

中航证券金融研究所
 张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001
 研究助理：沈文文 S0640111120031
 电话：0755-83689524、83688575
 邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn
 leechun6@gmail.com

上海医药（601607）公告点评：拟收购正大青春宝 20%的股权

行业分类：医药

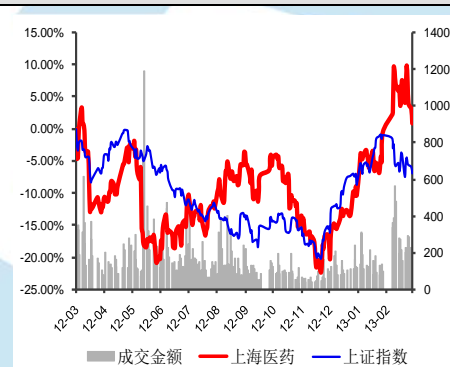
2013年03月13日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	14.58
当前股价（13.03.13）	12.56

基础数据

上证指数	2263.97
总股本（亿）	26.89
流通A股（亿）	19.23
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	242
每股净资产（元）	8.95
ROE（2012Q3）	6.56%
资产负债率	46.50%
动态市盈率	15.51
市净率	1.40

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾：

上海医药近日公告称公司第四届董事会二十六次会议通过决议，同意本公司以人民币4.444亿元向杭州市正大青春宝职工持股会（“职工持股会”）收购正大青春宝药业有限公司（“正大青春宝”）20%的股权。

我们的观点：

此次收购前，上海医药通过公司的全资子公司运诚投资有限公司持有正大青春宝 55%的股权；本次交易完成后，本公司将合计持有正大青春宝 75%的股权。

正大青春宝 20%的股权对应的净资产为 19,953.50 万元、净利润 3,703.43 万元，以 4.444 亿元的收购价格计算，此次收购的 PB 为 2.23 倍，相对于公司当前的动态 PB 的溢价为 59.29%；PE 为 12 倍，相对于公司当前的动态 PE 的折价率为 22.73%，综合来看，此次收购的价格稍微偏高（从正大青春宝当前的经营状况来看，公司已经进入一个平台期，收入无明显的增长），但考虑到收购完成后股权比例的变化所带来的控制力的提高，价格在可以接受的范围内。

正大青春宝是一家以天然植物为主要原料的集研发、生产和销售于一体的综合型中药生产企业。公司的前身为胡庆余堂制药厂的制胶车间，1972 年改为杭州第二中药厂，后于 1992 年改为合资企业，也就是正大青春宝药业有限公司。公司的产品包括处方药、OTC 和保健品，剂型以注射剂、片剂、胶囊剂和颗粒剂四种为主，产品近百种，核心产品包括青春宝抗衰老片、参麦注射液、丹参注射液等。公司在全国设有千余个办事处，并派驻销售代表，以杭州为中心，辐射全国。

此次收购完成后，上海医药通过提高对正大青春宝的持股比例，进一步强化了其对正大青春宝的控制力，通过对正大青春宝销售终端的有效整合和品牌价值的深度挖掘，提高运营效率，提高投资价值。此外，正大青春宝目前还有 12 个在研产品，产品研发成功后，有望催化公司的销售收入的增加，为当前处在平台期的正大青春宝注入新的活力。

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 15.51 倍、14.27 倍和 13.65 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。

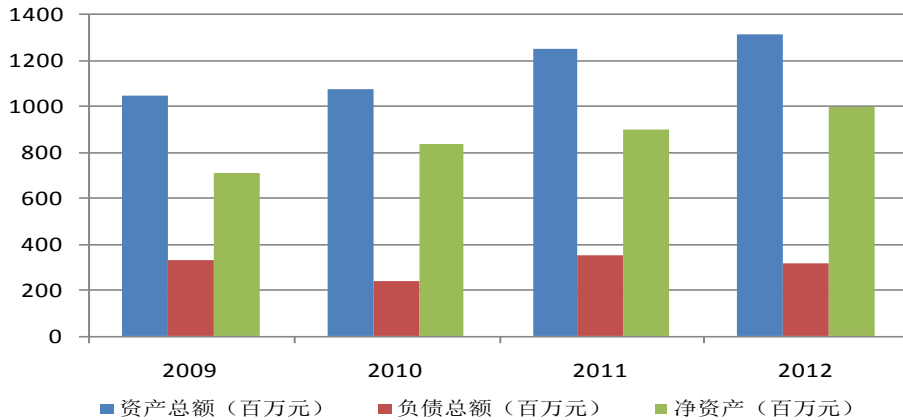
股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

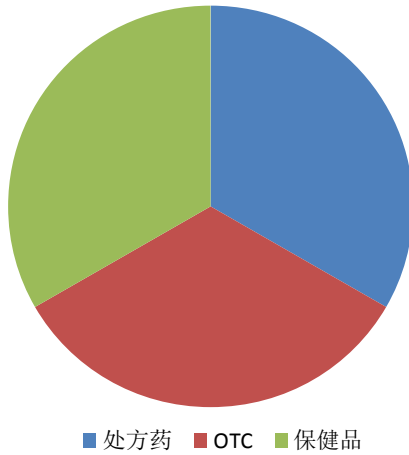
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539

图表 1: 正大青春宝的各项财务数据 (单位: 百万元)



