

上海医药(601607)/医药商业

低估值的医药工商业龙头，静待国企改革落地

评级：买入(首次)

市场价格：23.5

目标价格：28.6

分析师：江琦

执业证书编号：S0740517010002

电话：021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

联系人：王超

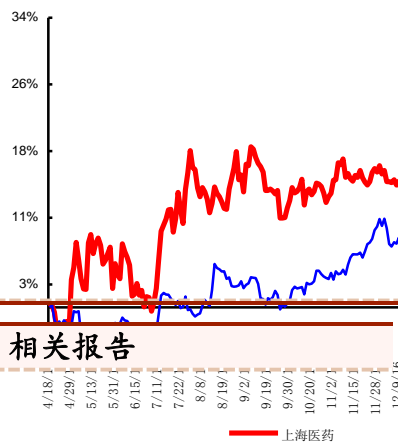
电话：

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2,689
流通股本(百万股)	2,689
市价(元)	23.5
市值(百万元)	63,189
流通市值(百万元)	63,187

股价与行业-市场走势对比



相关报告

公司盈利预测及估值

指标	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	105,516.6	120,764.7	138,916.3	158,756.8	180,563.4
增长率 yoy%	14.20%	14.45%	15.03%	14.28%	13.74%
净利润(百万元)	2,877.0	3,196.4	3,658.4	4,193.7	4,828.7
增长率 yoy%	11.03%	11.10%	14.45%	14.63%	15.14%
每股收益(元)	1.07	1.19	1.36	1.56	1.80
每股现金流量	0.50	0.72	1.30	1.17	1.57
净资产收益率	9.62%	10.11%	10.67%	10.90%	11.15%
P/E	18.61	16.45	17.27	15.07	13.09
PEG	1.69	1.48	1.17	1.01	0.85
P/B	1.79	1.66	1.80	1.61	1.43

投资要点

- **核心观点：**上海医药是国内医药工商业的龙头企业，分销、零售、工业三大业务整体实力均位列国内前茅。公司通过精益化管理经营持续改善，内生和外延共同驱动公司超行业增速发展。公司目标2020年收入2000亿元，对应CAGR超12%，超行业增速4%，上海国企改革正迅速升温，公司存在国企改革预期；目前股价对应2017年PE为17.3倍，低估值，有向上改善预期。
- **分销网络持续扩张和创新业务 SPD、DTP 快速复制是业绩增长的主要动力：**“两票制”大趋势下，商业集中度面临快速提升，全国性和地区性商业龙头发展将大幅受益。公司的分销网络现已覆盖20省份地区，目标3年内覆盖全国28省份。创新业务业内领先，SPD业务、DTP业务均已深耕多年成为行业标杆，未来有望伴随公司商业版图扩张向其他地区快速复制。
- **医药工业品种储备丰富、营销改善，经营持续向好：**公司拥有3000多个生产批文常年在产800余个，产品组合适应环境变化的调整能力强；持续通过营销改革整合资源，产品聚类统一化管理，聚焦重点品种战略，近年在偏紧的市场环境下逆势实现了毛利率和利润率的持续提升。
- **一致性评价和创新药是重要看点：**一致性评价准备充分，自行开发与委托外包双管齐下，一些优势品种有望再次焕发生机；连续多年投入创新药，收获期已逐渐临近，公司未来有望转型为创新药驱动的实力制药企业。
- **大健康和国际战略有序进行：**公司2016年先后通过成立“上海依升”和“雷氏中医馆”切入市场前景广阔的血液透析和中医医疗服务领域；完成收购VITACO后使公司迈入保健品行业，渠道资源+优质产品相互协同有望使保健品业务成为新的增长引擎。
- **盈利预测和投资建议：**我们预计2017-2019年公司收入分别为1389亿元、1588亿元、1806亿元，同比分别增长15.0%、14.3%、13.7%；归属于母公司净利润分别为36.6亿元、41.9亿元、48.3亿元，同比分别增长14.8%、14.6%、15.1%；对应EPS分别为1.36元、1.56元、1.80元。参考可比公司，我们给予上海医药2017年21倍估值，对应股价28.6，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：**行业政策性风险、国企改革不及预期

## 内容目录

<b>稳健增长的工商业龙头，国改预期强烈，“十三五”目标收入翻倍</b> .....	<b>- 4 -</b>
千亿规模的科工贸一体医药集团，经营发展稳步向前 .....	- 4 -
上海国企改革正如火如荼，公司改革预期强烈 .....	- 7 -
“十三五”目标收入再翻一番，发展战略清晰 .....	- 7 -
<b>医药流通行业强者恒强，配送网络建设和创新业务拓展齐头并进</b> .....	<b>- 8 -</b>
国内药品流通行业保持中高速增长，集中度提升是发展主旋律 .....	- 8 -
医药分销业务健康发展，配送网络建设逐步推进 .....	- 9 -
创新业务引领行业发展，规模化经营贡献业绩增量 .....	- 11 -
<b>零售业务基础良好，积极布局互联网电商</b> .....	<b>- 12 -</b>
药品零售行业发展前景广阔，连锁化率逐渐提高 .....	- 12 -
零售业务基础良好，具有规模优势 .....	- 13 -
设立上药云健康，开辟零售发展新思路 .....	- 14 -
<b>工业板块品种储备丰富，经营持续改善，向创新药驱动发展</b> .....	<b>- 15 -</b>
大品种众多调整能力强，重点品种驱动发展 .....	- 15 -
集团层面营销资源整合，经营效益稳步提高 .....	- 16 -
质量升级、低价药政策受益，经典药物销售焕发第二春 .....	- 16 -
一致性评价准备充分有望获益，创新药产品线已形成梯队 .....	- 18 -
<b>积极拓展医疗服务，拥抱大健康</b> .....	<b>- 18 -</b>
战略性步入血透服务领域 .....	- 18 -
推动中药全产业链布局，发展中医医疗服务 .....	- 19 -
收购 VITACO，进军保健品行业 .....	- 19 -
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>- 20 -</b>
盈利预测 .....	- 20 -
投资建议 .....	- 21 -
<b>风险提示</b> .....	<b>- 22 -</b>
行业政策风险 .....	- 22 -
国企改革的力度和节奏不及预期 .....	- 22 -

## 图表目录

图表 1: 公司主要业务板块情况.....	- 4 -
图表 2: 公司 2011-2016 营业收入及增速 (亿元, %) .....	- 4 -
图表 3: 公司 2011-2016 归母净利润及增速 (亿元, %) .....	- 4 -
图表 4: 公司 2011-2016 主营收入构成情况 (%) .....	- 5 -
图表 5: 公司 2011-2016 主营业务毛利构成情况 (%) .....	- 5 -
图表 6: 公司 2011-2016 三大业务版块毛利率情况 (%) .....	- 5 -
图表 7: 上海医药主要子公司和参股企业.....	- 6 -
图表 8: 公司 2011-2016 的投资收益情况 (亿元) .....	- 6 -
图表 9: 公司参股的部分知名制药企业.....	- 6 -
图表 10: 上海医药的股权结构.....	- 7 -
图表 11: 公司“十三五”营业收入发展规划.....	- 7 -
图表 12: 公司发展战略及驱动要素.....	- 8 -
图表 13: 2010-2015 国内药品流通销售规模 (亿元) .....	- 8 -
图表 14: 2011-2015 国内医药流通的集中度情况.....	- 8 -
图表 15: 公司医药分销业务发展情况概览图.....	- 9 -
图表 16: 公司分销业务 2011-2016 收入和增速情况 (亿元, %) .....	- 9 -
图表 17: 公司分销业务 2011-2016 的毛利率和费用率情况 (%) .....	- 9 -
图表 18: 公司药品分销业务的区域占比 (%) .....	- 10 -
图表 19: 公司药品分销业务的医院纯销比例情况 (%) .....	- 10 -
图表 20: 公司分销网络布局情况.....	- 10 -
图表 21: SPD 运行模式示意图 .....	- 11 -
图表 22: DTP 药房的运营模式示意图.....	- 11 -
图表 23: 公司 2012-2015DTP 业务收入规模 (亿元) .....	- 11 -
图表 24: 公司与拜耳医药合作推广 OTC 药物的 5 个品种.....	- 12 -
图表 25: 国内 2011-2015 医药零售市场规模 (亿元) .....	- 13 -
图表 26: 国内 2011-2015 药品数及连锁化率情况.....	- 13 -
图表 27: 公司 2011-2016 零售业务收入及增速情况 (亿元, %, 2015 年收入口径调整) .....	- 13 -
图表 28: 公司 2011-2016 零售业务毛利率及扣两项费用率后利润率情况 (%) .....	- 13 -
图表 29: 2015 国内销售规模排名前 10 的药房连锁 (亿元) .....	- 14 -
图表 30: 上药云健康服务的三个维度.....	- 14 -
图表 31: 公司 TOP25 产品 2016Q3 销售额 (万元) .....	- 15 -
图表 32: 公司 60 大重点品种销售占比 (%) .....	- 15 -
图表 33: 公司 TOP25 品种的治疗领域分布情况.....	- 15 -
图表 34: 公司工业板块的营销平台构成.....	- 16 -
图表 35: 公司 2011-2016 工业板块收入及增速情况 (亿元, %) .....	- 16 -
图表 36: 公司 2011-2016 工业板块毛利率及扣两项费用率后利润率情况 (%) .....	- 16 -
图表 37: 公司样本医院羟氯喹 2013Q1-2016Q2 销售情况 (百万) .....	- 17 -
图表 38: 公司样本医院地高辛 2013Q1-2016Q2 销售情况 (百万) .....	- 17 -
图表 39: 公司创新药的研发管线情况.....	- 18 -
图表 40: 公司打造的雷氏中医门诊部示意图.....	- 19 -
图表 41: 上海医药分业务预测收入和毛利情况.....	- 20 -
图表 42: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2017 年 3 月 23 日) .....	- 21 -
图表 43: 上海医药盈利预测模型.....	- 21 -

