



中航证券金融研究所

沈文文

证券执业证书号: S0640513070003

电话: 0755-83688575

邮箱: wwshenavic@163.com

上海医药 (601607) 中报点评: 重点品种引领工业增长, 分销增速趋于平缓

行业分类: 医药

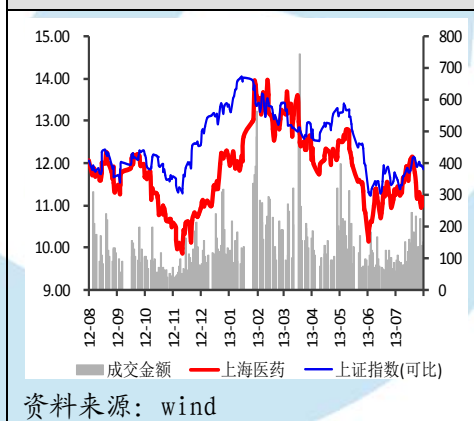
2013 年 08 月 23 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	14.76
当前股价 (13.08.23)	11.02

基础数据

上证指数	2057.46
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)	212
每股净资产 (元)	9.27
ROE (2013H)	4.76%
资产负债率 (2013H)	48.46%
动态市盈率	13.44
市净率	1.19

近一年公司指数与上证综指走势对比



2013 年中期报告:

- 报告期内公司实现营业收入3,871,790.18万元, 同比增长15.16%; 利润总额170,918.44万元, 同比增长0.68%; 归属于上市公司股东的净利润118,960.94万元, 同比增长3.65%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为113,157.92万元, 同比增长5.77%。
- 重点品种引领工业增长。报告期内, 医药工业的营业收入55.07亿元, 同比增长10.93%; 毛利率48.10%, 同比上升了0.61个百分点。制药业务方面, 公司继续施行重点品种聚焦战略, 报告期内新增8个重点品种至64个, 其中19个重点品种半年销售额突破5000万元, 全部销售收入32.21亿元, 同比增长17.34%, 高于工业整体增速, 这也是公司制药工业保持平稳增长的原因。同时由于重点品种的品牌效应及高毛利率的特征, 公司制药业务的综合毛利率才得以提升。
- 分销业务增长速度和毛利率有所下滑。分销业务实现营业收入334.36亿元, 同比增长15.97%, 增速下滑明显, 主要系外部并购标的减少(去年同期的增长率为36.17%); 毛利率6.25%, 同比下滑0.36个百分点, 主要系两项费率有所提高。从分销规模来看, 上海医药稳居全国第二, 且以华东地区为主。公司推行“物流精益六西格玛”等精细化管理措施, 有望遏制毛利率的下滑趋势, 同时公司的DTP业务(高端药品直送)同比大幅增长。尽管利润占比偏低, 但药品分销业务一直是公司的名片, 管理层的稳定有助于公司明确市场化发展的方向, 大力进行外部并购, 过去一年的并购行动已经说明了这一点。
- 研发高效, 成果显著。上海医药的研发投入分三个方向: 创新药物(21%)、仿制药物(37%)和现有产品的二次开发(42%)。报告期内, 公司累计投入1.87亿元, 营业收入占比3.40%, 效果也比较显著。一类新药雷腾舒已经开始申报II期, 3.1类化学药米格列奈片获得生产批文, 共计5个生产批文, 1项新药证书。短期来看, 目前已经市场化的研究成果主要体现在仿制药的研发及现有产品的二次开发上。
- 风险因素: 药品降价的风险; 外延发展低于预期的风险。
- 我们预计公司13-15年的EPS分别为0.82元、0.86元和0.93元, 对应的动态市盈率分别为13.44倍、12.81倍和11.85倍, 估值优势明显, 考虑到公司的重点品种聚焦战略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14.76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



[上海医药（601607）公司点评报告]

图表 1：公司分产品营业收入及主要财务预测

	10A	11A	12A	13E	14E	15E
医药工业						
营业收入（百万元）	8,075.16	9,088.23	9,911.82	10,903.00	11,993.30	13,192.63
增加额（百万元）	757.00	1,013.07	823.59	991.18	1090.30	1199.33
增长幅度（%）	10.34	12.55	9.06	10.00	10.00	10.00
毛利率（%）	46.70	44.90	47.32	48.10	48.00	48.00
分销						
营业收入（百万元）	29,095.43	46,529.81	58,926.44	67,765.41	79,963.18	94,356.55
增加额（百万元）	5,618.78	17,434.38	12396.63	8838.97	12197.77	14393.37
增长幅度（%）	23.93	59.92	26.64	15.00	18.00	18.00
毛利率（%）	7.21	6.89	6.51	6.25	6.25	6.25
零售						
营业收入（百万元）	1,725.55	2,276.81	2,749.02	3,092.65	3,556.55	4,090.03
增加额（百万元）	6.25	551.26	472.21	343.63	463.90	533.48
增长幅度（%）	0.36	31.95	20.74	12.50	15.00	15.00
毛利率（%）	23.51	22.44	20.79	20.13	20.00	20.00
其他业务						
营业收入（百万元）	89.58	20.61	18.98	20.00	21.00	22.05
增加额（百万元）	-32.63	-68.97	-1.61	1.02	1.00	1.05
增长幅度（%）	-26.70	-76.99	-7.91	5.37	5.00	5.00
毛利率（%）	74.86	31.54	36.92	46.60	46.00	46.00
其他假设						
营业费用/营业收入（%）	8.04	5.99	5.84	5.75	5.75	5.70
管理费用/营业收入（%）	4.81	3.89	3.61	3.25	3.20	3.10
税率（%）	18.11	19.41	20.31	18.50	18.50	18.50