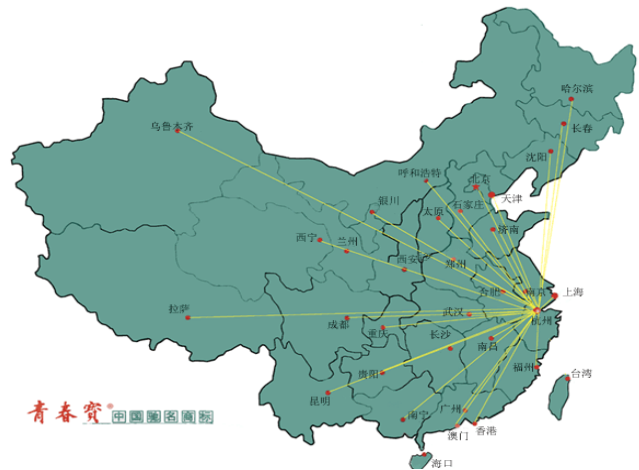
资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 2: 正大青春宝的业务分类



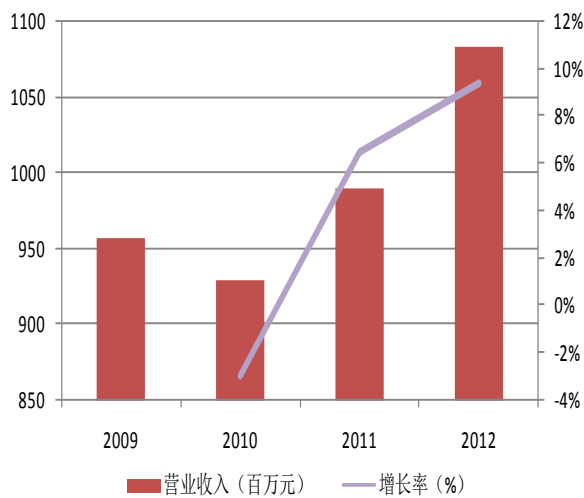
资料来源: 公司网站、中航证券金融研究所

图表 3: 正大青春宝的销售网络



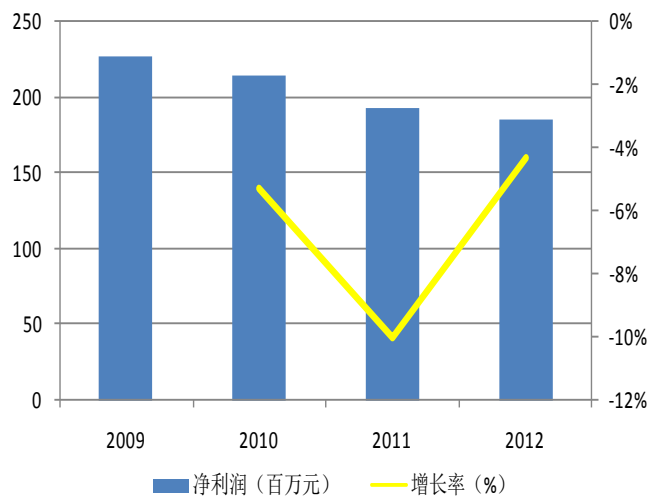
资料来源: 公司网站、中航证券金融研究所

图表 4: 正大青春宝的营业收入状况



资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 5: 正大青春宝的净利润状况



资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	35996	37573	49104	49943	营业收入	54900	65715	78451	93560
现金	14850	19347	19358	22717	营业成本	46882	56620	67970	81482
应收账款	10606	9011	14857	13421	营业税金及附加	161	184	223	266
其他应收款	595	721	846	1025	营业费用	3289	3943	4707	5614
预付账款	482	821	981	1170	管理费用	2134	2583	3099	3714
存货	8297	6603	11734	10062	财务费用	473	55	116	143
其他流动资产	1165	1069	1327	1550	资产减值损失	20	27	24	25
非流动资产	11672	11683	12613	13024	公允价值变动收益	-1	0	0	0
长期投资	2619	2833	3317	3786	投资净收益	934	900	1150	1300
固定资产	3725	3412	3057	2685	营业利润	2874	3203	3462	3615
无形资产	1276	1533	1838	2126	营业外收入	221	223	222	222
其他非流动资产	4052	3905	4402	4427	营业外支出	60	85	83	80
资产总计	47668	49256	61717	62967	利润总额	3035	3341	3601	3758
流动负债	20856	19942	29491	27680	所得税	589	649	692	726
短期借款	5675	5380	8597	7074	净利润	2446	2693	2909	3032
应付账款	10564	9340	14962	14006	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	4618	5222	5932	6599	归属母公司净利润	2042	2173	2362	2469
非流动负债	830	637	641	671	EBITDA	3857	3855	4202	4411
长期借款	52	52	52	52	EPS (元)	0.76	0.81	0.88	0.92
其他非流动负债	778	585	588	619					
负债合计	21686	20579	30132	28351	主要财务比率				
少数股东权益	2903	3422	3970	4533	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	2689	2689	2689	2689	成长能力				
资本公积	14490	14490	14490	14490	营业收入	41.8%	19.7%	19.4%	19.3%
留存收益	5910	8083	10445	12913	营业利润	31.7%	11.5%	8.1%	4.4%
归属母公司股东权益	23078	25254	27615	30083	归属于母公司净利润	40.2%	6.4%	8.7%	4.5%
负债和股东权益	47668	49256	61717	62967	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

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

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。