## 稳健增长的工商业龙头，国改预期强烈，“十三五”目标收入翻倍

千亿规模的科工贸一体医药集团，经营发展稳步向前

- **公司历史底蕴深厚，综合实力位列国内前茅：**上海医药集团股份有限公司（简称上海医药）是一家国有控股的全国性医药工商业产业集团，其前身是建立于1959年的上海第四制药厂，至今已有近60年历史。第四制药厂改制为股份有限公司后于1994年在上交所挂牌上市，并在1998年和2010年经历两次大规模资产重组吸收多家实力企业成为今天的上海医药集团股份有限公司。公司主营业务覆盖医药研发与制造、分销与零售，各业务板块发展均衡，实力均位列行业前列，**2016年整体营业收入1208亿元；医药工业收入118亿，排名工信部医药工业百强第6位，医药商业收入1137亿，排名商务部医药商业百强第3位。**

图表 1：公司主要业务板块情况

### 医药工业

- 41家药品生产企业
- 99张GMP证书
- 生产批文数超3000个
- 低价、急需药300多种
- 独家品种超80个
- 60个重点品种
- 26个过亿品种

### 医药分销

- 分销网络覆盖20省份
- 华东、华北、华南三大区域中心
- 覆盖医疗机构超25000家
- 开展器械、疫苗等高毛利业务

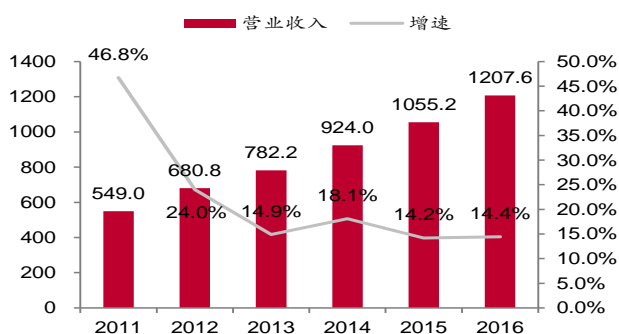
### 药品零售

- 旗下品牌连锁药房1807家
- 上药云健康布局处方药电商
- “互联网+”的B2B、B2C业务

来源：公司公告，中泰证券研究所

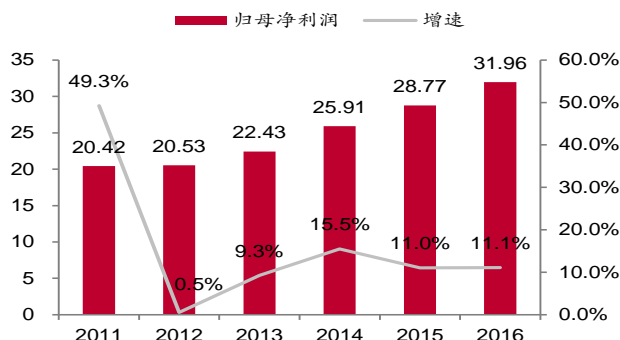
- **公司经营稳健，保持两位数增速。**尽管公司收入规模已过千亿，但仍保持快于行业的增长速度。2016年年报主营业务收入1208亿，同比增14.5%，归母净利润31.96亿，同比增11.1%，收入和利润增长幅度基本匹配。医药分销业务贡献了公司的大部分收入，2016年占比达到86.1%，而在毛利方面，商业板块和工业板块创造的毛利占比相当。

图表 2：公司 2011-2016 营业收入及增速（亿元，%）



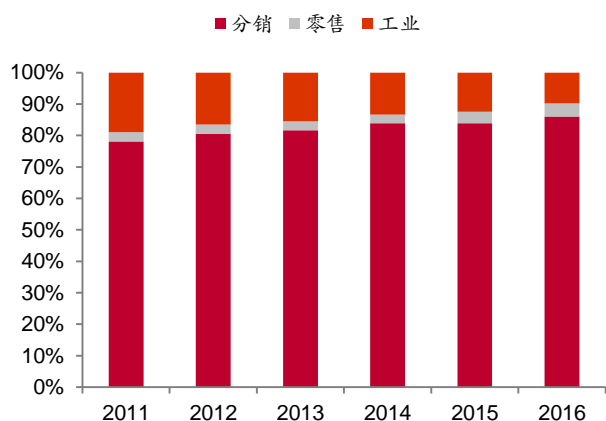
来源：wind，中泰证券研究所

图表 3：公司 2011-2016 归母净利润及增速（亿元，%）



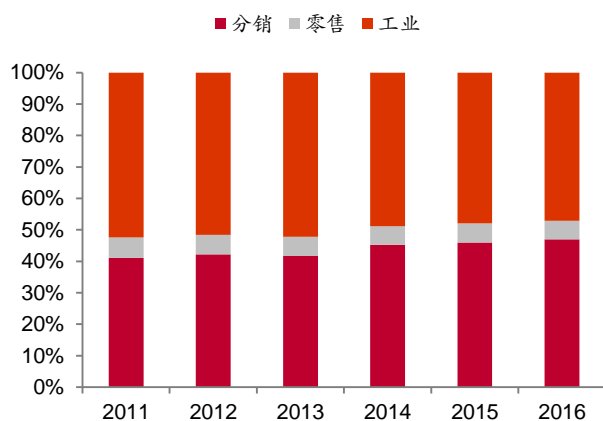
来源：wind，中泰证券研究所

图表 4: 公司 2011-2016 主营收入构成情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

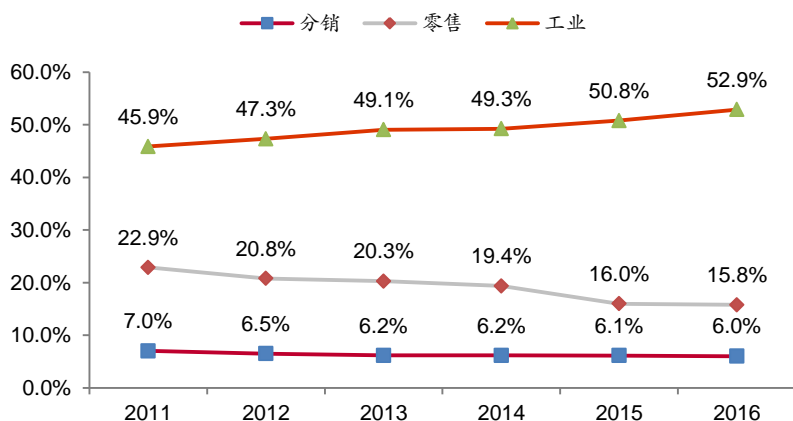
图表 5: 公司 2011-2016 主营业务毛利构成情况 (%)



来源: wind, 中泰证券研究所

- 业务毛利率水平整体表现良好:** 公司三大主营业务的毛利率近年总体稳定, 其中医药分销业务毛利率保持在 6% 左右; 药品零售业务毛利率表现不佳, 由 2011 年的 22.9% 下滑至 2016 年的 15.8%, 这主要由于近年并入部分医院合作药房和 DTP 业务所致; 工业板块毛利率稳步提升, 由 2011 年 45.9% 持续提升至 2016 年的 52.9%, 经营持续向好。

图表 6: 公司 2011-2016 三大业务版块毛利率情况 (%)



来源: wind (未扣除内部抵消), 中泰证券研究所

- 产业链布局完善, 综合实力强劲。** 作为大型医药工商业集团化企业, 上海医药拥有众多数量的子公司和孙公司, 依据规模大小、盈利能力和发展潜力的不同, 内部将子公司分为三类, 包括核心子公司、普通子公司和参股公司。分销领域的核心子公司为上药控股、上药科园; 零售领域的核心子公司为上海华氏; 工业领域的核心子公司为上海中西三维、第一生化、上药常药、上海信谊、上海新亚、正大青春宝和上药药材等; 上药研究院是公司的核心研发平台。从仿制、创新药研发到原料、制剂生产; 从中药材种植到饮片加工销售; 从药品分销再到药品零售, 在医药产业链的各个重要环节, 公司均有较强的积累和布局。

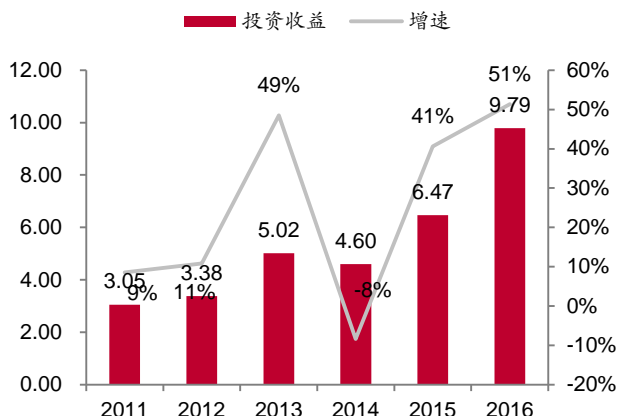
图表 7: 上海医药主要子公司和参股企业



来源: 公司网站 中泰证券研究所

- **参股企业贡献公司大部分投资收益, 良好现金流助力公司发展:** 作为华东地区一直以来大型的医药工商业集团, 多个跨国制药公司进入国内时选择与上海医药(含原上实医药投资)合作, 引进内资以更好拓展业务, 上海医药早期成为包括上海罗氏、上海施贵宝、津村制药等知名跨国企业的重要股东, 这些企业开拓国内市场的同时也不断发展壮大, 近年持续给公司带来稳定的现金流回报。2016 年全年投资收益达 9.79 亿, 同比增长 51%, 给公司的发展再投入提供了有力支持。

