

证券研究报告—动态报告公司快评

医药保健

医疗器械与服务

上海医药 (601607)

重大事件快评

买入

(维持评级)

2016年07月28日

行业整合提速，建议买入低估值避险商业龙头

证券分析师： 江维娜 证券分析师： 万明亮 联系人： 梁东旭	021-60933157 0755-82130646	jiangwn@guosen.com.cn wanml@guosen.com.cn liangdxu@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980516050003
---	-----------------------------------	--	--

事项：

近日，我们根据两票制和营改增等行业政策的变化重点推荐了全国性医药商业龙头—上海医药。

国信观点

我们认为上海医药作为全国性的医药商业龙头，要比普通的区域商业龙头更加受益于医药流通两票制和营改增等致使行业集中度提升的政策事件。两票制和营改增下，基层分销商或自然人迫于竞争形势将加速选择被大型的医药分销网络所并购，而全国性龙头上海医药具备齐全的工业品种，也具备明显的资金成本优势，并且上海医药拥有 360 亿规模的调拨和第三终端业务可以储备大量的下游分销商作为并购目标，这些因素都有助于上海医药通过快速并购推动商业整合的加速，形成预期差。同时上海医药整合医药电商和 DTP 业务，逐步从自费药、高价药和慢病用药切入，凭借工业品种的品类齐全和规模采购成本优势以及和医院良好的服务合作关系带来的批零一体化优势，上海医药有望成为医院处方外流的第一棒，在医改推动的医药分开的进程中，上海医药无论是过渡期还是最终成熟期都有望持续受益于该进程。从估值角度来看，上海医药 2016 年 PE 仅 17 倍，是估值最低的医药股之一，对应于未来复合 14% 的业绩增长（其中医药分销未来收入复合 15% 增长，净利润复合 15-20% 增长），仍显得相当便宜。我们判断在市场风险偏好明显降低的大趋势下，低估值稳增长的龙头企业将成为避险资金青睐的优质标的。综合以上考虑，我们略上调上海医药 16-18 年 EPS 为 1.22/1.40/1.60 元，对应 16-18 年 PE 为 16.6x/14.5x/12.7x，我们认为上海医药合理估值对应 16 年 PE 20-23x（23x 是大型医药工商业国企可比估值均值，考虑上海医药规模大增速偏低，合理估值下限向下调整），对应合理股价 24.4-28.6 元，对应上涨空间为 20%-38%，仍维持“买入”评级。

