

中国：医疗保健供货商与服务
2015 年 10 月 30 日
投资建议：
买入 (维持评级)

 目标价隐含涨/跌幅：**19.6%**

 日期 **2015/10/29**

收盘价	RMB19.23
十二个月目标价	RMB23.00
前次目标价	RMB26.00
上海 A 股指数	3,547.5

信息更新：

- ▶ 2015 年 3 季度每股收益人民币 0.24 元，较本中心预期低 11.1%，主要因毛利率低于预期。
- ▶ 2015/16 年每股收益预估下调 2.8/3.8% 至人民币 1.09/1.27 元，主要因毛利率预估下调。

本中心观点：

- ▶ 上海医药目前股价相当于 2015/16/17 年预期市盈率 17.7/15.1/13.3 倍，我们认为该估值处于其历史市盈率区间 12-20 倍的下缘。

公司简介： 上海医药主要从事 1) 医药分销、存储和物流；2) 医药产品研发、生产和销售；以及 3) 零售店的运营。

股价相对上海 A 股指数表现


市值	RMB47,594.9 百万元
六个月平均日成交量	RMB675.8 百万元
总股本股数 (百万股)	2,688.9
流通 A 股股数比例	71.5%
自由流通股数比例	39.4%
大股东；持股比例	上海医药集团有限公司, 26.7%
净负债比率	(0.3%)
每股净值 (2015F)	RMB10.99
市净率 (2015F)	1.75 倍

简明损益表 (RMB 百万元)

年初至 12 月	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	92,399	107,286	123,497	142,013
营业利润 **	3,394	4,097	5,018	5,781
税后净利润 *	2,591	2,924	3,414	3,892
每股收益 (元)	0.96	1.09	1.27	1.45
每股收益年增长率 (%)	15.5	12.8	16.8	14.0
每股股利 (元)	0.30	0.34	0.40	0.45
市盈率 (倍)	20.0	17.7	15.1	13.3
股利收益率 (%)	1.6	1.8	2.1	2.3
净资产收益率 (%)	9.3	9.9	10.8	11.6

* 归属母公司税后净利润

** 经分析师调整

报告分析师：
李 珮菁

+886 2 35187984

Peggy.Lee@yuanta.com

以下研究人员对本报告有重大贡献：

姚 欣妤

+886 2 3518 7966

lily.yao@yuanta.com

上海医药 (601607 CH)

扩张 O2O 业务，长期增长看俏

上海医药目前股价相当于 17.7/15.1/13.3 倍 2015/16/17 年预期市盈率，估值具吸引力，重申买入评级：我们依然认为上海医药股价具有上涨空间，因为公司有望扩大 O2O (线上线下模式) 业务，且目前估值仅相当于 2015/16/17 年预期市盈率 17.7/15.1/13.3 倍。我们将目标价调降至人民币 23 元，系根据 2016 年预估每股收益 18 倍推得，低于前次的目标市盈率 20 倍，因为我们对市场气氛看法更趋保守。

2015 年 3 季度财报较预期低约 10%： 上海医药 3 季度营收同比增长 13.7% 至人民币 280 亿元，较本中心预期高 6%，但 3 季度毛利率为 11.2%，较本中心预期低 4 个百分点。制造业务累计营收增长 6.9%，分销业务营收增长 16%；制造业务增长率下滑拖累毛利率扩张。我们将 2015/16 年每股收益预估下调 2.8%/3.8% 至人民币 1.09/1.27 元，主要因 1) 政府减少持续调降药价，及 2) 制造业务增长不如预期。尽管如此，我们预计新推出的在线业务将很快为公司贡献盈利。

除了新设在线业务子公司，管理层亦全力开发新业务。上海医药持续寻找新的长期增长机会，包括 1) 药品直送业务，2) 医院托管药房业务，及 3) 销售高毛利率医疗耗材。近几年上海医药税后净利润增长率约为 12-15%，我们认为这些新业务近期有望带动盈利加速增长。

分析师声明及重要披露事项请参见附录 A。

元大与其研究报告所载之公司行号可能于目前或未来有业务往来，投资人应了解本公司可能因此有利益冲突而影响本报告之客观性。投资人于做出投资决策时，应仅将本报告视为其中一项考虑因素。本报告原系以英文做成，并翻译为中文。若投资人对于中文译文之内容正确性有任何疑问，请参考原始英文版。