图表 8: 公司 2011-2016 的投资收益情况 (亿元)



来源: 中泰证券研究所

图表 9: 公司参股的部分知名制药企业

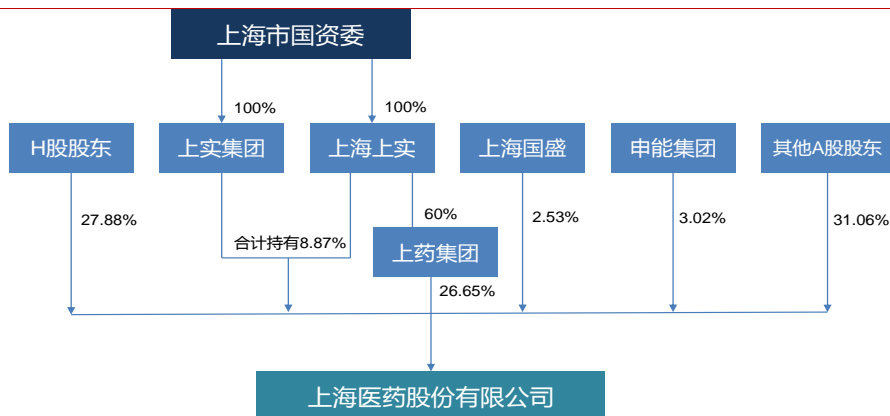


来源: 中泰证券研究所

上海国企改革正如火如荼，公司改革预期强烈

- **上海地区国改风头正劲：**自 2015 年中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》以来，国有企业改革的大幕陆续在各地拉开；上海地区国有企业规模大、质量好，自然成为国有企业的改革先锋地区；上海国企改革的基本模式包括集团或核心资产上市、引入战略投资者、员工持股计划和改制重组等，**混合所有制改革是国改的核心**。目前上海国资旗下已有锦江股份、张江高科等引入战投民营资本；上港集团、上海建工等实施员工持股计划。
- **公司符合员工持股计划试点条件：**2017 年 1 月，上海市国资委印发《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》，方案指出，上海将遴选 5-10 家企业开展首批试点。试点企业应处于充分竞争行业，非公有资本股东持股原则不低于 10%，企业收入和利润 90% 应来源于外部市场。上海医药是国资系统的唯一医药企业，基本满足上述条件，已经上市且股权结构合理，员工持股计划是合理的改革方式；生物医药是上海市的战略新兴产业，为进一步激发企业活力，公司的国改预期强烈。

图表 10：上海医药的股权结构

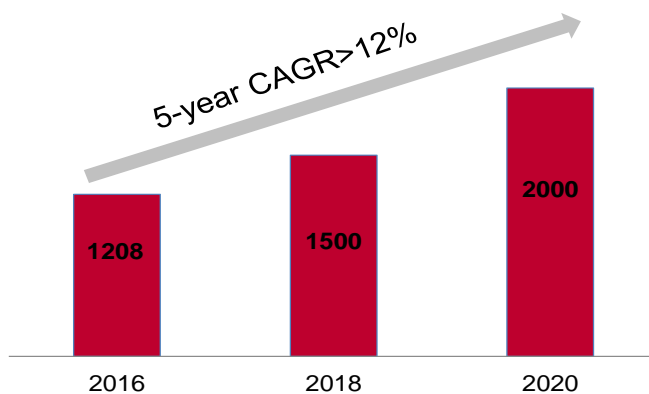


来源：中泰证券研究所

“十三五”目标收入再翻一番，发展战略清晰

- 公司“十三五”规划到 2020 年末收入规模较 2015 年翻一番，达到 2000 亿元，五年复合增长率 >12%，预计每年超越行业平均增长 4pp。

图表 11：公司“十三五”营业收入发展规划



来源：公司网站，中泰证券研究所

- 2013 年国务院发布《关于促进健康服务业发展的若干意见》中指出，健康服务产业 2020 年总规模将达到 8 万亿，未来市场前景广阔，大健康 and 医疗服务业是潜力发展方向。“十三五”规划中，公司除在传统医药工业及医药分销领域要保持优势和领先地位外，医药零售业务要通过结合电商和 O2O 的发展方式使之跻身国内前列，大健康业务成为新的战略方向之一，公司需不断挖掘其中新的增长点。

**图表 12：公司发展战略及驱动要素**



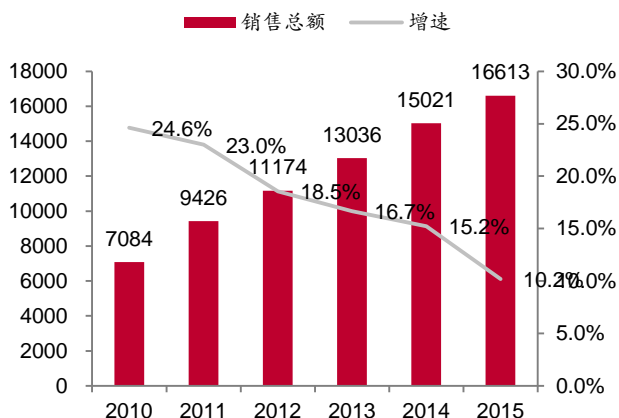
来源：公司网站，中泰证券研究所

## 医药流通行业强者恒强，配送网络建设和创新业务拓展齐头并进

国内药品流通行业保持中高速度增长，集中度提升是发展主旋律

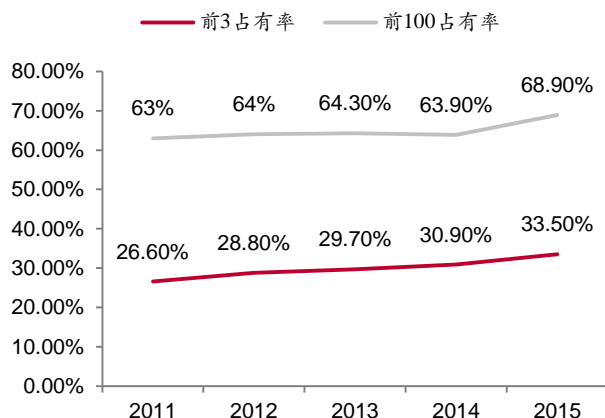
- “十二五”期间，国内医药商业整体发展速度很快，2015 年，药品销售总规模突破 16000 亿元，同比增长 10.2%；国内医药商业的整体集中度提升明显，全国商业百强销售额占国内医药流通总量的 68.9%，比 2011 年提升 6.9%，排名前 3 企业的销售额占比由 2011 年的 26.6%提升至 2015 年的 33.5%，全国性商业龙头较地区性龙头整体市占率提升更快。进入“十三五”，在“两票制”、营改增和流通大整治等多重政策的叠加下，行业集中度提升仍是发展主旋律。

**图表 13：2010-2015 国内药品流通销售规模（亿元）**



来源：商务部，中泰证券研究所

**图表 14：2011-2015 国内医药流通的集中度情况**



来源：商务部，中泰证券研究所



医药分销业务健康发展，配送网络建设逐步推进

- **全国排名第3的药品分销网络：**公司医药分销业务以医院纯销为主，同时也对零售药店及基层医疗机构进行配送，覆盖各类医疗机构超过25000家；主要业务公司为**上药控股有限公司**和**上药科园信海医药有限公司**。配送产品范围包括药品、器械和疫苗，具体品种超过2万种。公司对医疗机构和其他终端服务形成了较为完整的供应链解决方案，其**高值药品配送业务和医院物流管理业务**在业内处于领先地位。

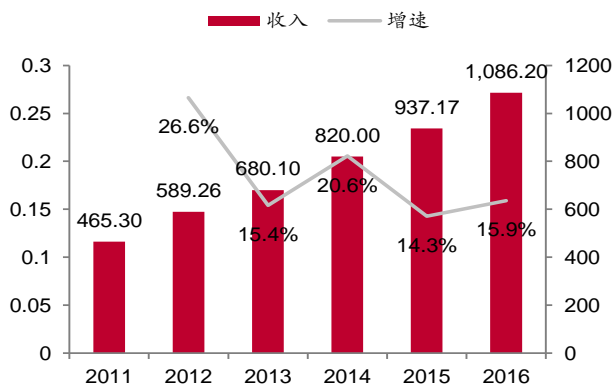
图表 15：公司医药分销业务发展情况概览图



来源：公司网站，中泰证券研究所

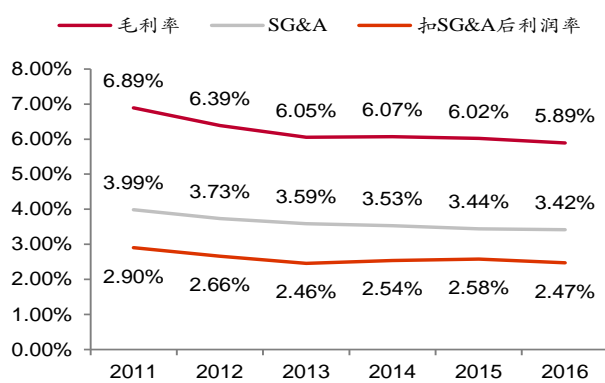
- **分销业务稳健增长，经营质量逐渐提高。**公司 2016 年分销业务销售收入 1086 亿元，同比增 15.9%；2011 至 2016 年间的分销业务的复合增长率为 18.5%，超越行业平均增速近 4pp。公司近年经营情况良好，受行业环境影响，药品分销毛利率 2011-2012 发生了大幅下滑，而此后几年基本保持稳定，公司的两项费用率一直呈明显下降趋势，表明公司的规模化效应和精益管理起到了明显效果；2016 年公司的毛利率和扣除两项费用率后的利润率略微下滑，主要由于当年新并入公司的拖累，公司表示有信心通过整合优化使新并入公司提升至本部一样的利润率。

