

2013年08月26日

上海医药 (601607.SH)

## 增长稳定, 期待整合效应

## ——2013年中报点评

■收入符合预期, 利润略低预期。2013年上半年公司实现收入 387.18 亿元 (增 15.16%) 和净利 11.90 亿元 (增 3.65%, 扣非后增 5.77%), EPS 为 0.44 元。实现经营性净现金流 3.39 亿元, 较一季有大幅改善。因商业毛利率整体呈下行趋势且公司商业增速略快于工业, 公司净利率 3.61% (降 0.38pp)。

■聚焦战略成效显著, 工业开始进入大品种时代。上半年工业收入 55.07 亿元 (增 10.93%), 毛利率 47.16% (升 0.61pp)。其中生物药收入 1.74 亿元 (增 37.61%), 化学药收入 23.73 亿元 (增 12.73%), 中药收入 22.45 亿元 (增 9.51%), 其他工业产品 7.15 亿元 (增 4.84%)。公司继续产品聚焦战略, 改善品种结构, 收入超 5000 万的大品种达到 19 个, 重点品种占工业收入的 58.49% (提升 3.20pp)。

■商业稳定增长, 高附加值业务增长迅速。上半年分销收入 334.36 亿元 (增 15.97%), 毛利率 6.11% (降 0.37pp)。医院纯销占比 62.58% (升 2.78pp)。上药分销增长 14%, 科园信海增长 29%, 优势区域华东和华北分别占 69.26% 和 22.81%, 未来将通过外延式并购切入东北、西南市场。新业务继续保持高速增长, DTP 增 49%, 疫苗业务增 55%, 高值耗材业务增 26%。

■研发思路务实, 单抗是亮点。上半年研发投入 1.87 亿元, 占工业收入 3.40%, 其中 21% 投向创新药, 37% 投向高端仿制药, 42% 投向现有产品二次开发, 我们认为这个分配思路既强调创新, 又兼顾效益, 符合公司当前的发展需求。产品管线上单抗是亮点, 在研的人源化抗 CD20 单抗已经基本完成临床前药学与生物学评价工作, 计划于今年 3 季度申报临床, 有望于 2018 年获批上市。1.1 类化药雷腾舒已经完成 I 期临床, 正在申报 II/III 期临床。

■并购东英药业, 探索整合新模式。上半年收购东英药业 79% 股权后, 公司推行“百日整合计划”, 实现了子公司之间研发、生产、销售等资源的对接, 将成为公司对新并购企业整合的模板。我们认为各子公司独立运作并未使资源得到最佳配置, 公司一旦找到合适的整合模式, 提效空间很大。

■投资建议: 公司作为国内工商业龙头, 分销领域外延扩张志不在小, 工业领域整合提效空间巨大。公司已经平稳完成换届, 新管理层务实精干, 随着整合协同效应的凸显, 业绩增速将稳中有升, 估值有较大提升空间。预计 2013-2015 年 EPS 为 0.85、0.99、1.13 元, 维持“增持-A”评级, 12 个月目标价 16 元。

■风险提示: 销售风险, 控费风险, 并购整合风险

摘要(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	54,899.9	68,078.1	82,609.5	98,674.4	116,002.5
净利润	2,042.2	2,052.9	2,280.7	2,654.6	3,039.5
每股收益(元)	0.76	0.76	0.85	0.99	1.13
每股净资产(元)	8.58	9.16	9.75	10.43	11.20

盈利和估值	2011	2012	2013E	2014E	2015E
市盈率(倍)	14.7	14.7	13.2	11.3	9.9
市净率(倍)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
净利润率	3.7%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
净资产收益率	9.4%	8.9%	9.2%	9.9%	10.5%
股息收益率	1.4%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%
ROIC	27.7%	14.8%	15.3%	18.8%	17.0%

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

本报告版权属于安信证券股份有限公司。  
各项声明请参见报告尾页。

## 公司快报

证券研究报告

医药流通

投资评级

增持-A

维持评级

12 个月目标价

16.00 元

股价 (2013-08-23)

11.02 元

## 交易数据

总市值 (百万元)	29,470.46
流通市值 (百万元)	21,075.37
总股本 (百万股)	2,688.91
流通股本 (百万股)	1,922.94
12 个月价格区间	9.88/13.97 元

## 股价表现



资料来源: Wind 资讯

	%	1M	3M	12M
相对收益		-5.39	1.84	-4.97
绝对收益			-9.87	-5.19

邹敏

分析师

SAC 执业证书编号: S1450511080003  
zoumin@essence.com.cn  
021-68766073

吴永强

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512060001  
wuyq@essence.com.cn  
010-66581629

陈宁浦

分析师

SAC 执业证书编号: S1450512080006  
chennp2@essence.com.cn  
021-68765361

报告联系人

叶寅

021-68763590  
yeyin@essence.com.cn

## 相关报告

管理层换届在即, 公司发展 2013-05-19  
战略将更趋清晰——近期调  
研纪要  
上海医药: 山重水复, 柳暗 2011-04-25  
花明: 上海医药与辉瑞、中  
邮合作协议的点评