2015 年 3 季度税后净利润较预期低 11%

上海医药 3 季度营收同比增长 13.7%至人民币 280 亿元，较本中心预期高 6%，但 3 季度毛利率为 11.2%，较本中心预期低 4 个百分点。制造业务累计营收增长 6.9%，分销业务营收增长 16%，制造业务增长率下滑拖累毛利率扩张。2015 年前三季制造业务的累计毛利率为 49.7%，低于上半年的 50.2%。

上海医药 3 季度营业利润增长 14.9%至人民币 9.49 亿元，每股收益为人民币 0.24 元，较本中心/市场预估低 11%/6%。

图 1：上海医药 – 2015 年 3 季度财报比较表

人民币百万元	实际值	元大预估 (F)	差异 (%)	市场预期	差异(%)	环比增长率 %	同比增长率 %
营业收入	28,090	26,481	6%	27,772	1%	9%	14%
营业毛利	3,138	3,073	2%	-	-	3%	13%
营业利润	969	1,013	-4%	-	-	-9%	15%
税前净利润	956	1,036	-8%	-	-	-13%	9%
税后净利润	645	721	-11%	700	-8%	-19%	8%
每股收益 (人民币)	0.24	0.27	-11%	0.26	-6%	-20%	9%
重要比率	实际值	元大预估 (F)	差异 (%)	市场预期	差异(%)	环比增长率 (百分点)	同比增长率 (百分点)
营业毛利率	11.2%	11.6%	-0.4	-	-	-0.7	-0.1
营业利润率	3.5%	3.8%	-0.4	-	-	-0.7	0.0
税前净利润率	3.4%	3.9%	-0.5	-	-	-0.9	-0.1
税后净利润率	2.3%	2.7%	-0.4	2.5%	-0.2	-0.8	-0.1

资料来源: Bloomberg、公司资料、元大汇整

考虑政府持续调降药价及公司制造业务增长放缓，我们将 2015/16 年每股收益预估小幅下调 2.8%/3.8%至人民币 1.09/1.27 元。

图 2：上海医药 – 2015-16 年盈利预估调整

(人民币百万)	2015 估		2016 估		差异	
	调整前	调整后	调整前	调整后	2015 估	2016 估
营业收入	104,992	107,286	120,949	123,497	2.2%	2.1%
营业毛利	12,589	12,733	14,489	14,557	1.1%	0.5%
营业利润	4,035	4,097	4,850	5,018	1.5%	3.5%
税前净利润	4,192	4,196	4,954	5,031	0.1%	1.5%
税后净利润	3,007	2,924	3,548	3,414	-2.8%	-3.8%
每股收益 (人民币)	1.12	1.09	1.32	1.27	-2.8%	-3.8%
重要比率					百分点	百分点
毛利率	11.99%	11.87%	11.98%	11.79%	-0.1	-0.2
营业利润率	3.84%	3.82%	4.01%	4.06%	0.0	0.1
税前净利润率	3.99%	3.91%	4.10%	4.07%	-0.1	0.0

资料来源: 元大预估

图 3：上海医药-营收分布

	1H14	2H14	1H15	2H15 估	1H16 估	2H16 估
营收						
分销业务	38,509	43,492	45,207	50,767	53,305	58,636
制造业务	5,687	5,416	6,086	5,782	6,476	6,281
零售	1,645	1,731	1,760	2,076	2,242	2,579
其他	(2,011)	(2,420)	(2,316)	(2,290)	(2,748)	(3,275)
总计	43,830	48,219	50,736	56,335	59,275	64,221
同比增长率						
分销业务	15.2%	25.8%	17.4%	16.7%	17.9%	15.5%
制造业务	3.3%	4.1%	7.0%	6.7%	6.4%	8.6%
零售	11.1%	14.6%	7.0%	19.9%	27.4%	24.2%
总计	13.8%	22.5%	15.8%	16.8%	16.8%	14.0%

资料来源：公司资料、元大预估

上海医药目前股价相当于 2015/16/17 年预估市盈率 17.7/15.1/13.3 倍，我们认为该估值处于其历史市盈率区间 12-20 倍的下缘。因此，我们重申买入评级，目标价为人民币 23 元 (相当于 2016 年预估每股收益 18 倍)。

