中航证券金融研究所　张绍坤
证券执业证书号：S0640511040001
电话：0755-83689524
邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn

股市有风险　入市须谨慎

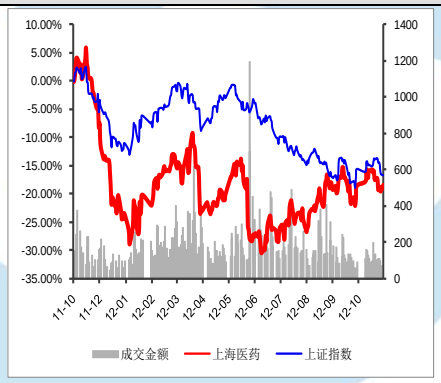
# 上海医药（601607）三季报点评：业绩同比增速放缓

行业分类：医药　　2012 年 10 月 30 日

| 公司投资评级 | 买入 |
|---|---|
| 6-12 个月目标价 | 14.58 |
| 当前股价（12.10.29） | 11.81 |

| 基础数据 | |
|---|---|
| 上证指数 | 2058.94 |
| 总股本（亿） | 26.89 |
| 流通 A 股（亿） | 10.71 |
| 流通 B 股（亿） | 0 |
| 流通 A 股市值（亿） | 126 |
| 每股净资产（元） | 8.95 |
| ROE（2012Q3） | 6.56% |
| 资产负债率 | 46.50% |
| 动态市盈率 | 14.58 |
| 市净率 | 1.32 |

近一年公司指数与上证综指走势对比




资料来源：wind

## 2012 年三季度报告：

- **公司三季度实现营业收入1,752,610.78万元，同比增长21.91%；利润总额60,956.00万元，同比增长4.98%；归属于上市公司股东的净利润39,912.05万元，同比增长11.38%。截至本报告期末，归属于上市公司股东的净利润为154,683.65万元，同比减少9.70%，扣除去年同期出售广东天普生化取得的一次性投资收益的影响，同比增长12.15%。**
- **分销和零售业务增速放缓。**公司三季度营业收入同比增长 21.91%，相比较一季度和二季度的 40.36%和 27.15%下滑明显，但环比仍然小幅增长，主要与分销和零售业务的增速放缓有关。以合并抵消前的数据来看的话，分销与零售业务三季度的营业收入为 137.83 亿元，同比增长 20.86%，较上半年同期增长 34.37%下滑明显。从公司报告披露的数据来判断，公司主营的分销和零售业务三季度同比增长率有所下滑，可能和去年同期基数较大有关，同样也说明，公司若要保持持续稳定的增长速度，公司仍需强化销售渠道的整合和推广及增加分销品种，或者进行必要的外部并购。
- **制药业务同比增速上升。**公司三季度制药业务的销售收入为 23.79 亿元（合并抵消前），环比变化不大。尽管普药类市场竞争激烈，三季度制药业务的同比增长率较上半年有所反弹，我们预计同比增长率在 15%-20%之间，可能是受益于公司上半年销售推广策略的调整。
- **期间费用有所改善。**公司三季度的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 5.54%、3.48%和 0.61%，除了销售费用率同比上浮了 0.06 个百分点，管理费用率和财务费用率都有所改善，同比分别下降了 0.34 和 0.32 个百分点。
- **应收账款大幅增加。**由于销售收入的平稳增长以及信用销售的增加，截至本报告期末，公司的应收账款达到 1,482,483.67 万元，同比增长了 39.77%。
- **风险因素：**药品降价的风险；外延发展低于预期；管理层政策变动风险。
- 我们维持原来的财务预测，预计公司 12-14 年的 EPS 分别为 0.81 元、0.88 元和 0.92 元，对应的动态市盈率分别为 14.58 倍、13.42 倍和 12.84 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 18 倍的 PE，目标价 14.58 元，维持买入评级。