上海医药: 内部提效, 外部 2011-03-10  
扩张: 2010 年报点评

## 财务报表预测和估值数据汇总(2013年08月23日)

利润表						财务指标					
(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E	(百万元)	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>营业收入</b>	<b>54,899.9</b>	<b>68,078.1</b>	<b>82,609.5</b>	<b>98,674.4</b>	<b>116,002.5</b>	<b>成长性</b>					
减:营业成本	46,882.2	58,792.6	71,829.7	85,991.4	101,320.9	营业收入增长率	46.7%	24.0%	21.3%	19.4%	17.6%
营业税费	161.2	187.7	227.8	272.1	319.9	营业利润增长率	38.4%	-2.7%	14.9%	14.9%	13.1%
销售费用	3,288.7	3,972.6	4,667.4	5,525.8	6,438.1	净利润增长率	49.3%	0.5%	11.1%	16.4%	14.5%
管理费用	2,134.4	2,457.3	2,808.7	3,305.6	3,828.1	EBITDA 增长率	43.5%	-7.7%	14.1%	14.0%	12.4%
财务费用	472.9	198.9	210.0	252.0	302.4	EBIT 增长率	46.6%	-10.5%	14.3%	15.2%	13.5%
资产减值损失	19.7	62.4	12.0	14.0	16.0	NOPLAT 增长率	44.3%	-11.5%	17.6%	16.6%	14.9%
加:公允价值变动收益	-1.0	0.3	-	-	-	投资资本增长率	65.6%	14.0%	-4.9%	26.5%	-1.9%
投资和汇兑收益	933.9	389.0	360.0	380.0	400.0	净资产增长率	118.6%	6.6%	7.3%	7.8%	8.3%
<b>营业利润</b>	<b>2,873.7</b>	<b>2,795.9</b>	<b>3,213.8</b>	<b>3,693.5</b>	<b>4,177.1</b>	<b>利润率</b>					
加:营业外净收支	161.4	291.8	120.0	140.0	160.0	毛利率	14.6%	13.6%	13.0%	12.9%	12.7%
<b>利润总额</b>	<b>3,035.1</b>	<b>3,087.7</b>	<b>3,333.8</b>	<b>3,833.5</b>	<b>4,337.1</b>	营业利润率	5.2%	4.1%	3.9%	3.7%	3.6%
减:所得税	589.1	627.1	600.1	651.7	693.9	净利率	3.7%	3.0%	2.8%	2.7%	2.6%
<b>净利润</b>	<b>2,042.2</b>	<b>2,052.9</b>	<b>2,280.7</b>	<b>2,654.6</b>	<b>3,039.5</b>	EBITDA/营业收入	7.0%	5.2%	4.9%	4.7%	4.5%
						EBIT/营业收入	6.1%	4.4%	4.1%	4.0%	3.9%
<b>资产负债表</b>						<b>运营效率</b>					
	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>	固定资产周转天数	24	20	16	13	10
货币资金	14,850.1	13,525.4	11,926.0	9,719.7	12,852.4	流动营业资本周转天数	30	37	34	36	39
交易性金融资产	2.7	2.9	2.9	2.9	2.9	流动资产周转天数	186	198	177	166	167
应收帐款	11,201.5	13,295.7	16,535.5	20,741.5	24,370.6	应收帐款周转天数	61	65	65	68	70
应收票据	971.2	1,046.5	1,569.5	1,719.6	2,340.5	存货周转天数	44	48	47	49	51
预付帐款	481.8	630.0	567.2	1,343.8	1,470.7	总资产周转天数	249	261	230	209	202
存货	8,297.5	9,809.7	11,739.2	15,013.7	17,634.2	投资资本周转天数	85	91	78	72	68
其他流动资产	191.1	491.8	50.0	55.0	60.0	<b>投资回报率</b>					
可供出售金融资产	18.5	19.8	19.8	19.8	19.8	ROE	9.4%	8.9%	9.2%	9.9%	10.5%
持有至到期投资	-	-	-	-	-	ROA	5.1%	4.8%	5.0%	5.3%	5.2%
长期股权投资	2,618.8	2,674.6	2,674.6	2,674.6	2,674.6	ROIC	27.7%	14.8%	15.3%	18.8%	17.0%
投资性房地产	384.5	312.7	312.7	312.7	312.7	<b>费用率</b>					
固定资产	3,725.7	3,696.5	3,684.9	3,473.3	3,170.3	销售费用率	6.0%	5.8%	5.7%	5.6%	5.6%
在建工程	311.7	557.9	283.2	185.3	154.1	管理费用率	3.9%	3.6%	3.4%	3.4%	3.3%
无形资产	1,276.2	1,406.7	1,369.8	1,319.5	1,266.0	财务费用率	0.9%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
其他非流动资产	-	-	-	-	-	三费/营业收入	10.7%	9.7%	9.3%	9.2%	9.1%
<b>资产总额</b>	<b>47,667.8</b>	<b>51,069.0</b>	<b>54,284.1</b>	<b>60,078.9</b>	<b>69,803.4</b>	<b>偿债能力</b>					
短期债务	5,674.7	4,900.0	380.0	420.0	460.0	资产负债率	45.5%	45.8%	45.3%	46.7%	50.3%
应付帐款	11,897.8	13,500.8	18,024.5	20,767.2	26,178.1	负债权益比	83.5%	84.4%	82.7%	87.6%	101.2%
应付票据	2,095.9	2,430.6	3,555.2	4,088.5	5,480.7	流动比率	1.73	1.76	1.81	1.81	1.73
其他流动负债	-	-	-	-	-	速动比率	1.33	1.31	1.31	1.25	1.21
长期借款	52.3	40.8	-	-	-	利息保障倍数	7.08	15.06	16.30	15.66	14.81
其他非流动负债	-	-	-	-	-	<b>分红指标</b>					
<b>负债总额</b>	<b>21,686.4</b>	<b>23,368.2</b>	<b>24,573.3</b>	<b>28,047.0</b>	<b>35,114.1</b>	DPS(元)	0.16	0.24	0.27	0.31	0.36
少数股东权益	2,903.0	3,061.6	3,491.9	3,992.8	4,566.3	分红比率	21.1%	31.4%	31.4%	31.4%	31.4%
股本	2,688.9	2,688.9	2,688.9	2,688.9	2,688.9	股息收益率	1.4%	2.1%	2.4%	2.8%	3.2%
留存收益	20,399.7	21,966.3	23,530.0	25,350.2	27,434.2						
<b>股东权益</b>	<b>25,981.5</b>	<b>27,700.9</b>	<b>29,710.9</b>	<b>32,031.8</b>	<b>34,689.3</b>						