图 4：同业估值比较表

公司	代码	评级	股价	市值 (百万美元)	每股收益			市盈率(倍)			净资产收益率(%)		
					2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F	2015F	2016F	2017F
上海医药	601607 CH	买入	RMB19.23	7,646.4	1.09	1.27	1.45	17.7	15.1	13.3	12.8	16.8	14.0
国内同业													
康美药业	600518 CH	未评级	16.65	11,578	0.52	0.66	0.84	32.0	25.1	19.9	20.9	27.5	26.2
复星医药	600196 CH	未评级	24.91	8,838	0.92	0.94	1.18	27.1	26.5	21.2	29.6	2.2	25.0
同仁堂	600085 CH	未评级	25.59	5,550	0.58	0.65	0.77	44.0	39.2	33.2	15.7	12.2	17.9
九州岛通-A	600998 CH	未评级	19.71	5,133	0.32	0.41	0.48	62.0	48.1	41.1	5.9	13.9	17.1
华东医药	000963 CH	未评级	75.82	5,204	1.74	2.60	3.31	43.6	29.2	22.9	31.8	49.2	27.5
华润三九	000999 CH	未评级	26.28	4,068	1.06	1.25	1.41	24.8	21.0	18.6	-6.2	18.3	12.7
国药股份	600511 CH	未评级	33.67	2,549	1.01	NA	NA	33.4	NA	NA	17.2	NA	NA
平均值					0.88	1.09	1.33	38.1	31.5	26.2	16.4	20.5	21.1

资料来源：公司资料、元大、Bloomberg

注：每股收益以当地货币计量

图 5：上海医药 - 季度及年度简明损益表 (合并)

(人民币 百万)	1Q2015A	2Q2015A	3Q2015F	4Q2015F	FY2015F	1Q2016F	2Q2016F	3Q2016F	4Q2016F	FY2016F
营业收入	25,125	25,825	28,090	28,245	107,286	29,045	30,230	31,147	33,074	123,497
销货成本	(22,030)	(22,770)	(24,952)	(24,800)	(94,552)	(25,502)	(26,721)	(27,687)	(29,030)	(108,940)
营业毛利	3,095	3,055	3,138	3,445	12,733	3,543	3,510	3,460	4,044	14,557
营业费用	(2,075)	(1,990)	(2,169)	(2,403)	(8,636)	(2,313)	(2,179)	(2,270)	(2,776)	(9,538)
营业利润	1,020	1,065	969	1,043	4,097	1,230	1,330	1,190	1,268	5,018
业外利益	5	35	(13)	72	99	(21)	37	(29)	26	13
税前净利润	1,024	1,100	956	1,115	4,196	1,209	1,367	1,161	1,294	5,031
少数股东权益	(108)	(113)	(109)	(126)	(455)	(140)	(162)	(130)	(143)	(576)
所得税费用	(184)	(186)	(203)	(244)	(817)	(236)	(246)	(259)	(299)	(1,041)
归属母公司税后净利润	733	801	645	745	2,924	832	960	771	851	3,414
每股收益(依加权稀释股数)(人民币)	0.27	0.30	0.24	0.28	1.09	0.31	0.36	0.29	0.32	1.27
加权平均股数	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
重要比率										
营业毛利率	12.3%	11.8%	11.2%	12.2%	11.9%	12.2%	11.6%	11.1%	12.2%	11.8%
营业利润率	4.1%	4.1%	3.5%	3.7%	3.8%	4.2%	4.4%	3.8%	3.8%	4.1%
税前净利润率	4.1%	4.3%	3.4%	3.9%	3.9%	4.2%	4.5%	3.7%	3.9%	4.1%
有效所得税率	17.9%	16.9%	21.2%	21.9%	19.5%	19.5%	18.0%	22.3%	23.1%	20.7%
季增率(%)										
营业收入	6.1%	2.8%	8.8%	0.6%	16.1%	2.8%	4.1%	3.0%	6.2%	15.1%
营业利润	37.3%	4.4%	(9.0%)	7.6%	20.7%	17.9%	8.2%	(10.6%)	6.6%	22.5%
税后净利润率	8.1%	9.2%	(19.5%)	15.5%	12.8%	11.7%	15.3%	(19.6%)	10.3%	16.8%
每股收益	8.07%	9.20%	(19.47%)	15.54%	12.84%	11.71%	15.28%	(19.60%)	10.34%	16.78%