图表 16：公司分销业务 2011-2016 收入和增速情况 (亿元, %)



来源：公司公告，中泰证券研究所

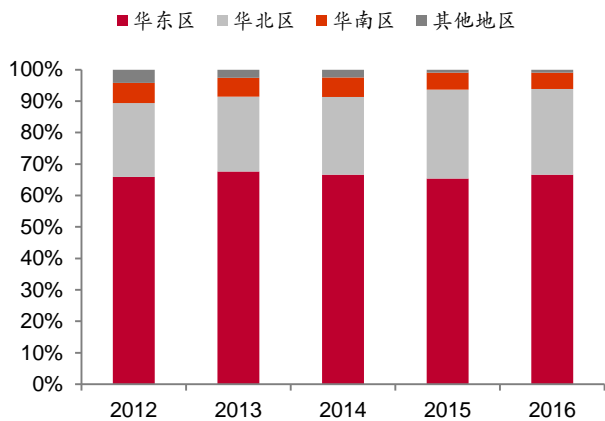
图表 17：公司分销业务 2011-2016 的毛利率和费用率情况 (%)



来源：公司公告 (扣除内部抵消)，中泰证券研究所

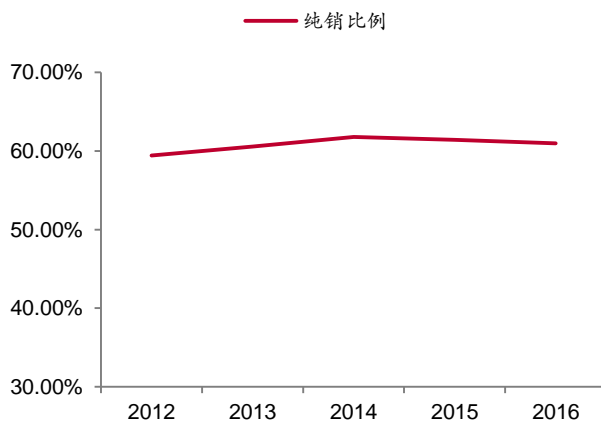
- **分销业务区域占比基本保持稳定：**公司 2011 年收购了北京中信医药实业有限公司并更名为“上药科园信海医药有限公司，实现了公司分销业务迈向全国的重要一步。公司整个北区业务以上药科园信海为基础和平台继续对外扩张,包括后期收购的信海丰园和科园陕西等整合工作顺利,近年成为公司分销业务发展的一个重要支点,销售占比逐年稳步提升。

**图表 18: 公司药品分销业务的区域占比 (%)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

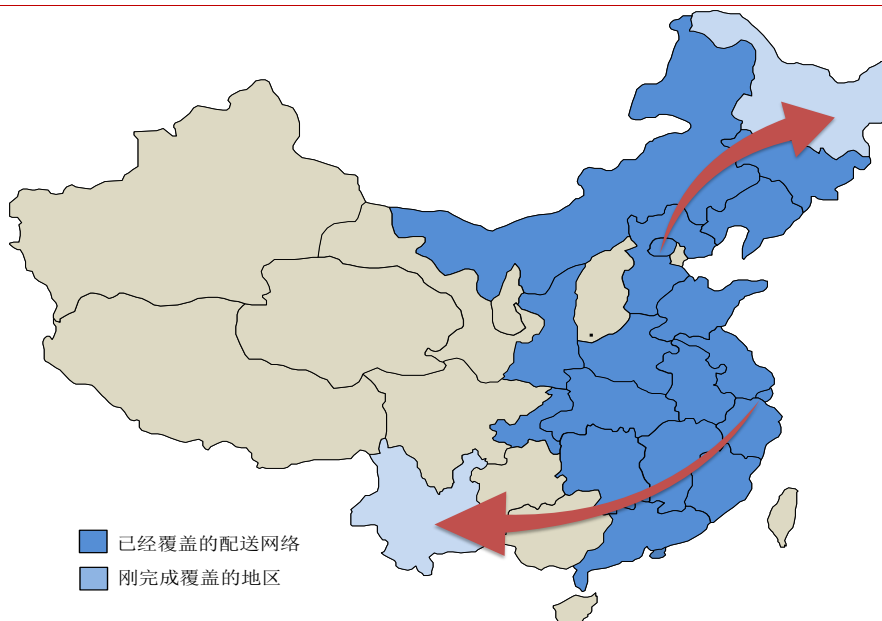
**图表 19: 公司药品分销业务的医院纯销比例情况 (%)**



来源：公司公告，中泰证券研究所

- **公司积极拓展配送网络：**国内医药分销过千亿的三巨头中，只有国药控股完成了全国所有省级行政区的配送网络覆盖，而上海医药和华润医药两家公司实力旗鼓相当，基本优先完成了经济发达和人口密集地区的网络建设。“两票制”背景下，工业企业会优先将产品配送权交给掌控终端和覆盖能力强的商业企业，对于上药而言，加快配送网络建设仍是首要任务。2016 年公司继续拓展东北和西南地区市场，分别由上药科园和上药控股收购哈尔滨洋浦瑜华 60%股权和云南上药 70%股权，使得公司的配送网络达到了 20 个，覆盖了国内绝大多数市场规模靠前的省份。未来 3 年的目标是拓展到 28 个，基本建成覆盖全国的配送网络。

**图表 20: 公司分销网络布局情况**

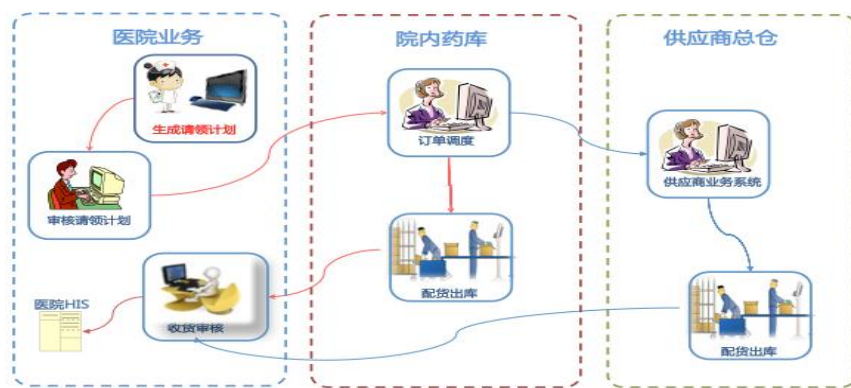


来源：公司公告，中泰证券研究所

创新业务引领行业发展，规模化经营贡献业绩增量

- SPD 业务深耕多年，有望快速复制：**上海医药在国内较早推出了较为成熟的医院物流管理技术即 SPD，SPD 系统的核心是配送企业的物流供应系统 WMS 同医院物流管理系统的无缝对接，实现医院药品的低库存，同时完成药房的自动化和无线收发改造，最终实现院内医药物流的高效运转，配送企业凭借前期投入获得所在医院配送份额的大幅提升。经过多年探索实践，公司的 SPD 业务取得良好成绩，截止到 2015 年底，公司已经拓展了包括上海、北京等地 70 余家的大型医院。在“零差率”政策快速推进的背景下，公司的 SPD 业务有望加快向其他地区复制。

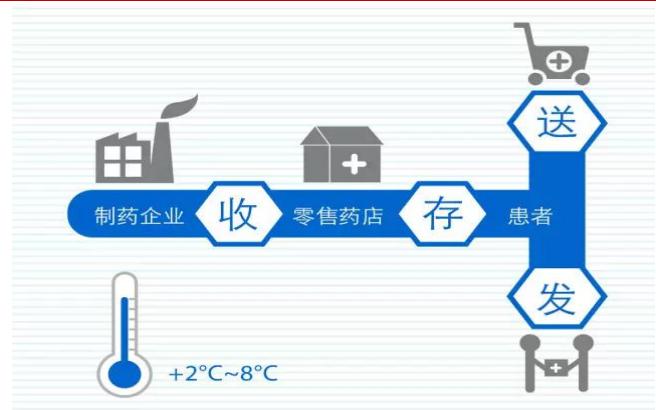
图表 21：SPD 运行模式示意图



来源：中宇恒信，中泰证券研究所

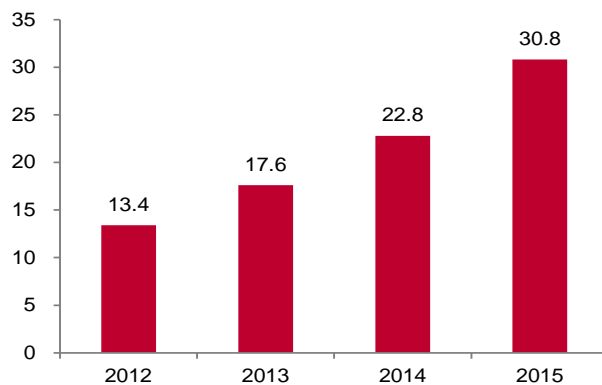
- DTP 业务快速成长，发展前景光明：**DTP(Direct to Patient)药房并不是新鲜的概念，此业态的出现主要为了满足患者对高价药、新特药等不能报销药物的现实需求。DTP 药房一般需要冷链条件和专业的用药服务，自国内最早的京卫大药房算起，其在国内发展已经历经 17 个年头。近年来国内靶向抗肿瘤药和抗体类等新型药物的陆续上市、医院“零差率”和“药占比”政策的施行，支付水平和手段的提高和丰富等因素共同促使 DTP 市场迅速发展；中国医药物资协会测算 2015 年全国 DTP 市场超 100 亿规模，2025 年有望达到千亿规模。上海医药的 DTP 业务起源于公司 2010 年对众协医药的收购，战略重视和持续投入使之一直保持行业领先地位；到 2015 年底，公司共有 DTP 药房 30 家，含电商部分总计实现收入 30.8 亿元。