### 现金流量表

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	2,446.0	2,460.6	2,280.7	2,654.6	3,039.5
加:折旧和摊销	510.5	580.1	606.8	651.0	688.3
资产减值准备	19.7	62.4	-	-	-
公允价值变动损失	1.0	-0.3	-	-	-
财务费用	672.4	449.7	210.0	252.0	302.4
投资损失	-933.9	-389.0	-360.0	-380.0	-400.0
少数股东损益	403.8	407.7	453.0	527.2	603.7
营运资金的变动	-628.2	-1,833.4	624.3	-4,928.2	46.8
<b>经营活动产生现金流量</b>	<b>1,772.4</b>	<b>1,150.8</b>	<b>3,814.8</b>	<b>-1,223.4</b>	<b>4,280.7</b>
投资活动产生现金流量	-3,790.4	-401.3	80.0	90.0	100.0
融资活动产生现金流量	10,643.1	-2,026.0	-5,494.2	-1,072.9	-1,248.1

### 业绩和估值指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
EPS(元)	0.76	0.76	0.85	0.99	1.13
BVPS(元)	8.58	9.16	9.75	10.43	11.20
PE(X)	14.7	14.7	13.2	11.3	9.9
PB(X)	1.3	1.2	1.1	1.1	1.0
P/FCF	-8.6	-30.6	-21.9	-15.7	8.6
P/S	0.5	0.4	0.4	0.3	0.3
EV/EBITDA	6.0	6.7	5.3	5.3	4.2
CAGR(%)	9.2%	14.0%	15.4%	9.2%	14.0%
PEG	1.6	1.0	0.9	1.2	0.7
ROIC/WACC	2.8	1.5	1.6	1.9	1.7
REP	0.5	0.9	0.8	0.6	0.6

数据来源: Wind 资讯, 安信证券研究中心预测

## ■ 公司评级体系

### 收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

### 风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

## ■ 分析师声明

邹敏、吴永强、陈宁浦分别声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

## ■ 本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以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，并向本公司的客户发布。

## ■ 免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本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。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。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，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

## ■ 销售联系人

上海联系人	张勤	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
	侯海霞	021-68763563	houhx@essence.com.cn
	梁涛	021-68766067	liangtao@essence.com.cn
	凌洁	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
	潘艳	021-68766516	panyan@essence.com.cn
北京联系人	黄方禅	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
	潘冬亮	010-59113590	pandl@essence.com.cn
	温鹏	010-59113570	wenpeng@essence.com.cn
深圳联系人	刘凯	010-59113572	liukai2@essence.com.cn
	沈成效	0755-82558059	shencx@essence.com.cn
	胡珍	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn

## 安信证券研究中心

### 深圳市

地址： 深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编： 518026

### 上海市

地址： 上海市浦东新区世纪大道1589号长泰国际金融大厦16层

邮编： 200123

### 北京市

地址： 北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编： 100034

