

上海医药 (601607)

业绩增长含金量高，布局电商前途似锦

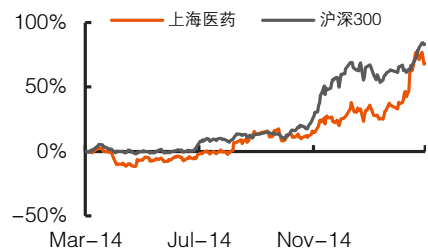
推荐 (维持)

现价: 21.84 元

主要数据

行业	生物医药
公司网址	www.pharm-sh.com.cn
大股东/持股	HKSCC NOMINEES LIMITED/27.81%
实际控制人/持股	上海市国有资产监督管理委员会/28.32%
总股本(百万股)	2,689
流通 A 股(百万股)	1,923
流通 B/H 股(百万股)	766
总市值 (亿元)	587.26
流通 A 股市值(亿元)	419.97
每股净资产(元)	10.35
资产负债率(%)	51.16

行情走势图



证券分析师

叶寅 投资资格编号
S1060514100001
021-22662299
YEYIN757@pingan.com.cn

邹敏 投资资格编号
S1060514080003
021-20662997
ZOUJIN787@pingan.com.cn

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

投资要点

事项:

公司公布2014年年报，实现收入923.99亿元，同比增长18.12%；实现归属净利润25.91亿元，同比增长17.06%；扣非后净利润21.61亿元，同比增长4.55%；EPS为0.96元，盈利提升显著，略超预期。

平安观点:

- **工业调整产品结构，研发进展顺利。**2014 年工业收入 111 亿，同比增长 3.69%。其中化学药 48.94 亿，同比增长 4.33%；中药 41.86 亿，同比增长 3.62%；生物药 3.79 亿，同比增长 2.98%；其他产品 16.44 亿，同比增长 2.12%。公司继续实施聚焦战略，过亿品种增加至 24 个。研发方面，成立集团科技创新理事会，统筹集团研发资源。研发投入 5.12 亿，占工业收入 4.61%，与复旦张江合作的 Fc 融合蛋白进入 I 期临床，CD20 单抗临床申请已获受理，1.1 类新药雷腾舒进入 I 期临床后续研究，多替泊芬仍处于 II 期临床，SPH3127 已经申报临床。创新药的研发进展顺利，未来将大幅改善公司品种结构，为工业增长添加动力。
- **商业加快布局，模式创新拥抱互联网。**2014 年分销业务收入 820 亿，同比增长 20.57%，毛利率 6.07% (+0.02pp)，扣除两项费用后的营业利润率 2.54% (+0.08pp)，精细化管理推动盈利能力继续提升。新业务继续保持高速增长，DTP 收入 22.82 亿，同比增长 29.66%；疫苗配送收入 25.55 亿元，同比增长 42.74%；高值耗材配送收入 13.12 亿，同比增长 54.35%。药品零售业务实现收入 33.76 亿元，同比增长 12.85%。另外，公司积极探索互联网新模式，出资 7000 万元设立的大健康云商公司通过打造线上三大平台、线下三层网络，为患者提供处方药 O2O、健康管理等服务。短期内，将通过抗肿瘤药的 DTP 业务作为切入点，未来在合适时机进行内外部资源的整合。
- **增加坏账计提比例，业绩含金量高。**出于谨慎性考虑，公司变更了会计估计，1-2 年的应收款坏账计提比例由 10%上调到 50%，2-3 年由 20%上调到 100%，3 年以上由 50%上调到 100%。会计估计变更影响当期净利润约 8500 万元，回归可比口径净利润实际增速达到 20%。

	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入(百万元)	68078	78223	92399	106055	121349
YoY(%)	24.0	14.9	18.1	14.8	14.4
净利润(百万元)	2053	2243	2591	2882	3339
YoY(%)	0.5	9.3	15.5	11.2	15.9
毛利率(%)	13.6	13.1	12.3	12.3	12.3
净利率(%)	3.0	2.9	2.8	2.7	2.8
ROE(%)	8.9	9.1	9.6	9.7	10.1
EPS(摊薄/元)	0.76	0.83	0.96	1.07	1.24
P/E(倍)	28.6	26.2	22.7	20.4	17.6
P/B(倍)	2.4	2.3	2.1	1.9	1.7

- **维持“推荐”评级。**公司是国内工商业一体化龙头，行业地位稳固。工业持续品种优化，在研梯队潜力不俗，商业具备全国性网络布局和精细化管理能力，进军互联网探索新模式体现了公司管理层锐意进取的精神和强大的执行力。另外，云健康公司采用管理层持股的形式，可以看做是国企改革大背景下管理层激励的一种探索。我们维持公司 2015-2016 年 EPS 分别为 1.07、1.24 元，考虑公司在新业务领域的布局以及未来国企改革可能带来的变化，给予目标价 27 元，相当于 2015 年 25 倍 PE。
- **风险提示：**药品降价、控费；并购整合风险。