图表 22：DTP 药房的运营模式示意图



来源：罗氏制药，中泰证券研究所

图表 23：公司 2012-2015DTP 业务收入规模（亿元）



来源：公司年报，中泰证券研究所

- **切入终端推广，提升经营毛利率：**2016 年初公司与拜耳合作，打包负责拜耳 5 个 OTC 品牌药物的终端推广工作，产品分别是散利痛、白加黑、力度伸、美克与凯妮汀，这些品种在国内已经具有较好的品牌影响力和消费者认可度，销售更多依赖于广告的拉动、渠道的铺货及所对应的销售政策。公司在全国范围批零一体具有较强竞争力，合作对公司而言无疑是一种新的尝试，同时对其商业渠道的充分利用和综合毛利率的提高有着积极的意义。如若合作达到良好的效果，预计未来会有更多的品牌 OTC 企业选择与公司合作。

**图表 24：公司与拜耳医药合作推广 OTC 药物的 5 个品种**

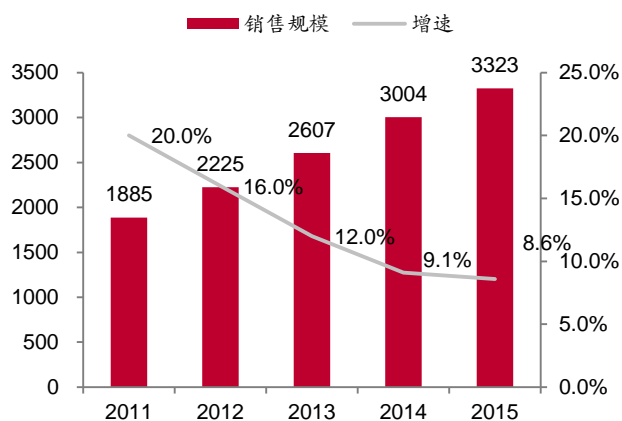


来源：中泰证券研究所

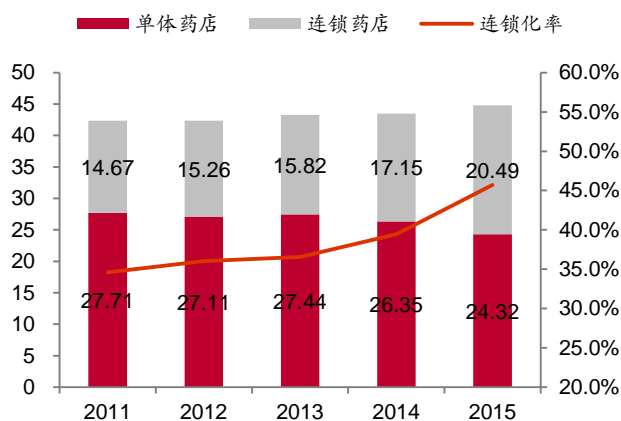
## 零售业务基础良好，积极布局互联网电商

### 药品零售行业发展前景广阔，连锁化率逐渐提高

- 药品零售是医药商业的重要组成部分，根据国内权威机构中康资讯数据截至 2015 年底国内医药零售规模已经突破 3300 亿元（含非药品），国内药房数量共有 44 万余家，连锁化率刚刚突破 45%，相较于发达国家，国内的医药零售业仍处于由单体药房向连锁药房化的快速发展阶段。医改精神明确了破除以药养医，逐渐走向医药分业的发展道路；2015 年国务院《关于城市公立医院综合改革试点的指导意见》指出逐渐取消药品加成，力争到 2017 年试点城市公立医院药占比（不含中药饮片）总体降到 30% 左右；短期看，虽然取消药品加成削弱了药店经营的价格优势，但长期看，“医药分家”将使很大部分医药终端市场由医院向药店转移，医药零售业充满了巨大的发展空间。

**图表 25：国内 2011-2015 医药零售市场规模（亿元）**


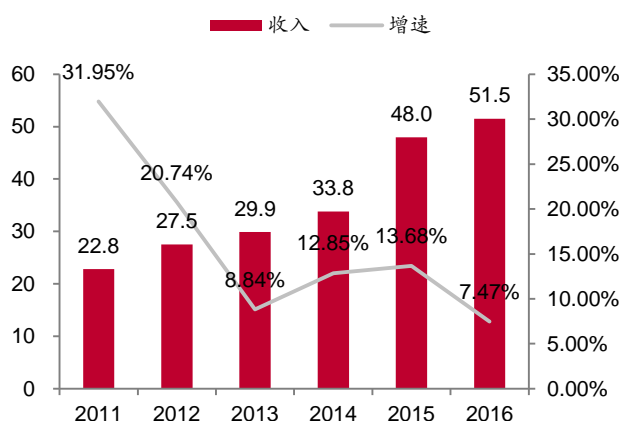
来源：中康资讯，中泰证券研究所

**图表 26：国内 2011-2015 药品数及连锁化率情况**


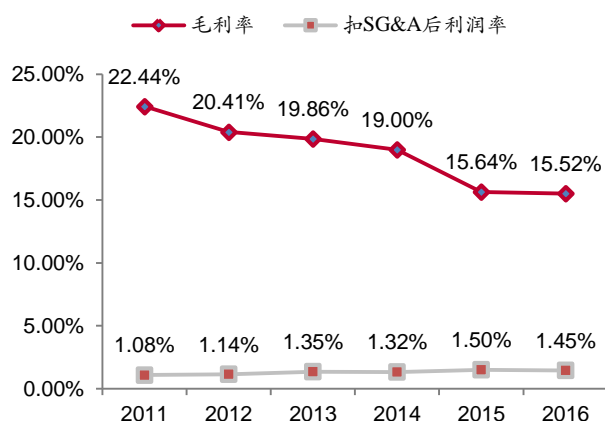
来源：中泰证券研究所

### 零售业务基础良好，具有规模优势

- 上海医药的医药零售业务基础良好**，业务覆盖全国 16 个省份，在华东地区拥有较强的区域竞争优势；截止到 2016 年底，公司下属连锁零售药房 1807 家，其中直营店 1173 家，医院合办药房 40 家；零售业务 2016 年实现收入 51.53 亿，同比增 7.47%，略微低于行业增速，但盈利情况不够理想，近年呈下滑趋势，2016 毛利率和扣两项费用率后的利润率仅有 15.6% 和 1.46%。2015 年利润率大幅下降主要由于 DTP 与合作药房业务收入当年部分计入的原因（DTP 业务单位毛利率较低，单位纯利高），整体拉低零售业务利润率。

**图表 27：公司 2011-2016 零售业务收入及增速情况（亿元，%，2015 年收入口径调整）**


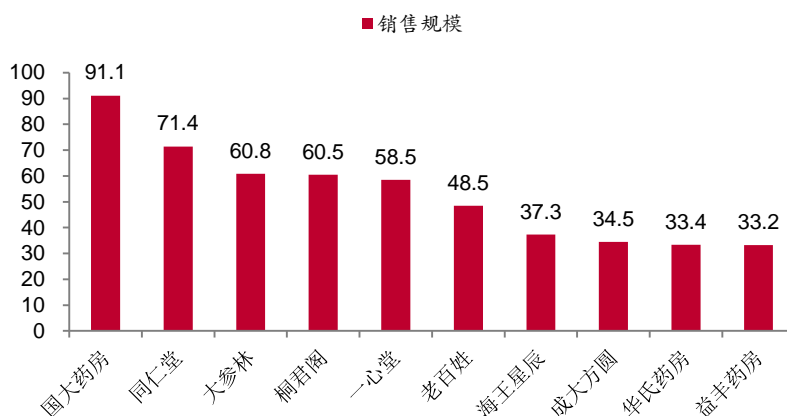
来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 28：公司 2011-2016 零售业务毛利率及扣两项费用率后利润率情况（%）**


来源：公司公告（扣除抵消），中泰证券研究所

- 地区品牌优势明显**：公司的药品零售业务由多个地区品牌连锁构成，包括上海华氏大药房、雷允上、常州人寿天、赤峰雷蒙大药房、信海科园大药房等；其中 2015 年华氏药房连锁收入 33.4 亿，排名全国百强药房连锁第 9 名；其他多个品牌也位列百强之中。2016 年公司完成收购北京鹤安长泰大药房和南通苏博大药房，强化了在北京和江苏地区的零售网络与竞争力。