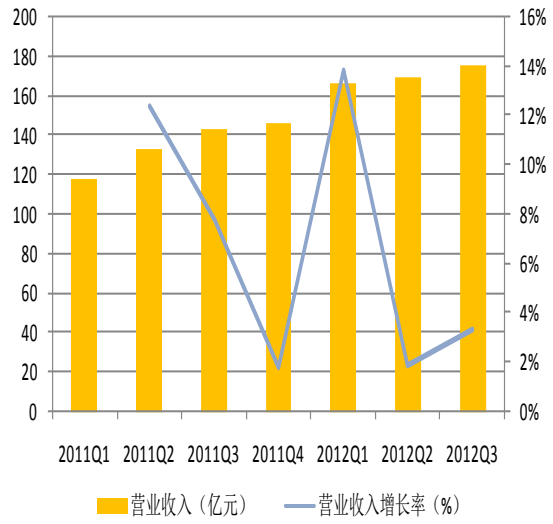
联系人：沈文文　　联系人电话：0755-83688575
联系人邮箱：leechun6@gmail.com



请务必阅读正文后的免责条款部分

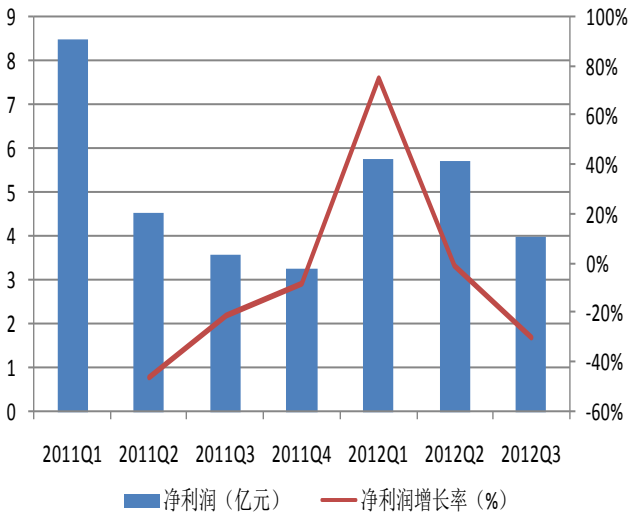
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
公司网址：　www.avicsec.com
联系电话：0755-83692635
传真：0755-83688539

图表 1：公司营业收入的季度变化状况



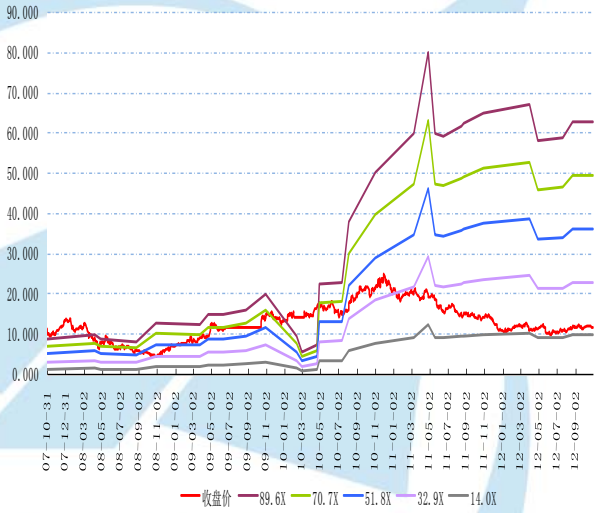

资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 2：公司净利润的季度变化状况



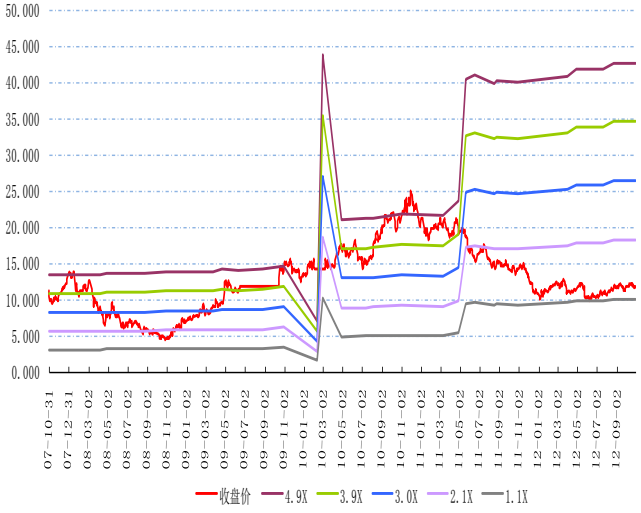

资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 3：公司的 PE Band




资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 4：公司的 PB Band




资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 5：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 |

资料来源：中航证券金融研究所、天软估值

## 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：S0640511040001 ，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

## 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。

**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。