

证券研究报告—动态报告

医药保健

医疗器械与服务

上海医药 (601607)

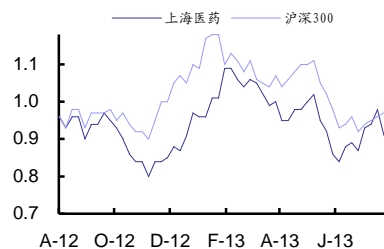
推荐

2013 年半年报点评

(维持评级)

2013 年 08 月 23 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	2,689/1,923
总市值/流通 (百万元)	30,116/21,537
上证综指/深圳成指	2,067/8,245
12 个月最高/最低元)	13.86/9.49

相关研究报告:

- 《上海医药-601607-2013 年 1 季报点评: 工商业增长平稳, 现金流有待改善》——2013-05-02
- 《上海医药-601607-2012 年年报点评: 业绩平稳增长, 估值优势突出》——2013-03-27
- 《上海医药-601607-重大事件快评: 收购正大青春宝 20% 股权, 增强控制力》——2013-03-13
- 《上海医药-601607-工商业稳定增长, 估值优势显著》——2013-02-19
- 《上海医药-601607-2012 年半年报点评: 平稳增长符合预期》——2012-08-23

证券分析师: 胡博新

电话: 0755-82133263
E-MAIL: hubx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512060001

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908
E-MAIL: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

主业增长平稳, 现金流略有改善

● 实际主业增长平稳, 现金流由负转正

收入 387 亿元 (+15.16%); 归母净利润 11.90 亿元 (+3.65%), 扣除同期募集资金余额汇兑收益后增 9.08%, EPS0.44 元, 略低于预期。Q2 收入增 12.8%, 净利减 1.3%, 对比 Q1 增速有所回落, 但加强对回款管理, 每股经营性现金流净额由负转正, 为 0.13 元。ROE4.76%, 降 0.11pp。

● 医药商业: 增速保持平稳, 现金流环比改善

分销业务收入 (合并抵消前) 334.36 亿元, 同比增 15.97%, 表现显著优于行业, 主要是华北地区增速拉动 (中信科园增 29.29%, 上海医药分销增 14.07%)。医保控费, 反商业贿赂, 药品降价等行业整体增长有一定的影响, 但公司作为全国第二的医药商业龙头, 通过内生加外延发展, 增速仍有望超越行业。盈利方面, 因进口药品招标价格下降, 商业毛利率同比下滑 0.37pp。为稳定毛利, 也在公司加快国产品种引进, 上半年合资与进口产品的占比为 48.48%, 同比降 5.17pp。2 季度起公司会加强对账期的管理, 现金流环比有所改善。

● 医药工业: 产品聚焦成效继续体现

工业收入 55.07 亿元 (+10.93%); 毛利率 47.16%, 同比提升 0.61pp。产品聚焦成效继续体现, 重点品种由 12 年底的 58 个增加到 64 个, 实现营业收入 32.21 亿元, 同比增长 17.34%, 比重升至 58.49%。其中 19 个品种收入超过 5000 万。

● 新管理层上任, 外延并购有望加快

公司已顺利完成董事会和监事会换届选举。新管理层上任之初就提出业务规模超千亿的三年奋斗目标, 而且目前手握重金, 预计未来外延并购节奏将加快。

● 风险提示

募集资金汇兑损益波动; 参股企业较多, 有业绩波动风险。

● 处于估值洼地, 维持“推荐”评级

维持公司盈利预测, 13-15 年 EPS0.85/0.97/1.08 元/股, 对应 PE13x/12x/10x。公司作为全国第二的医药商业龙头、同时医药工业规模亦居前的大型医药公司, 受益行业集中, 内部整合及工商联动, 新管理层上任有望带来管理改善和提升, 外延发展也有望提速, 当前估值在医药板块中处于洼地, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	54,900	68,078	83,225	99,016	116,403
(+/-%)	46.7%	24.0%	22.2%	19.0%	17.6%
净利润(百万元)	2,042	2,053	2,287	2,617	2,903
(+/-%)	49.3%	0.5%	11.4%	14.4%	10.9%
摊薄每股收益 (元)	0.76	0.76	0.85	0.97	1.08
EBIT Margin	6.4%	4.8%	3.8%	3.7%	3.6%
净资产收益率 (ROE)	8.8%	8.3%	8.9%	9.7%	10.2%
市盈率 (PE)	14.7	14.7	13.2	11.5	10.4
EV/EBITDA			16.8	15.9	15.5
市净率 (PB)	1.3	1.2	1.2	1.1	1.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 参控股公司业绩情况 (单位: 万元)

参控股公司	持股比例	2012年上半年		2013年上半年			
		营业收入	净利润	营业收入	净利润	收入增速	利润增速
上海医药分销控股有限公司	100%	2091569	55382	2385797	45130	14.07%	-18.51%
上药科园信海医药有限公司	100%	539185	15104	697099	13215	29.29%	-12.51%
上海信谊药厂有限公司	100%	112436	5139	123632	5919	9.96%	15.18%
上海第一生化药业有限公司	100%	44436	13170	49216	13903	10.76%	5.56%
上海新亚药业有限公司	96.90%	36751	3720	58689	3466	59.69%	-6.82%
上海市药材有限公司	100%	185100	3438	197744	4192	6.83%	21.94%
正大青春宝药业有限公司	75%	54248	6548	59727	6135	10.10%	-6.31%
常州药业股份有限公司	75.89%	214428	12893	232142	10095	8.26%	-21.70%
上海中西三维药业有限公司	100%	63869	15083	70317	12899	10.09%	-14.48%
青岛国风药业股份有限公司	67.52%	34347	1896	36205	770	5.41%	-59.41%
广东天普生化医药股份有限公司	40.80%			53314	7259		
中美上海施贵宝制药有限公司	30%	150780	15632	170238	-731	12.90%	-104.67%
上海罗氏制药有限公司	30%	356312	40158	431494	23695	21.10%	-41.00%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