风险提示：上海医药董事长调整存在不确定性；招标降价超预期；商业并购低于预期。

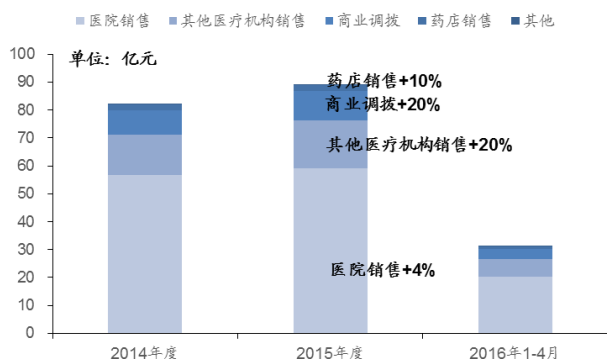
附医药商业专题分析—从调拨到纯销，存在多少预期差？

■ 魔鬼总在细节当中——从国药股份重组公告谈起

7月20日晚，国药股份公告了其重组方案纳入国药控股旗下的北京四大医药商业公司——国控北京、北京康辰、北京华鸿和天星普信的股权。从重组方案来说，可能并无更多超预期，但有一点引起了我们的注意。国控旗下北京的四大医药商业公司虽然都是以医院纯销为主（合计占比 77%），但是 2015 年其商业调拨（同比增长 32%）和其他医疗机构纯销的增速（同比增 21%）远超医院纯销（同比增长 7%）的增速。相信其他医疗机构纯销同比增长 21% 远超医院纯销的 7% 是比较容易理解的，因为毕竟高端医院市场一直都是各大巨头的必争之地，早就处于竞争极其激烈的境地，市场集中度要提升是非常困难的，其增长主要依赖整体医药市场的增长。而基层医疗机构集中度仍然较低，各大以纯销为主的商业巨头基数低而但发展空间大，因此增速较快也能理解。可是为何调拨业务比以上都要更快？两票制虽然是今年才下定决心要大规模正式推行，但对于两票制的认知并不是今年才有的，而是多年业界讨论的结果，为什么国药控股的北京公司

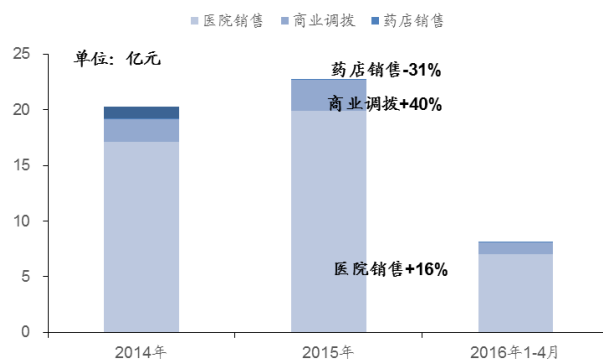
的调拨业务却像是逆流而上，尤其是在两票制正在大规模落地的今年显得更加刺眼。

图 1: 国控北京营收结构变化趋势 (2014-2016 年 1-4 月)



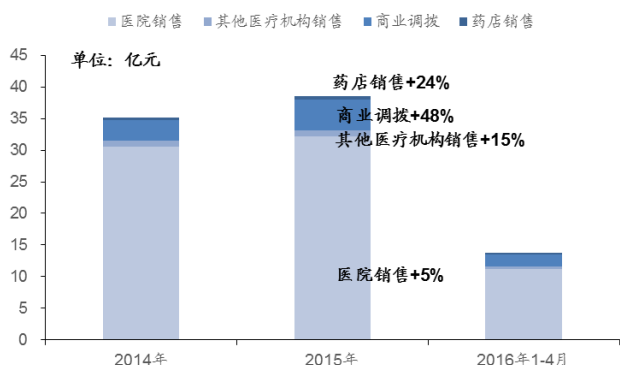
资料来源: 国药股份重组公告、国信证券经济研究所整理

图 2: 北京康辰营收结构变化趋势 (2014-2016 年 1-4 月)



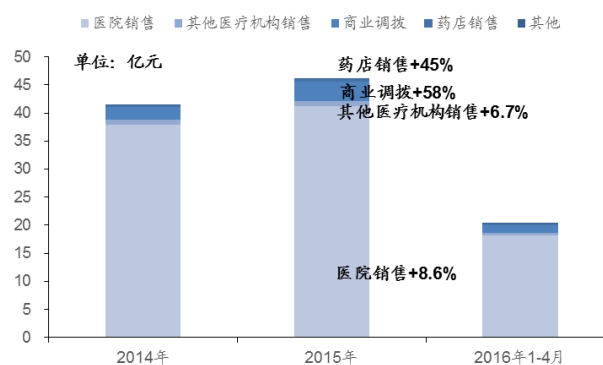
资料来源: 国药股份重组公告、国信证券经济研究所整理

图 3: 北京华鸿营收结构变化趋势 (2014-2016 年 1-4 月)



资料来源: 国药股份重组公告、国信证券经济研究所整理

图 4: 天星普信营收结构变化趋势 (2014-2016 年 1-4 月)