资料来源：公司资料、元大预估

注：标“A”为元大汇整之历史资料

图 6: 上海医药 - 12 个月预期市盈率区间



资料来源: 公司资料、元大

图 7: 上海医药 - 12 个月预期市净率区间



资料来源: 公司资料、元大

资产负债表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
现金与短期投资	12,646	11,191	10,003	10,396	10,387
存货	10,997	13,088	14,399	15,369	15,936
应收帐款及票据	16,567	21,408	27,109	30,069	32,117
其他流动资产	2,306	2,972	3,108	3,204	3,261
流动资产	42,515	48,658	54,619	59,039	61,700
长期投资	2,773	2,746	3,452	3,944	4,484
固定资产	3,900	4,361	4,589	5,637	6,637
什项资产	7,124	8,576	10,291	10,671	11,326
其他资产	13,797	15,682	18,332	20,253	22,447
资产总额	56,312	64,341	72,951	79,291	84,148
应付帐款及票据	16,876	20,436	24,595	27,927	30,374
短期借款	5,898	7,932	9,820	10,566	11,055
什项负债	2,925	3,634	4,083	4,196	4,258
流动负债	25,699	32,003	38,498	42,689	45,688
长期借款	125	105	85	85	85
其他负债及准备	1,486	1,133	1,209	1,266	1,307
长期负债	1,612	1,239	1,294	1,351	1,392
负债总额	27,311	33,241	39,793	44,040	47,079
股本	2,689	2,689	2,689	2,689	2,689
资本公积	14,174	14,152	14,046	14,046	14,046
保留盈余	9,110	10,968	12,816	14,899	16,715
换算调整数	(19)	13	5	16	17
归属母公司之权益	25,954	27,822	29,557	31,650	33,467
少数股权	3,047	3,277	3,601	3,601	3,601
股东权益总额	29,001	31,099	33,158	35,252	37,068

资料来源：公司资料、元大

现金流量表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
本期净利润	2,627	2,992	3,379	3,990	4,548
折旧及摊提	601	978	0	0	0
本期营运资金变动	112	(160)	(1,070)	(582)	(162)
其他营业资产	(2,367)	(2,474)	(1,672)	(687)	(603)
营运活动之现金流量	973	1,336	637	2,721	3,783
资本支出	(905)	(1,291)	(1,311)	(1,048)	(1,000)
本期长期投资变动	98	(27)	707	492	540
其他资产变动	(86)	(526)	(918)	(470)	(1,110)
投资活动之现金流量	(893)	(1,845)	(1,522)	(1,026)	(1,570)
股本变动	0	0	0	0	0
本期负债变动	1,082	2,015	1,867	746	489
其他调整数	(1,804)	(2,963)	(2,169)	(2,048)	(2,722)
融资活动之现金流量	(722)	(949)	(302)	(1,302)	(2,233)
本期产生现金流量	(656)	(1,455)	(1,188)	394	(9)
自由现金流量	81	(509)	(885)	1,695	2,213

资料来源：公司资料、元大

损益表

年初至 12 月 (RMB 百万元)	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
营业收入	78,223	92,399	107,286	123,497	142,013
销货成本	(68,186)	(81,223)	(94,552)	(108,940)	(125,130)
营业毛利	10,037	11,176	12,733	14,557	16,883
营业费用	(7,135)	(7,781)	(8,636)	(9,538)	(11,102)
营业利润	2,902	3,394	4,097	5,018	5,781
利息收入	0	0	0	0	0
利息费用	(233)	(436)	(562)	(560)	(576)
利息收入净额	(233)	(436)	(562)	(560)	(576)
投资利益(损失)净额	552	595	601	534	511
其他业外收入(支出)净额	40	246	60	39	27
非常项目净额	0	0	0	0	0
税前净利润	3,261	3,800	4,196	5,031	5,743
所得税费用	(634)	(808)	(817)	(1,041)	(1,195)
少数股权净利	(384)	(401)	(455)	(576)	(656)
归属母公司之净利	2,243	2,591	2,924	3,414	3,892
税前息前折旧摊销前净利	3,503	4,372	4,097	5,018	5,781
每股收益 (RMB)	0.83	0.96	1.09	1.27	1.45
每股收益 - 调整员工分 红 (RMB)	0.83	0.96	1.09	1.27	1.447