表 2: 分产品收入预测 (单位: 百万)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
合计收入	31073	37411	54900	68078	83225	99016	116403
增长率	14.05%	20.40%	46.75%	24%	22%	19%	18%
毛利率	19.10%	18.15%	14.6%	13.6%	13.1%	12.6%	12.2%
商业收入	23664	29095	48807	61675	75723	90803	107148
商业增长率	17.68%	23%	68%	26%	23%	20%	18%
商业毛利率	8.85%	8.57%	7.62%	7.15%	6.97%	6.77%	6.67%
其中: 分销	21757	27370	46530	58926	72480	86975	102631
增长率		26%	70%	27%	23%	20%	18%
毛利率		7.06%	6.89%	6.51%	6.30%	6.10%	6.00%
其中: 零售	1719	1726	2277	2749	3244	3828	4517
增长率		0%	32%	21%	18%	18%	18%
毛利率		23.51%	22.44%	20.79%	22%	22%	22%
工业收入	7318	8075	9088	9912	11002	12212	13556
工业增长率	7.12%	10.34%	12.54%	9.06%	11%	11%	11%
工业毛利率	50.47%	51.4%	44.9%	47.3%	48.0%	48.5%	49.0%
其他收入+内部抵消	90	90	-2995	-3509	-3500	-4000	-4300
毛利率	75.6%	74.9%	-7.3%	-5.3%	-10.0%	-10.0%	-10.0%

资料来源: wind, 国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	13525	18552	18932	19425
应收款项	14342	19381	23058	27108
存货净额	9810	12836	15347	18122
其他流动资产	1122	1371	1632	1918
流动资产合计	38802	52143	58972	66576
固定资产	4259	4032	3640	3214
无形资产及其他	1407	1350	1294	1238
投资性房地产	3926	81	81	81
长期股权投资	2675	2775	2875	2925
资产总计	51069	60381	66862	74034
短期借款及交易性金融负债	4901	4901	4901	4901
应付款项	14575	19550	23374	27602
其他流动负债	2622	5570	6639	7824
流动负债合计	22098	30020	34914	40327
长期借款及应付债券	41	41	41	41
其他长期负债	1229	1249	1269	1289
长期负债合计	1270	1290	1310	1330
负债合计	23368	31310	36224	41657
少数股东权益	3062	3288	3546	3833
股东权益	24639	25783	27092	28543
负债和股东权益总计	51069	60381	66862	74034

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	0.76	0.85	0.97	1.08
每股红利	0.43	0.43	0.49	0.54
每股净资产	9.16	9.59	10.08	10.62
ROIC	7%	11%	16%	16%
ROE	8%	9%	10%	10%
毛利率	14%	13%	13%	12%
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%
EBITDA Margin	5%	4%	4%	4%
收入增长	24%	22%	19%	18%
净利润增长率	1%	11%	14%	11%
资产负债率	52%	57%	59%	61%
息率	4%	4%	4%	5%
P/E	14.7	13.2	11.5	10.4
P/B	1.2	1.2	1.1	1.1
EV/EBITDA	16.7	16.8	15.9	15.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	68078	83225	99016	116403
营业成本	58793	72242	86327	101872
营业税金及附加	188	233	277	326
销售费用	3973	4744	5545	6402
管理费用	2457	2803	3175	3665
财务费用	199	235	232	252
投资收益	389	380	380	380
资产减值及公允价值变动	(62)	(25)	(20)	(20)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	2796	3324	3818	4246
营业外净收支	292	100	100	100
利润总额	3088	3424	3918	4346
所得税费用	627	685	784	869
少数股东损益	408	452	517	574
归属于母公司净利润	2053	2287	2617	2903

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	2053	2287	2617	2903
资产减值准备	43	4	(5)	(7)
折旧摊销	537	455	482	489
公允价值变动损失	62	25	20	20
财务费用	199	235	232	252
营运资本变动	(1809)	3477	(1539)	(1685)
其它	135	222	264	294
经营活动现金流	1021	6470	1839	2014
资本开支	(648)	(200)	(50)	(20)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(704)	(300)	(150)	(70)
权益性融资	55	0	0	0
负债净变化	(12)	0	0	0
支付股利、利息	(1157)	(1144)	(1309)	(1452)
其它融资现金流	642	0	0	0
融资活动现金流	(1641)	(1144)	(1309)	(1452)
现金净变动	(1325)	5026	381	493
货币资金的期初余额	14850	13525	18552	18932
货币资金的期末余额	13525	18552	18932	19425
企业自由现金流	205	6295	1846	2095
权益自由现金流	835	6107	1660	1893

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
固定收益		交通运输		机械	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
商业贸易		钢铁及新材料		房地产	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		电子	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		纺织服装及日化	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
电力及公共事业		非银行金融		银行	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678		
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		