**图表 29：2015 国内销售规模排名前 10 的药房连锁（亿元）**

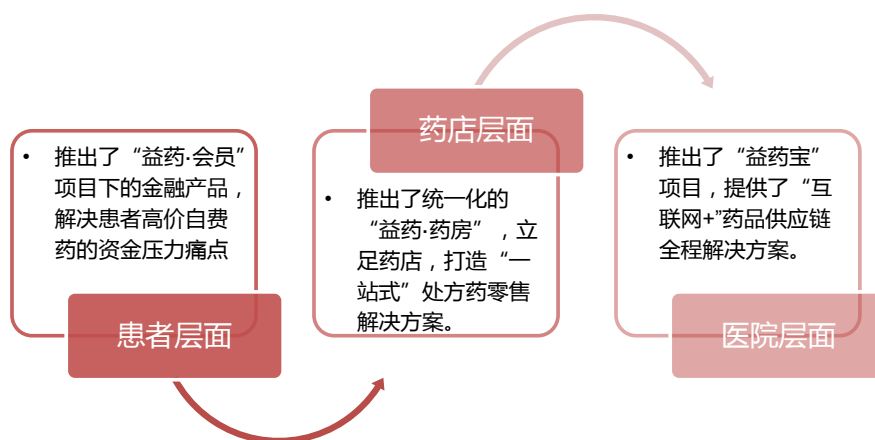


来源：商务部，中泰证券研究所

### 设立上药云健康，开辟零售发展新思路

- **处方药网售前景广阔：**网购在社会零售业中早已占据举足轻重的地位，消费者也已习惯于在互联网电商上享受便捷、高效、价廉的网购服务，电商也在向药品零售领域迅速渗透。而处方药网售由于其特殊性，政策仍然没有放开，在国内仍处于早期发展阶段。但在“医药分家”的趋势下，处方药网售充满机遇，据中国医药工业信息中心预测，如果单单放开慢病处方药网售，就将释放超过 1000 亿的市场空间，医药商业龙头企业均已未雨绸缪，开始布局医药电商。
- **上海医药打造 O2O 版的处方药电商：**2015 年 3 月，上海医药投资设立上药云健康。作为融通线上解决方案和线下零售资源的处方药电商，上药云健康致力于为患者提供专业、安全、便捷的处方药购买和全面的长期健康管理服务。上药云健康先后与京东、万达、丁香园等开展战略合作，推动电商战略布局的落地和深化，引进了京东、IDG、软银等战略和财务投资者；目前在患者、药店和医院端，上药云健康已经开始为客户提供便捷和全面的服务，我们看好上药云健康未来的发展前景。

**图表 30：上药云健康服务的三个维度**



来源：公司公告，中泰证券研究所

## 工业板块品种储备丰富，经营持续改善，向创新药驱动发展

### 大品种众多调整能力强，重点品种驱动发展

- 大品种众多调整能力强：**公司拥有 8 大生产基地，3000 个批文，在产品品种 800 多个，是国内产品最为丰富的制药企业之一。公司集中资源重点发展 60 个品种，2016 年销售过亿品种 26 个，新增 1 个甲氨喋呤。与产品线单一的企业相比，公司可依据市场变化及时调整产品生产和推广策略，拥有很强的适应市场和抵御政策风险能力。

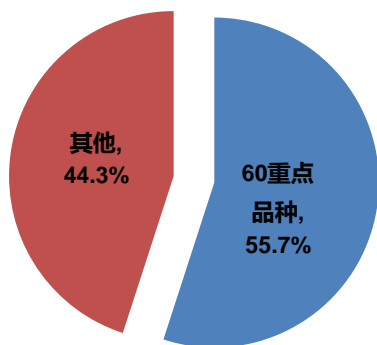
**图表 31：公司 TOP25 产品 2016Q3 销售额（万元）**

名称	领域	销售金额	生产家数
参麦注射液	心血管系统	60,064	多家
硫酸羟氯喹片	抗肿瘤和免疫调节剂	36,536	唯一国产、原研1家
双歧杆菌三联活菌	消化道和新陈代谢	27,710	3家
头孢替安	全身性抗感染药	23,321	多家
丹参酮IIA磺酸钠注射液	心血管系统	22,526	独家
注射用二丁酰环磷腺苷钙	心血管系统	21,298	独家
炔雌醇片	骨骼肌肉系统	18,646	独家
瑞舒伐他汀原料药	心血管系统	17,829	多家
红源达	血液和造血器官	17,223	独家
注射用头孢曲松钠	全身性抗感染药	15,215	多家
糜蛋白酶	呼吸系统	14,614	口服独家、注射4家
胃复春片	消化道和新陈代谢	12,993	独家
银杏酮酯	心血管系统	12,633	剂型独家
苯磺顺阿曲库铵	骨骼肌肉系统	12,144	4家
瓜蒌皮	心血管系统	11,658	独家
新癬片	骨骼肌肉系统	11,220	独家
清凉油	其他	11,073	多家
阿立哌唑	中枢神经系统	11,022	4家
度洛西汀	中枢神经系统	10,773	3家
八宝丹	消化道和新陈代谢	10,535	独家
乳癖消	泌尿生殖系统和性激素	10,004	5家
地高辛	心血管系统	9,536	多家、原料掌控
养心氏	心血管系统	9,080	独家
丹参片	心血管系统	7,976	多家
沙利度胺	抗肿瘤和免疫调节剂	7,773	2家

来源：公司公告，中泰证券研究所

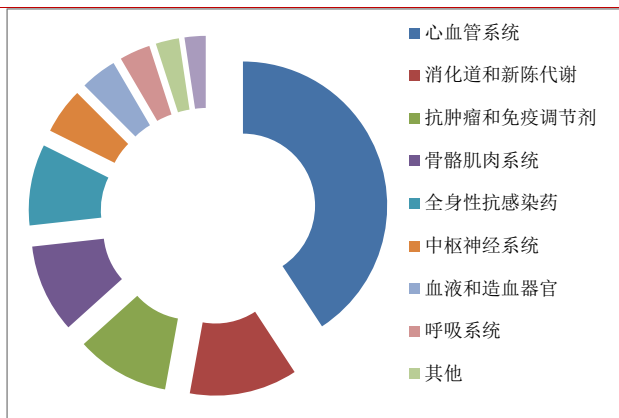
- 深入推进重点产品“一品一策”：**公司 60 大重点品种，2016 年收入 69.2 亿，占比 55.2%；同比增 3.67%，毛利率 68.69%，高于总体毛利率 52.8%。TOP25 品种前 5 大治疗领域销售占比超 80%，形成了良好的集群效应。

**图表 32：公司 60 大重点品种销售占比（%）**



来源：公司公告，中泰证券研究所

**图表 33：公司 TOP25 品种的治疗领域分布情况**



来源：公司公告，中泰证券研究所

集团层面营销资源整合，经营效益稳步提高

- 营销整合优化循序渐进：**过去集团产品销售主要由各生产厂自己负责，很多大品种的经销权由代理商把握，造成公司工业板块的营销资源浪费，产品之间的协同性不佳，利润率偏低。2013年底公司启动营销改革，依据产品特点，毛利水平和治疗领域等因素将产品划归三个营销部门负责，以达到增强协同性，提高营销效率的目的，三个部门分别负责医院终端自营品种、精细化招商的医院终端品种和零售终端的 OTC 品种。同时公司逐渐将合作到期大品种的经销权收回，例如丹参酮 IIA 的代理权收回后与原代理商成立合资公司，提高对品种的把控力，提升利润率。2016年公司深化营销体系建设，依托各地控股商业公司，以工业企业为基础的市场准入网络从 4 区 8 办扩张到 4 区 10 办，有力拓展了市场准入体系的覆盖范围，提升产品中标率，拉动工业销售增长。

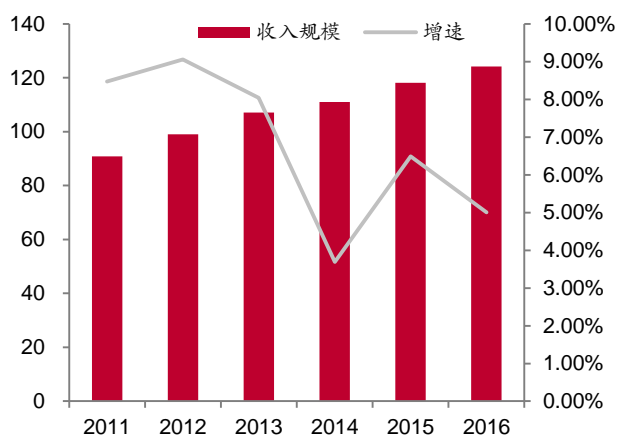
图表 34：公司工业板块的营销平台构成

营销一部	营销二部	营销三部
<ul style="list-style-type: none"> <li>• 自营推广为主</li> <li>• 聚焦风湿、神经内科、麻醉、心血管领域产品</li> <li>• 以中西三位药业销售平台为基础搭建</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 精细化招商战略</li> <li>• 覆盖抗感染、消化和其他领域产品</li> <li>• 以信谊药业的销售平台为基础搭建</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 主攻药店推广渠道</li> <li>• OTC品种为主</li> <li>• 以龙虎药业的销售平台为基础搭建</li> </ul>

来源：公司公告，中泰证券研究所

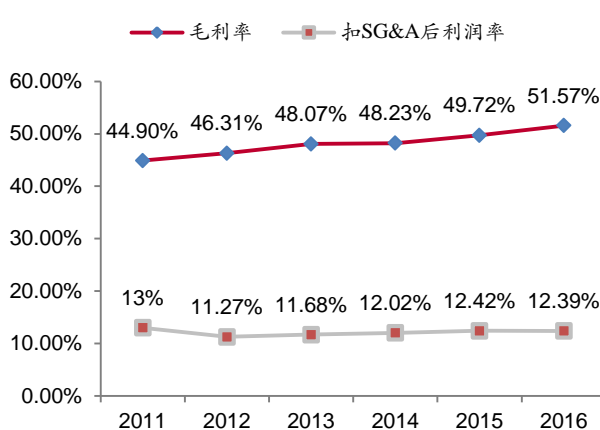
- 工业板块盈利稳步提升：**在重点品种发展策略和营销整合等手段共同作用下，公司工业毛利率和扣除两项费用率后的利润率自 2012 年起持续稳步提升，至 2016 分别达到 51.57% 和 12.39%，盈利能力提升明显。