资料来源: 国药股份重组公告、国信证券经济研究所整理

■ 从调拨到纯销，存在多重预期差——转化比效应和竞争效应是被市场忽视的医药商业研究点

“两票制”影响下的“调拨”和“纯销”，不是非此即彼，而是可以逐步转化的。1) 两票制: 制药企业→医药分销商→医疗机构(参与招标的)。整个药品流通过程，仅经过一个医药流通环节(按未来执行细则，这个医药流通环节可以是集团化的)。2) 调拨: 一级医药分销商→二级医药分销商(或继续三级、四级)→医疗机构。其中只要属于更高层级的医药分销商向下级医药分销商流通药品而不是直接进入医疗机构的环节均被认为是调拨。3) 纯销: 医药分销商→医疗机构。药品从医药分销商直接销售进入医院即为纯销。在两票制的执行要求下，纯销业务无疑才是复合未来发展趋势的方向，而调拨则会在执行过程中逐步被淘汰，最终只剩下纯销。所以此前市场预期两票制的执行对于纯销业务为主的龙头企业是重要利好，而对于调拨业务占比高的企业是明显的负面影响。

我们认为实际情况并未像此前市场预期的那样简单。

首先，市场集中度提升，主要在哪个市场？城市 or 基层？答案：基层。

对于那些以纯销业务为主的，调拨业务占比特别低的商业龙头来说，此前他们的业务增量主要来自新一轮招标下对各大重点医院市场的瓜分，而在高等级医院市场集中度已经很高的今天，这样的一个充分竞争的市场其实是难以带来更多的市场占有率增量的。我更愿意定义这类市场为“肉搏市场”——兵家必争之地，从这里抢食的难度大概类似于虎口夺食。而基层医疗机构纯销市场则由于当地医疗市场相对封闭而更讲究人情的关系，当地医药批发商在经营上具备更大的粘性

和经营灵活度优势，其集中程度一般是远低于城市市场的。而这些当地的小型医药批发商正是各大医药分销巨头往下级调拨的客户。如果未来两票制+营改增正式大规模落地执行，真正被整合的就是这些当地的小型医药分销商（他们除了配送垫资功能，还有很多挂靠倒票的行为也是不合规而需要被打击的），而真正能产生市场占有率提升效果的市场就是基层医疗机构市场。