资料来源：公司资料、元大

主要财务报表分析

年初至 12 月	2013A	2014A	2015F	2016F	2017F
年成长率 (%)					
营业收入	14.9	18.1	16.1	15.1	15.0
营业利润	8.8	17.0	20.7	22.5	15.2
税前息前折旧摊销前净	7.9	24.8	(6.3)	22.5	15.2
税后净利润	9.3	15.5	12.8	16.8	14.0
每股收益	9.26	15.52	12.84	16.78	13.98
获利能力分析 (%)					
营业毛利率	12.8	12.1	11.9	11.8	11.9
营业利润率	3.7	3.7	3.8	4.1	4.1
税前息前 折旧摊销前净利率	4.5	4.7	3.8	4.1	4.1
税后净利率	2.9	2.8	2.7	2.8	2.7
资产报酬率	4.9	5.0	4.9	5.2	5.6
净资产收益率	8.6	9.3	9.9	10.8	11.6
稳定/偿债能力分析					
负债权益比 (%)	20.8	25.8	29.9	30.2	30.1
净现金(负债)权益比(%)	41.6	34.3	29.5	29.1	27.7
利息保障倍数 (倍)	15.0	9.7	8.5	10.0	11.0
利息及短期债	0.6	0.5	0.5	0.5	0.5
现金流量对利息 保障倍数 (倍)	4.2	3.1	1.1	4.9	6.6
现金流量对利息及短期 债保障倍数(倍)	0.2	0.2	0.1	0.2	0.3
流动比率 (倍)	1.7	1.5	1.4	1.4	1.4
速动比率 (倍)	1.2	1.1	1.0	1.0	1.0
净负债 (RMB 百万元)	(6,623)	(3,153)	(98)	255	753
每股净值 (RMB)	9.65	10.35	10.99	11.77	12.45
评价指标 (倍)					
市盈率	23.1	20.0	17.7	15.1	13.3
股价自由现金流量比	641.1	(101.6)	(58.4)	30.5	23.4
市净率	2.0	1.9	1.7	1.6	1.5
股价税前息前折旧摊销 前净利比	14.8	11.8	12.6	10.3	8.9
股价营收比	0.7	0.6	0.5	0.4	0.4

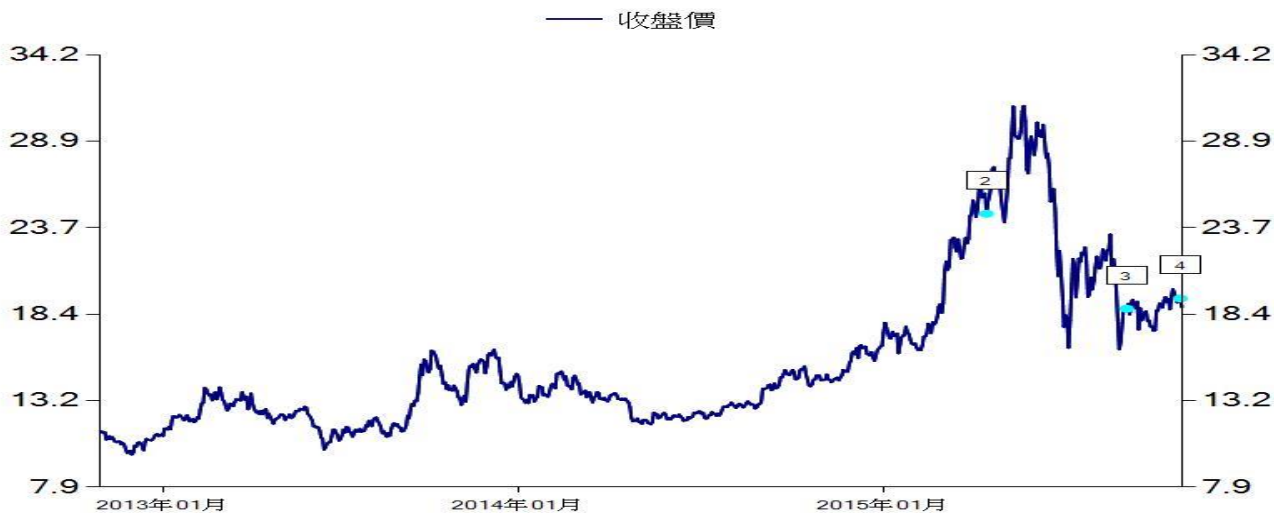
资料来源：公司资料、元大

附录 A：重要披露事项

分析师声明

主要负责撰写本研究报告全文或部分内容的分析师，兹针对本报告所载证券或证券发行机构，于此声明：(1) 文中所述观点皆准确反映其个人对各证券或证券发行机构之看法；(2) 研究部分分析师于本研究报告中所提出之特定投资建议或观点，与其过去、现在、未来薪酬的任何部份皆无直接或间接关联。