图表 35：公司 2011-2016 工业板块收入及增速情况 (亿元，%)



来源：公司公告，中泰证券研究所

图表 36：公司 2011-2016 工业板块毛利率及扣两项费用率后利润率情况 (%)



来源：公司公告 (扣除内部抵消)，中泰证券研究所

质量升级、低价药政策受益，经典药物销售焕发第二春

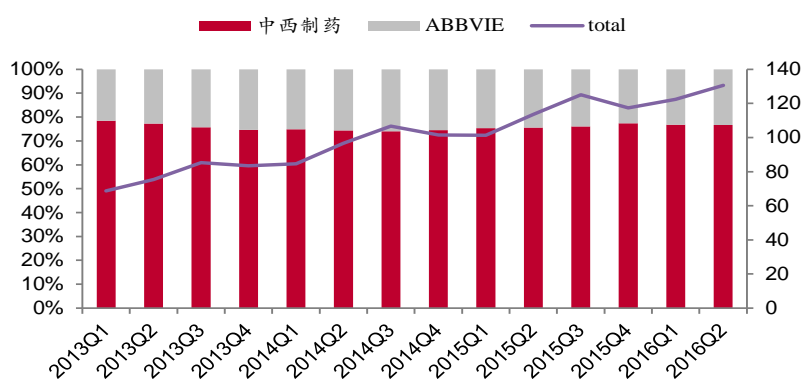
- 公司药品生产批文众多，近年国内政策和市场的变化使得一些经典老品种的销售又开始快速增长：**一方面，由于 CFDA 近年提高了很多药物



的质量标准，一些企业难以防治或无法通过再注册申请，这也造就了公司具有一些具有技术和工艺优势的品种，例如羟氯喹、多粘菌素 B 等。另一方面由于国家曾经对药品价格管制限价的原因，一些历史上的畅销品种由于成本倒挂，无法继续对市场供应，这也引起社会近年对低价药品短缺的问题的持续讨论。**2014 年低价药政策施行后，公司例如地高辛、甲氧喋呤、艾司唑仑和鱼精蛋白等品种销售又重获生机。**

- **老产品质量升级建立良好竞争格局：**羟氯喹上市于 1958 年，主要适应症为疟疾和红斑狼疮；该产品原料药质量控制难度高，尽管 CFDA 批准了几家原料药批文，但目前只有上海医药的子公司中西三维能够提供稳定达到质量标准的产品。羟氯喹只有原研 1 家竞争对手，公司产品近 3 年销售增长近一倍，2016 年预期销售近 5 亿元。该品种目前已经完成了一致性评价临床阶段的研究工作，只待申报和审评，如若通过将可在市场竞争中进一步占据有利位置。

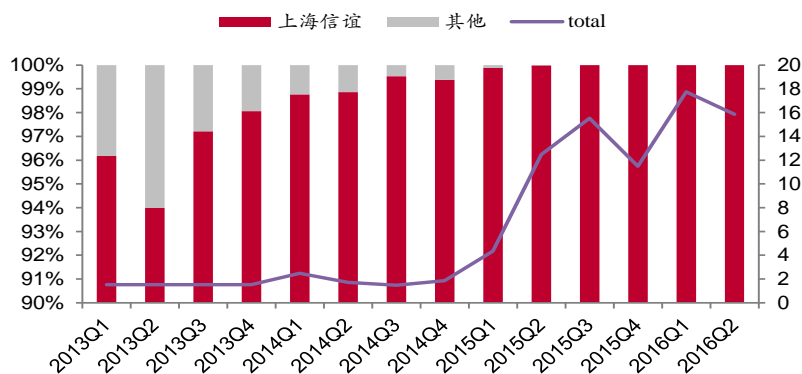
**图表 37：公司样本医院羟氯喹 2013Q1-2016Q2 销售情况（百万）**



来源：IMS, 中泰证券研究所

- **低价药政策大幅受益：**地高辛是临床上常用的强心苷类药物，与同类药物相比其药效适中且毒副作用小，医生的认可程度高。由于地高辛的上市时间很早，经过发改委屡次限价降价后，其价格低至 8 元/100 片，该产品的原料获得困难初始需从植物提取，生产成本早已倒挂，上海信谊尽管一直亏损但出于患者需求还一直坚持供应，2014 年发改委出台低价药政策后，公司重新市场化定价使地高辛的销售重新焕发生机，2015-2016 年公司地高辛的产品销售高速增长，2016 年全年销售已突破 1 亿元。

**图表 38：公司样本医院地高辛 2013Q1-2016Q2 销售情况（百万）**



来源：IMS, 中泰证券研究所

### 一致性评价准备充分有望获益，创新药产品线已形成梯队

- **一致性评价大幕开启：**2016年3月国发布《关于开展仿制药质量和疗效一致性评价的意见》，标志着国家正式开始解决仿制药质量尤其是疗效与原研药普遍不一致的历史遗留问题，医药工业的供给侧改革加速进行。意见要求到2018年底基药目录中化药的口服289个品种必须通过一致性评价，一致性评价成为工业企业未来3年发展的当务之急。但行业面临的现状是时间紧、临床基地稀缺、花费高等棘手问题，业内一致认为拥有临床资源优势和高水准制剂开发能力的大型企业将大幅获益。
- **公司一致性评价充分准备：**在一致性评价的289个品种中，公司涉及156个品种，其中在生产的也是156个，已经开始做的一致性评价有70个，其中49个在目录内，21个在目录外。2016年底公司同上海华山医院、瑞金医院等10家三甲医院签署战略合作协议，确定了32个品种的BE(生物等效性)合作意向，在临床基地方面做好充分保障。上药的中央研究院和各子公司研发部门已经正在对部分涉及品种紧锣密鼓的进行再开发的研究工作，另一部分则委托科研院所和专业CRO的帮助。
- **向创新药驱动转型发展：**公司坚持对创新药持续投入，研发管线中已有6个处于不同开发阶段的候选药物，预期最早2019年公司第一个创新药物多替泊芬可能获批上市，以后争取每年有1个左右新药上市。公司的候选创新药治疗领域主要覆盖肿瘤和心脑血管疾病，市场空间广阔；我们认为上海医药的综合研发实力优秀，终将实现向创新药发展驱动的转型升级。

图表 39：公司创新药的研发管线情况

代号（通用名）	分类	适应症	开发进度
多替泊芬	化药1.1	肿瘤	II期
SPH3127	化药1.1	高血压	批准临床
SPH1188	化药1.1	非小细胞肺癌	批准临床
TNFα受体Fc融合蛋白	生物药7类	类风湿性关节炎； 强制性脊柱炎	I期
重组CD20人源化单克隆抗体注射液	生物药2类	非霍奇金淋巴瘤	I期
雷腾舒	化药1.1	类风湿性关节炎	II期申报
丹酚酸A	中药1类	冠心病心绞痛	批准临床

来源：中泰证券研究所

## 积极拓展医疗服务，拥抱大健康

### 战略性步入血透服务领域

- **血透市场空间广阔，快速增长：**国内目前终末期肾病患者450万，约200万人需要做透析；而目前登记在册的患者约50万(包括腹膜透析)，大部分病患没有得到有效的治疗。透析的两种主要方式，全球范围内血液透析较腹膜透析更为主流，长期接受血透治疗的患者透析质量更好。在国内，血透平均每名患者1年的治疗费用为6-7万，我们预计未来在国内拥有超过千亿的市场空间。随着国内医保支付水平的提高，目前血透的市场规模正以平均每年20%以上速度快速增长，血液透析也成为医疗服

务中成长性最好的细分领域之一。

- **2016年2月，上海医药与上海依升医疗投资管理有限公司合资成立上海药依升医疗投资管理有限公司，将以“上药依升”为投资平台，从事肾脏病血透服务投资并购及经营管理。**上药依升将2016年定位为市场导入年，通过与医院合作模式建立血透中心，搭建体系平台，整合资源、有序推进，未来进一步利用上海医药在资金和经营管理上的资源，发挥渠道分销、产品生产研发等优势，这将为打通血透服务、血透设备耗材、血透药品市场等垂直细分领域的价值链创造条件。

### 推动中药全产业链布局，发展中医医疗服务

- **国家高度重视中医药产业发展：**2016年8月，《中医药发展“十三五”规划》（以下简称“《规划》”）正式出台。这份《规划》首次将中医药行业提升至“国民经济重要支柱性行业”的地位。《规划》提出，在“十二五”期间中药规模以上企业主营业务收入从3172亿元增长到7867亿元，年均增长19.92%。今年2月，国务院印发的《中医药发展战略规划纲要》提出，要改革中医医疗执业人员的资格准入、执业范围和执业管理制度，支持有资质的中医专业技术人员特别是名老中医开办中医门诊部、诊所，**鼓励药品经营企业举办中医坐堂医诊所。**
- **打通中医药产业链，开启“名医+好药”的中医医疗服务：**公司大力推进中药道地药材种植和基地建设，现已完成红豆杉、西红花、石斛、人参等10品种的布局；2016年公司以现金出资3.06亿元与日本津村成立合资企业，充分借鉴津村现代化的制药技术，开展中药配方颗粒的生产，还与中国中医科学院中药研究所合作开展汤剂标准的制定。公司首家中医馆——上海雷氏中医门诊部正式对外营业，首次尝试涉足中药医疗服务领域，拟通过中医名家与企业优质品牌中药、饮片，即“名医+好药”的结合，打造治疗与养生并举的健康服务新模式。

