032
少数股东损益	1	1	1	1
归属母公司净利润	2042	2173	2362	2469
EBITDA	3857	3855	4202	4411
EPS（元）	0.76	0.81	0.88	0.92

主要财务比率				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
成长能力				
营业收入	41.8%	19.7%	19.4%	19.3%
营业利润	31.7%	11.5%	8.1%	4.4%
归属于母公司净利润	40.2%	6.4%	8.7%	4.5%
获利能力				
毛利率(%)	14.6%	13.8%	13.4%	12.9%
净利率(%)	3.7%	3.3%	3.0%	2.6%
ROE(%)	8.8%	8.6%	8.6%	8.2%
ROIC(%)	19.5%	22.8%	16.9%	20.6%
偿债能力				
资产负债率(%)	45.5%	41.8%	48.8%	45.0%
净负债比率(%)	26.41%	26.44%	28.74%	25.17%
流动比率	1.73	1.88	1.67	1.80
速动比率	1.32	1.54	1.26	1.43
营运能力				
总资产周转率	1.45	1.36	1.41	1.50
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.40	5.69	5.59	5.63
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.76	0.81	0.88	0.92
每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	1.69	-0.99	1.80
每股净资产(最新摊薄)	8.58	9.39	10.27	11.19
估值比率				
P/E	14.67	13.78	12.68	12.13
P/B	1.30	1.19	1.08	1.00
EV/EBITDA	5	5	5	5

数据来源：天软估值，中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

买入　：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有　：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出　：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

增持　：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性　：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持　：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008 ，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）　　公司网址：www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635　　传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。