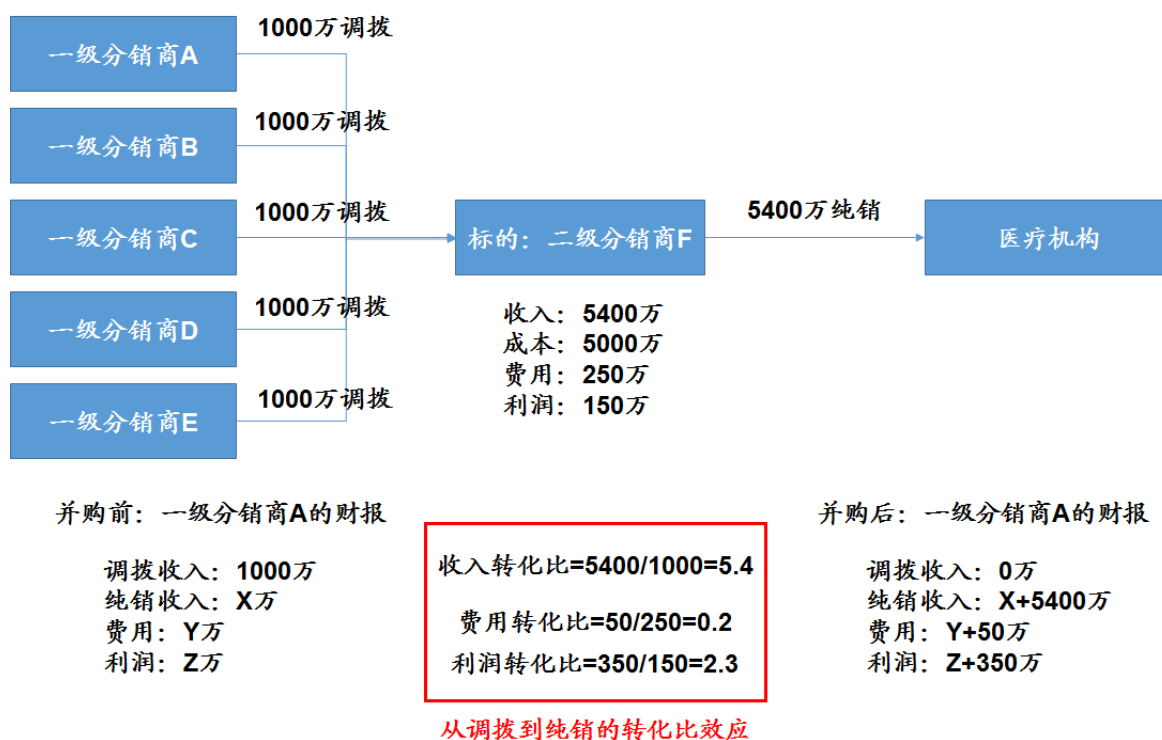
其次，谁能胜出？答案：原先和当地存在调拨业务关系的大型医药分销商才能胜出。

大型医药分销商普遍具备资金实力和管理优势不用说，最关键的是大型医药分销商作为原先基层医药分销商的上游客户，彼此业务往来较多，从多年的业务经验建立的关系以及多年竞争对手发生的不快来看，选择被上游合作伙伴并购而不是选择被竞争对手并购才是合乎常理的选择。

更进一步，从调拨到纯销，究竟有多少提升空间？答案：难以给出准数，但是请考虑转化比效应和竞争效应。

1) 转化比效应：从调拨业务往纯销业务转化，收入转化比、利润转化比均超过 1，而费用转化比则小于 1。为什么收入转化比大于 1？因为并购的下游分销商并不止一家上游客户。简单假设一家下游分销商有 5400 万收入，采购额 5000 万分别来自 5 家上游分销商各 1000 万收入，如果上游分销商 A 成功收购这家下游分销商，那么收入转化比为 $5400/1000=5.4$ 。费用转化比小于 1 则是因为实际上医药商业的分销中心建设实际上是过度投资的，一个地区在地级市设置物流中心往往已经可以满足当地市的纯销需求，因此原先 15% 的市场覆盖率固定资产折旧可能是 300 万，当收购完成后覆盖率达到 40%，固定资产折旧仍旧可能是 300 万或者仅略高，这里费用转化比就是小于 1 的。如果收入转化比大于 1，费用转化比小于 1，那利润转化比大概率大于 1，除非收购方的融资能力特别差，资金成本特别高，但这属于小概率事件。

图 5：调拨到纯销的转化比效应示意图



资料来源：国信证券经济研究所整理

2) 竞争效应：调拨的下游分销商可能被其他有业务往来的竞争对手所收购，这样不但不能实现以上大于 1 的利润转化比效应，还会减少调拨业务收入。从实际情况来看，我们认为调拨业务绑定较深，能够提供完善可靠的资金支持和强大的工业品种支持的上游批发商当然是下游分销商的首选被并购金主。在这一点上，就需要看各家大型医药分销商的执行

力和综合实力了。但从往季业务成长表现来看，我们在投资上更加信赖那些规模巨大仍能实现快速成长的全国性医药分销龙头。

根据以上分析，我们认为国药股份重组公告上调拨业务比例的提升，主要是为了从调拨业务中筛选接触更多的下游分销商并购标的，即**更多的调拨业务收入产生更多的下游分销商客户，更多的下游分销商客户就有更多的垂直并购整合可能性。**