**图表 40：公司打造的雷氏中医门诊部示意图**



来源：中泰证券研究所

### 收购 VITACO，进军保健品行业

- **收购海外 VITACO 公司，进军保健品行业：**2016年12月公司下属全资子公司 SIIC 以现金 9.38 亿人民币完成收购 Vitaco60% 股权。Vitaco 是新西兰的最大的营养保健品公司，拥有超 1000 种保健品和营养品产品，部分品牌拥有超百年历史，以澳大利亚与新西兰为主要市场。Vitaco2016 财年（2015.7.1-2016.6.31）实现收入 2.13 亿澳元，净利润 1310 澳元，

公司收购 Vitaco 的估值为目标公司 EV/EBITDA 的 14.7 倍。

- **中国地区业务战略协同：**Vitaco 中国业务包含通过电商渠道直销的品牌 Healtheries（中文名称“贺寿利”）和 Musashi（中文名称“武藏”）的产品，以及在澳大利亚和新西兰通过当地的中国经销商进行“间接销售”。2016 上半财年，Vitaco 中国地区的直接和间接销售收入近 1,152 万澳元。我们预计未来 Vitaco 的优质保健品和营养品可充分借助上海医药的成熟线上线下渠道进行推广，产生良好的协同效应。

## 盈利预测与估值

### 盈利预测

- 我们预计 2017-2019 年公司收入分别为 1389 亿元、1588 亿元、1806 亿元，同比分别增长 15.0%、14.3%、13.7%；归属于母公司净利润分别为 36.6 亿元、41.9 亿元、48.3 亿元，同比分别增长 14.8%、14.6%、15.1%；对应 EPS 分别为 1.36 元、1.56 元、1.80 元。
- **核心假设：**其中分销业务和零售业务的毛利率保持基本稳定，受行业影响逐年微降，工业板块受营销改革和结构调整毛利率稳步提升。公司主营业务的营业收入、营业成本、毛利率预测如下：

**图表 41：上海医药分业务预测收入和毛利情况**

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
<b>分销</b>						
收入（亿）	820.0	937.2	1,086.2	1,254.6	1,442.7	1,644.7
yoy	20.57%	14.29%	15.90%	15.50%	15.00%	14.00%
毛利（亿）	50.7	57.5	65.8	75.7	87.1	99.5
毛利率（%）	6.18%	6.14%	6.06%	6.03%	6.04%	6.05%
<b>零售</b>						
收入（亿）	33.76	47.95	51.5	56.7	62.4	68.6
yoy	12.83%	42.03%	7.50%	10%	10%	10%
毛利（亿）	6.5	7.7	8.2	9.4	10.6	12.0
毛利率（%）	19.38%	15.99%	15.84%	16.50%	17.00%	17.50%
<b>工业</b>						
收入（亿）	111.0	118.2	124.2	131.0	138.2	149.3
yoy	3.68%	6.49%	5.04%	5.50%	6%	8%
毛利（亿）	54.7	60.1	65.7	69.7	74.6	82.1
毛利率（%）	49.25%	50.78%	52.88%	53.2%	54.0%	55.0%
<b>其他</b>						
收入（亿）	3.9	5.1	5.2	5.6	5.8	6.0
yoy	1.58%	30.83%	5%	5%	5%	5%
毛利（亿）	2.1	2.9	3.1	3.2	3.4	3.5
毛利率（%）	53.89%	58.02%	58.00%	58.00%	58.00%	58.00%
<b>内部抵销</b>						
收入（亿）	-44.7	-53.2	-59.5	-58.7	-61.6	-63.0
毛利（亿）	0.1	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2	-0.2
<b>总计</b>						
收入（亿）	924.0	1,055.2	1,207.6	1,389.2	1,587.6	1,805.6
yoy	18.12%	14.20%	14.45%	15.04%	14.28%	13.74%
毛利（亿）	114.1	128.0	142.6	157.7	175.6	196.9
毛利率	12.34%	12.13%	11.81%	11.36%	11.06%	10.90%

来源：中泰证券研究所

## 投资建议

- 当前股价对应 2017-2019 年 PE 分别为 17.3 倍、15.1 倍、13.1 倍。我们认为上海医药是 A 股上市的医药工商企业,各板块业务位列行业前茅,公司经营持续改善,未来 3 年将保持超行业增速增长,国企改革预期强烈。参考可比公司,我们给予上海医药 2017 年 21 倍 PE,对应股价 28.6 元,首次覆盖,给予“买入”评级。

图表 42: 可比公司估值 (Wind 一致预期, 2017 年 4 月 17 日)

证券代码	公司名称	营收 (2016)	近3年营收 CARG(%)	净利润 (2016)	近3年净利润 CARG(%)	一致预期净利润YOY			对应估值			总市值
						2017	2018	2019	2017	2018	2019	
1099.HK	国药控股	2,583.9	13.6	46.5	27.1	51.8	60.3	66.2	17.0	14.6	13.3	990.6
000963.SZ	华东医药	253.8	14.9	14.5	36.0	18.0	22.4	27.7	24.6	19.8	15.9	442.2
600056.SH	中国医药	205.7	20.2	9.5	25.1	11.9	14.7	17.1	21.0	17.1	14.7	250.3
	均值								20.9	17.2	14.6	
601607.SH	上海医药	1207.6	15.6	32.0	12.5				17.3	15.1	13.1	587.6

来源: 中泰证券研究所

图表 43: 上海医药盈利预测模型

损益表 (人民币亿元)							资产负债表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业总收入	924	1,055	1,208	1,389	1,588	1,806	货币资金	116	120	120	151	171	216
增长率	18.12%	14.2%	14.5%	15.0%	14.3%	13.7%	应收账款	222	264	298	325	368	408
营业成本	-810	-927	-1,065	-1,231	-1,412	-1,609	存货	131	151	164	185	210	240
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.6%	88.9%	89.1%	其他流动资产	17	20	21	25	26	29
毛利	114	128	142	158	176	197	流动资产	486	555	603	686	776	894
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	11.4%	11.1%	10.9%	%总资产	75.6%	74.7%	72.8%	74.9%	76.7%	79.1%
营业税金及附加	-2	-3	-3	-3	-4	-4	长期投资	35	46	53	53	53	53
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	固定资产	50	61	70	71	72	68
营业费用	-48	-53	-61	-67	-75	-83	%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	7.1%	6.0%
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	4.9%	4.7%	4.6%	无形资产	65	70	88	92	97	102
管理费用	-30	-32	-36	-39	-42	-48	非流动资产	157	188	225	230	235	236
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.8%	2.7%	2.7%	%总资产	24.4%	25.3%	27.2%	25.1%	23.3%	20.9%
息税前利润 (EBIT)	34	40	43	48	55	62	资产总计	643	743	827	916	1,011	1,131
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%	短期借款	80	107	96	101	106	111
财务费用	-4	-6	-6	-3	-4	-4	应付款项	229	275	300	338	384	439
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.2%	0.2%	0.2%	其他流动负债	12	13	14	26	18	20
资产减值损失	-3	-4	-4	-4	-4	-4	流动负债	320	394	411	465	509	571
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	1	1	8	8	8	8
投资收益	6	6	10	9	10	11	其他长期负债	11	10	40	40	40	40
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	15.7%	15.8%	15.7%	负债	332	405	459	513	557	619
营业利润	33	37	42	50	57	65	普通股股东权益	278	299	316	343	385	433
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.6%	3.6%	3.6%	少数股东权益	33	39	52	60	69	78
营业外收支	5	5	4	5	4	5	负债股东权益合计	643	743	827	916	1,011	1,131
税前利润	38	42	46	54	61	70							
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.9%	3.9%	3.9%							
所得税	-8	-8	-8	-9	-11	-12							
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%							
净利润	29.9	33.6	38.3	44.6	50.7	57.4							
少数股东损益	4	5	6	8	9	9							
归属于母公司的净利润	25.9	28.8	32.0	36.6	41.9	48.3							
净利润率	2.8%	2.7%	2.6%	2.6%	2.6%	2.7%							

现金流量表 (人民币亿元)						
	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	30	34	38	45	51	57
少数股东损益	0	0	0	8	9	9
非现金支出	9	11	13	12	13	13
非经营收益	-3	-4	-7	-8	-9	-10
营运资金变动	-23	-27	-25	-13	-23	-18
经营活动现金净流	13	13	19	43	40	51
资本开支	11	13	18	8	10	5
投资	-11	-7	-17	0	0	0
其他	4	1	6	9	10	11
投资活动现金净流	-18	-19	-29	0	0	5
股权募资	0	3	9	0	0	0
债权募资	13	22	17	5	5	5
其他	-22	-18	-20	-20	-15	-18
筹资活动现金净流	-9	6	6	-15	-10	-13
现金净流量	-15	1	-3	28	31	44

来源: 中泰证券研究所

## 风险提示

### 行业政策风险

- 医药商业方面的招标等负面政策影响，行业利润率下降。
- 医药分销和医药零售市场竞争加剧。

### 国企改革的力度和节奏不及预期

**投资评级说明：**

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注：评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价（或行业指数）相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准；新三板市场以三板成指（针对协议转让标的）或三板做市指数（针对做市转让标的）为基准；香港市场以摩根士丹利中国指数为基准，美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准（另有说明的除外）。

**重要声明：**

中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可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。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司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。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。