



中银国际证券有限责任公司
具备证券投资咨询业务资格

制药：化学成药

焦阳

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

上海医药调研纪要

近期，我们拜访了上海医药（601607.CH/人民币 13.10，未有评级），与公司管理层进行了交流，情况如下：

1. 医药商业业务

公司的医药商业包括医药分销和医药零售两部分。

2013年1-3季度公司医药分销业务实现营业收入人民币502.68亿元，同比增长14.43%，毛利率6.14%。相对于2013年上半年，医药分销业务同比增速下降1.54个百分点，与行业的实际情况较为一致；毛利率上升0.03个百分点，与公司纯销/调拨业务比例变化有一定关系。1-3季度合资与进口产品的销售占比为约为46-48%，相对上半年的48.48%有一定下降，这既是公司主动调整品种结构的结果，也与外资药企受到反商业贿赂的影响有关。如果未来医药反商业贿赂行动无进一步升级，我们估计2013年第4季度公司的医药分销业务增速将保持在11-12%之间，全年增速约为13-14%之间，2014年的增速与2013年基本一致。

2013年1-3季度药品零售业务实现营业收入人民币22.48亿元，同比增长9.83%，相对于2013年上半年下降2.76个百分点，毛利率19.61%，相对于上半年略降0.06个百分点。公司药品零售业务的增长情况与行业的情况基本一致，我们估计在基层医疗的普及和居民就医习惯变化的双重影响下，药品零售业务增速短期内仍将面临不小的压力。

2. 制药工业业务

2013年1-3季度，公司医药制造业务实现营业收入人民币80.88亿元，同比增长10.13%，较上半年下降0.8个百分点，毛利率46.90%，较上半年略微下滑0.26个百分点。公司64个重点产品实现销售收入46.88亿元，同比增长15.81%，较上半年下降1.53个百分点，占工业销售比重57.96%，平均毛利率62.76%。第三季度新增2个全年有望过亿品种（瓜蒌皮、沙利度胺），目前预计全年过亿品种数达到21个。公司9个独家大品种覆盖心血管、消化系统、抗肿瘤、呼吸系统、神经系统五大领域，目前抗生素产品占工业销售比例仅为10%左右，产品线较为合理。我们估计公司医药制造业2013年增速在10-15%之间，收营销改革有利影响，2014年增速将略有提升。

3. 营销改革

公司于2013年10月19日成立了营销中心，并将营销中心划分为3个主要业务板块，其中营销一部负责终端营销，营销二部负责代理品种销售，营销三部负责零售。

公司的终端营销部门主要负责在医院销售产品，考虑到全资子公司中西三维拥有全国布局且能力较强的销售队伍，公司已经决定将中西三维的销售体系作为营销一部的核心框架，未来将负责集团的终端品种推广销售工作。公司初步计划将东英药业生产的终端品种交由新的销售体系负责，未来其他子公司面向的医院品种也会逐步由新的体系负责销售。我们估计公司将在年底前完成营销一部销售队伍的组建。

在代理品种的销售方面，公司未来一段时间的目标是加强代理商的管理，以更加市场化的条件与代理商进行合作。我们估计未来以代理品种多、管理代理商经验丰富的子公司销售团队为核心组建营销二部的可能性较大。我们估计营销二部的组件可能在 2014 年完成，具体业务的深入整合可能要到 2015 年之后。

4. 经营效率的提升

公司以“降本增效”为经营主题，在工业、商业、总部运营等多方面开展精细化管理，取得了良好的效果。在制药工业方面，公司通过 6 西格玛提升管理降低成本，对一些通用原材料耗材尝试集中采购，支出金额下降 10-20%，我们估计这种情况未来将会大力推广。在药品分销方面，公司在上海少数子公司试点，通过物流集中采购，3 个月人均费用节约超 1 万元。公司还在在整合办公服务采购系统，降低了总部和各子公司的费用率，未来还有进一步提升的空间。公司还通过精细化的规划和管理降低资本开支投入预算，以缓解新版 GMP 改造带来的未来折旧压力。长期来看，我们估计公司医药商业的费用率约有 0.5 个百分点的降低空间，而制药工业成本费用降低空间在 5 个百分点以上。

5. 新药研发

公司以中央研究院为研发中心，在 6 家下属子公司设立研究分院。公司计划将研发支出提升至销售收入的 4% 以上，按项目核算进行投入。公司的研发方向分为中药、化药、生物药三块。中药研发基于公司拥有 120 个以上独家品种的现状，主要方向是现有产品的二次开发；在化学药研发方面，公司计划在上海以外地区设立原料药生产企业，保证现有大品种的原料供应；生物药研发方面，公司主要进行抗体药物的研发，并且希望通过特殊抗体的设计加快生物仿制药的开发。

6. 潜在的国企改革影响

我们认为，公司所处行业竞争充分，灵活的机制与全体员工的工作积极性对企业的综合竞争力至关重要，制定适当的激励机制将会大幅度提升公司的市场竞争力，因此公司是未来国企改革工作的良好试点标的和载体。

我们估计，未来一年中公司内部的管理机制将会有明显的理顺，国企改革步伐也将迎来政策的春风，公司有望逐步建立更为市场化的长效激励机制。

7. 初步结论

公司作为国内大型工商一体化医药企业质地优秀，新任管理层上任后的一系列动作预示着公司未来的经营管理水平将有大幅提升。尽管 2014 年内外资药企产品降价将会对公司的盈利增速造成负面影响，并抵消公司经营管理水平提升对盈利能力的积极作用，但长期来看公司的收入利润增速达到 15-20% 的行业平均增速的概率很大，而经营管理改善的正面效果将很可能把公司的业绩增速推升至 20% 以上。我们认为，公司 2013-2014 年可能正处于业绩增速的长期拐点，目前 15.5 倍的 2013 年市盈率存在一定程度的低估，建议投资者积极关注。

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 20%以上；
谨慎买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%-20%；
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；
未有评级（NR）。

行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 2 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury
London EC2R 7DB
United Kingdom
电话: (4420) 3651 8888
传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371