上海医药 (601607 CH) – 投资建议与目标价三年历史趋势



#	日期	收盘价 (A)	目标价 (B)	调整后目标价 (C)	评级	分析师
1	2014/10/26	14.03	18.20	18.20	买入	吴永泰
2	2015/04/20	24.52	30.00	30.00	买入	李珮菁
3	2015/09/01	18.75	26.00	26.00	买入	李珮菁
4	2015/10/30	19.37	23.00	23.00	买入	李珮菁

资料来源：Bloomberg, 元大

注：A = 依据股票股利与现金股利调整后之股价；B = 未调整之目标价；C = 依据股票股利与现金股利调整后之目标价。员工分红稀释影响未反映于 A、B 或 C。

目前元大研究分析个股评级分布

评级	追踪个股数	%
买入	195	44%
持有-超越同业	107	24%
持有-落后同业	50	11%
卖出	13	3%
评估中	81	18%
限制评级	2	0%
总计：	448	100%

资料来源：元大

投资评级说明

买入：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持正面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中增持该股。

持有-超越同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力高于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

持有-落后同业：本中心认为根据目前股价，该档个股基本面吸引力低于同业。此一观点系基于本中心对该股发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。

卖出：根据本中心对该档个股投资期间绝对或相对报酬率之预测，我们对该股持负面观点。此一观点系基于本中心对该股之发展前景、财务表现、利多题材、评价信息以及风险概况之分析。建议投资人于投资部位中减持该股。

评估中：本中心之预估、评级、目标价尚在评估中，但仍积极追踪该个股。

限制评级：为遵循相关法令规章及/或元大之政策，暂不给予评级及目标价。

注：元大给予个股之目标价系依 12 个月投资期间计算。大中华探索系列报告并无正式之 12 个月目标价，其投资建议乃根据分析师报告中之指定期间分析而得。

总声明

© 2015 元大版权所有。本报告之内容取材自本公司认可之资料来源，但并不保证其完整性或正确性。报告内容并非任何证券之销售要约或邀购。报告中所有的意见及预估，皆基于本公司于特定日期所做之判断，如有变更恕不另行通知。

本报告仅提供一般信息，文中所载信息或任何意见，并不构成任何买卖证券或其他投资目标之要约或要约之引诱。报告数据之刊发仅供客户一般传阅用途，并非意欲提供专属之投资建议，亦无考虑任何可能收取本报告之人士的个别财务状况与目标。对于投资本报告所讨论或建议之任何证券、投资目标，或文中所讨论或建议之投资策略，投资人应就其是否适合本身而咨询财务顾问的意见。本报告之内容取材自据信为可靠之资料来源，但概不以明示或默示的方式，对数据之准确性、完整性或正确性作出任何陈述或保证。本报告并非（且不应解释为）在任何司法管辖区内，任何非依法从事证券经纪或交易之人士或公司，为于该管辖区内从事证券经纪或交易之游说。

元大研究报告于美国仅发送予美国主要投资法人（依据 1934 年《证券交易法》15a-6 号规则及其修正条文与美国证券交易委员会诠释定义）。美国投资人若欲进行与本报告所载证券相关之交易，皆必须透过依照 1934 年《证券交易法》第 15 条及其修正条文登记注册之券商为之。元大研究报告在台湾由元大证券投资顾问股份有限公司发布，在香港则由元大证券(香港)有限公司发布。元大证券(香港)系获香港证券及期货事务监察委员会核准注册之券商，并获许从事受规管活动，包括第 4 类规管活动（就证券提供意见）。非经元大证券(香港)有限公司书面明示同意，本研究报告全文或部份，不得以任何形式或方式转载、转寄或披露。

欲取得任何本报告所载证券详细数据之台湾人士，应透过下列方式联络元大证券投资顾问股份有限公司：

致：联络人姓名
元大证券投资顾问股份有限公司
台湾台北市 104 南京东路三段
225 号 4 楼

欲取得任何本报告所载证券详细数据之香港人士，应透过下列方式联络元大证券(香港)有限公司：

致：研究部
元大证券(香港)有限公司
香港夏慤道 18 号
海富中心 1 座 23 楼