资产负债表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
流动资产	42515	48658	51244	59851
现金	12978	11608	8484	9708
应收账款	16042	20768	25189	27395
其他应收款	1383	1466	1892	2153
预付账款	727	1076	474	1891
存货	10997	13088	14805	18304
其他流动资产	11385	13739	15205	18704
非流动资产	13797	15682	14552	14096
长期投资	2773	2746	2746	2746
固定资产	3901	4361	4416	4249
无形资产	1540	1862	1770	1665
其他非流动资产	5583	6714	5620	5437
资产总计	56312	64341	65797	73948
流动负债	25699	32003	30093	34397
短期借款	5898	7932	3532	3418
应付账款	14153	17150	19008	22378
其他流动负债	5648	6920	7552	8601
非流动负债	1612	1239	1500	1500
长期借款	125	105	0	0
其他非流动负债	1486	1133	1500	1500
负债合计	27311	33241	31593	35897
少数股东权益	3047	3277	3701	4208
股本	2689	2689	2689	2689
资本公积	14174	14152	13965	13965
留存收益	9110	10968	13850	17188
归属母公司股东权益	25954	27822	30504	33842
负债和股东权益	56312	64341	65797	73948

现金流量表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
经营活动现金流	973	1336	1534	1409
净利润	2627	2992	2882	3339
折旧摊销	601	647	636	679
财务费用	428	580	250	313
投资损失	-552	-595	-429	-520
营运资金变动	-2030	-3026	-2251	-2918
其他经营现金流	-101	738	445	517
投资活动现金流	-893	-1845	337	230
资本支出	-134	-321	-280	-290
长期投资	-569	-803	0	0
其他投资现金流	-191	-720	617	520
筹资活动现金流	-722	-949	-4995	-416
短期借款	998	2034	-4400	-114
长期借款	84	-20	-105	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	-275	10	-200	0
其他筹资现金流	-1529	-2974	-289	-301
现金净增加额	-641	-1458	-3124	1223

利润表

单位:百万元

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
营业收入	78223	92399	106055	121349
营业成本	67980	80994	92979	106423
营业税金及附加	206	229	263	301
营业费用	4407	4826	5409	6128
管理费用	2728	2955	3585	4065
财务费用	233	436	250	313
资产减值损失	144	284	50	50
公允价值变动收益	-2	0	-1	0
投资净收益	552	595	429	520
营业利润	3074	3270	3948	4589
营业外收入	269	858	285	300
营业外支出	82	328	100	100
利润总额	3261	3800	4133	4789
所得税	634	808	806	934
净利润	2627	2992	3327	3855
少数股东损益	384	401	446	517
归属母公司净利润	2243	2591	2882	3339
EBITDA	3857	4291	4835	5580
EPS (元)	0.83	0.96	1.07	1.24

主要财务比率

会计年度	2013A	2014A	2015E	2016E
成长能力	-	-	-	-
营业收入(%)	14.9	18.1	14.8	14.4
营业利润(%)	10.0	6.4	20.8	16.2
归属于母公司净利润(%)	9.3	15.5	11.2	15.9
获利能力				
毛利率(%)	13.1	12.3	12.3	12.3
净利率(%)	2.9	2.8	2.7	2.8
ROE(%)	9.1	9.6	9.7	10.1
ROIC(%)	14.5	13.9	13.0	13.9
偿债能力				
资产负债率(%)	48.5	51.7	48.0	48.5
净负债比率(%)	16.9	26.6	39.7	51.4
流动比率	1.7	1.5	1.7	1.7
速动比率	1.2	1.1	1.2	1.2
营运能力				
总资产周转率	1.5	1.5	1.6	1.7
应收账款周转率	5.3	5.0	4.6	4.6
应付账款周转率	5.9	5.9	5.9	5.9
每股指标(元)				
每股收益(最新摊薄)	0.83	0.96	1.07	1.24
每股经营现金流(最新摊薄)	0.36	0.50	0.57	0.52
每股净资产(最新摊薄)	9.7	10.3	11.3	12.6
估值比率				
P/E	26.2	22.7	20.4	17.6
P/B	2.3	2.1	1.9	1.7
EV/EBITDA	9.0	9.9	11.7	10.0

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在±10%之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强于大市（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%以上）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在±5%之间）
- 弱于大市（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能仅依靠此报告而取代行使独立判断。

平安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编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2015 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

电话：4008866338

深圳

深圳福田区中心区金田路 4036 号荣
超大厦 16 楼
邮编：518048
传真：(0755) 82449257

上海

上海市陆家嘴环路 1333 号平安金融
大厦 25 楼
邮编：200120
传真：(021) 33830395

北京

北京市西城区金融大街甲 9 号金融街
中心北楼 15 层
邮编：100033