资料来源：公司年报，中航证券金融研究所



[上海医药 (601607) 公司点评报告]

图表 2: 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	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	38802	44255	50122	57825	营业收入	68078	77752	90830	106162
现金	13525	15550	18030	20967	营业成本	58793	68142	79921	93752
应收账款	12604	14283	16323	18934	营业税金及附加	188	219	254	298
其他应收款	691	1204	849	1543	营业费用	3973	4471	5223	6051
预付账款	630	707	831	969	管理费用	2457	2527	2907	3291
存货	9810	11010	12692	13784	财务费用	199	-75	-106	-146
其他流动资产	1541	1500	1398	1627	资产减值损失	62	41	41	48
非流动资产	12267	12080	11893	11480	公允价值变动收益	0	-0	-0	-0
长期投资	2675	2343	2544	2521	投资净收益	389	480	500	500
固定资产	3696	3584	3313	2964	营业利润	2796	2908	3090	3368
无形资产	1407	1444	1524	1584	营业外收入	532	480	480	489
其他非流动资产	4490	4709	4511	4411	营业外支出	240	161	170	179
资产总计	51069	56334	62015	69305	利润总额	3088	3227	3400	3678
流动负债	22098	25235	28185	32465	所得税	627	597	629	680
短期借款	4900	5619	6012	6907	净利润	2461	2630	2771	2998
应付账款	12144	13995	15986	18685	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	5054	5621	6187	6874	归属母公司净利润	2053	2204	2322	2512
非流动负债	1270	1412	1372	1385	EBITDA	3575	3349	3525	3773
长期借款	41	65	65	65	EPS (元)	0.76	0.82	0.86	0.93
其他非流动负债	1229	1347	1307	1320					
负债合计	23368	26647	29557	33850	主要财务比率				
少数股东权益	3062	3488	3937	4422	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	2689	2689	2689	2689	成长能力				
资本公积	14446	14446	14446	14446	营业收入	24.0%	14.2%	16.8%	16.9%
留存收益	7520	9079	11401	13913	营业利润	-2.7%	4.0%	6.3%	9.0%
归属母公司股东权益	24639	26200	28521	31033	归属于母公司净利润	0.52%	7.4%	5.4%	8.2%
负债和股东权益	51069	56334	62015	69305	获利能力				
					毛利率 (%)	13.64%	12.36%	12.01%	11.69%
现金流量表					净利率 (%)	3.0%	2.8%	2.6%	2.4%
单位: 百万元					ROE (%)	8.3%	8.4%	8.1%	8.1%
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	ROIC (%)	14.3%	12.9%	13.2%	13.6%
经营活动现金流	1151	1608	1875	1566	偿债能力				
净利润	2461	2630	2771	2998	资产负债率 (%)	45.8%	47.3%	47.7%	48.8%
折旧摊销	580	517	541	551	净负债比率 (%)	21.15%	21.33%	20.56%	20.60%
财务费用	199	-75	-106	-146	流动比率	1.76	1.75	1.78	1.78
投资损失	-389	-480	-500	-500	速动比率	1.30	1.31	1.32	1.35
营运资金变动	-2001	-1863	-524	-2277	营运能力				
其他经营现金流	302	880	-307	940	总资产周转率	1.38	1.45	1.53	1.62
投资活动现金流	-401	225	100	331	应收账款周转率	6	5	6	6
资本支出	709	0	0	-0	应付账款周转率	5.18	5.21	5.33	5.41
长期投资	0	-297	189	-19	每股指标 (元)				
其他投资现金流	308	-72	289	312	每股收益 (最新摊薄)	0.76	0.82	0.86	0.93
筹资活动现金流	-2026	191	505	1040	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.43	0.60	0.70	0.58
短期借款	-775	719	394	894	每股净资产 (最新摊薄)	9.16	9.74	10.61	11.54
长期借款	-12	24	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	14.43	13.45	12.76	11.80
资本公积增加	-44	0	0	0	P/B	1.20	1.13	1.04	0.95
其他筹资现金流	-1196	-551	111	146	EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18
现金净增加额	-1254	2025	2479	2937					

资料来源: wind、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

沈文文，SAC 执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士（生物科学专业）、生理学硕士（医学分子生物学方向），2011年7月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

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。