基于以上原因，我们重点推荐买入全国性商业龙头——上海医药。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	12039	13243	14567	16024
应收款项	26363	30787	36100	42329
存货净额	15091	17220	19474	22182
其他流动资产	2091	2369	2692	3062
流动资产合计	55585	63620	72834	83598
固定资产	5693	6503	7406	8326
无形资产及其他	1984	1906	1827	1749
投资性房地产	7444	7444	7444	7444
长期股权投资	3637	3637	3637	3637
资产总计	74344	83110	93148	104754
短期借款及交易性金融负债	10679	12156	14256	16452
应付款项	24437	28911	33349	38731
其他流动负债	4310	4595	5187	5893
流动负债合计	39427	45662	52792	61076
长期借款及应付债券	93	93	93	93
其他长期负债	1016	1016	1016	1016
长期负债合计	1110	1110	1110	1110
负债合计	40536	46772	53902	62186
少数股东权益	3878	4110	4378	4683
股东权益	29930	32228	34868	37885
负债和股东权益总计	74344	83110	93148	104754

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.07	1.22	1.40	1.60
每股红利	0.61	0.37	0.42	0.48
每股净资产	11.13	11.99	12.97	14.09
ROIC	9%	8%	9%	10%
ROE	10%	10%	11%	11%
毛利率	12%	11%	12%	12%
EBIT Margin	4%	3%	4%	4%
EBITDA Margin	4%	4%	5%	5%
收入增长	14%	13%	14%	14%
净利润增长率	11%	14%	15%	14%
资产负债率	60%	61%	63%	64%
息率	3%	2%	2%	2%
P/E	19.0	16.6	14.5	12.7
P/B	1.8	1.7	1.6	1.4
EV/EBITDA	20.6	21.7	17.6	16.3

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	105517	119545	135838	154500
营业成本	92715	105833	119742	136423
营业税金及附加	264	297	337	383
销售费用	5348	5941	6615	7370
管理费用	3234	3486	3815	4096
财务费用	565	0	665	773
投资收益	647	679	713	749
资产减值及公允价值变动	(350)	(392)	(392)	(439)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	3687	4274	4985	5764
营业外净收支	485	485	485	485
利润总额	4172	4759	5470	6249
所得税费用	807	921	1059	1209
少数股东损益	487	556	639	730
归属于母公司净利润	2877	3282	3772	4309

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2877	3282	3772	4309
资产减值准备	67	85	44	56
折旧摊销	673	686	822	954
公允价值变动损失	350	392	392	439
财务费用	565	0	665	773
营运资本变动	(3211)	(1988)	(2814)	(3164)
其它	145	148	223	250
经营活动现金流	900	2605	2439	2844
资本开支	(919)	(1894)	(2083)	(2291)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(1811)	(1894)	(2083)	(2291)
权益性融资	301	0	0	0
负债净变化	(12)	0	0	0
支付股利、利息	(1628)	(985)	(1132)	(1293)
其它融资现金流	4320	1477	2099	2196
融资活动现金流	1342	493	968	904
现金净变动	431	1204	1324	1457
货币资金的期初余额	11608	12039	13243	14567
货币资金的期末余额	12039	13243	14567	16024
企业自由现金流	(268)	20	222	521
权益自由现金流	4040	1497	1785	2094

相关研究报告:

- 《上海医药-601607-2015 年年报点评: 稳健发展的医药商业龙头》 ——2016-03-21
- 《上海医药-601607-2015 年三季报点评: 业绩稳步增长, 电商业务向前推进》 ——2015-10-30
- 《上海医药-601607-2015 年半年报点评: 增长势头良好, 电商发展值得关注》 ——2015-08-27
- 《上海医药-601607-重大事件快评: 与京东强强联手, 电商竞争力显著增强》 ——2015-05-18
- 《上海医药-601607-2015 年一季报点评: 业绩略超预期, 电商核心竞争力有望增强》 ——2015-04-29

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内, 股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司(以下简称“我公司”)所有, 仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。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, 一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写, 但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断, 在不同时期, 我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。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态; 我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料, 但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议, 并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式, 指证券公司、证券投资咨询机构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, 并向客户发布的行为。