

证券研究报告—动态报告

医药保健

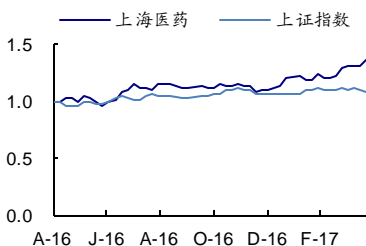
医疗器械与服务

上海医药(601607)
买入

2017年一季报点评

(维持评级)

2017年04月28日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通(百万股)	2,689/1,923
总市值/流通(百万元)	63,458/45,381
上证综指/深圳成指	3,141/10,205
12个月最高/最低(元)	24.50/16.60

相关研究报告:

《上海医药-601607-政策推动分销发展,工业保存量寻发展》——2017-03-24

《上海医药-601607-重大事件快评:行业整合提速,建议买入低估值避险商业龙头》——2016-07-28

《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

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编号: S0980515060001

联系人: 谢长雁

电话: 0755-82133263

E-MAIL: xiecy@guosen.com.cn

独立性声明:

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。

财报点评

工业增速大幅提升,商业并购持续推进

● 业绩保持高速增长,工业板块表现亮眼

2017年一季度公司营收331.3亿元(+13.2%),归母净利10.0亿元(+12.4%),扣非后净利9.4亿元(+20.8%),业绩继续保持较快增长趋势。分板块来看:医药工业收入37.9亿元(+19.9%)、医药分销业务294.9亿元(+12.9%)、医药零售业务12.8亿元(+4.3%)。医药工业板块增速明显,其中内生业务35亿,贡献11%增速;外延业务澳洲Vitaco 2.9亿,贡献9%的增速。

● 医药工业板块高速增长,一致性评价稳步推进

医药工业内生业务35亿,其中60个重点品种实现销售收入18.9亿(+15.1%),占工业销售收入的49.9%,重点品种毛利率69.8%(+1.8%)。扣除两项费用后的营业利润率为14.1%(+1.3%),工艺流程改进、运营效率提升和原料集中采购是营业利润率提升的主要原因。公司一致性评价推进顺利,资金+研发能力+临床资源兼备,政府支持下与上海10家三甲医院临床研究合作使得公司在一致性评价中占据很大优势,未来有望进一步提高市场集中度。

● 商业板块增速稳健,外延并购填补市场空白

公司继续推进商业板块布局,重点布局空白省份和已布局省份的渠道下沉。一季度公司通过对徐州医药和徐州淮海药业的并购有效弥补江苏空白区域;通过受让广东中山医药31.6%的股权增强了公司在广东地区的竞争力。两票制推行利于大型医药批发企业提高市占率,但具体影响估计在2018年以后。

● 零售板块继续推进合办药房、DTP药房等医药电商业务

医药零售板块一季度营业利润率较上年同期下降1.1%,原因是部分肿瘤药纳入医保转向医保药房销售,对部分合办药房和DTP药房有一定影响。但考虑到合办、DTP药房是未来零售发展趋势,公司将持续推进合办、DTP药房。

● 风险提示

一致性评价推行不及预期、两票制推行不及预期等。

● 投资建议

公司业绩指引2020年前收入达2000亿,5年复合增长率超过12%。我们维持之前的盈利预测,17-19年EPS为1.37/1.57/1.80元,考虑到公司是工商业一体化龙头企业,给予17年20X溢价估值,合理估值28元,维持买入评级。

盈利预测和财务指标

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	105,517	120,765	143,029	168,344	196,820
(+/-%)	14.2%	14.5%	18.4%	17.7%	16.9%
净利润(百万元)	2,877	3,196	3,682	4,230	4,835
(+/-%)	11.0%	11.1%	15.2%	14.9%	14.3%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.19	1.37	1.57	1.80
EBIT Margin	4.5%	4.3%	3.7%	3.6%	3.6%
净资产收益率(ROE)	9.6%	10.1%	11.0%	12.0%	12.9%
市盈率(PE)	22.1	19.9	16.8	14.6	12.8
EV/EBITDA	22.0	20.9	19.0	17.8	16.7
市净率(PB)	2.1	2.0	1.86	1.75	1.65

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2016	2017E	2018E	2019E		2016	2017E	2018E	2019E
现金及现金等价物	11967	11967	11967	11967	营业收入	120765	143029	168344	196820
应收款项	29828	35161	41675	48574	营业成本	106531	126790	150160	176475
存货净额	16416	20232	23864	27822	营业税金及附加	337	357	421	492
其他流动资产	2052	2646	3104	3538	销售费用	6067	6977	7443	7944
流动资产合计	60267	70010	80614	91905	管理费用	3568	3568	4180	4868
固定资产	6561	5985	5444	4879	财务费用	587	19	37	58
无形资产及其他	2751	2642	2533	2424	投资收益	979	3	3	3
投资性房地产	8937	8937	8937	8937	资产减值及公允价值变动	(446)	15	15	0
长期股权投资	4227	4227	4227	4227	其他收入	0	0	0	0
资产总计	82743	91801	101755	112372	营业利润	4207	5336	6122	6986
短期借款及交易性金融负债	9647	10040	10458	10953	营业外净收支	432	0	0	0
应付款项	25985	32130	38113	44221	利润总额	4639	5336	6122	6986
其他流动负债	5482	5979	7197	8542	所得税费用	809	925	1056	1198
流动负债合计	41113	48149	55769	63716	少数股东损益	633	728	836	954
长期借款及应付债券	2836	2836	2836	2836	归属于母公司净利润	3196	3682	4230	4835
其他长期负债	1959	1959	1959	1959					
长期负债合计	4795	4795	4795	4795	现金流量表 (百万元)				
负债合计	45908	52944	60564	68511	净利润	3196	3682	4230	4835
少数股东权益	5212	5525	5895	6320	资产减值准备	96	9	(13)	(29)
股东权益	31623	33332	35296	37540	折旧摊销	746	703	741	766
负债和股东权益总计	82743	91801	101755	112372	公允价值变动损失	446	(15)	(15)	0
					财务费用	587	19	37	58
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2485)	(3091)	(3416)	(3867)
每股收益	1.19	1.37	1.57	1.80	其它	198	304	383	454
每股红利	0.64	0.73	0.84	0.96	经营活动现金流	2198	1592	1911	2159
每股净资产	11.76	12.40	13.13	13.96	资本开支	(1058)	(13)	(63)	(63)
ROIC	9%	10%	11%	11%	其它投资现金流	(3)	0	0	0
ROE	10%	11%	12%	13%	投资活动现金流	(1651)	(13)	(63)	(63)
毛利率	12%	11%	11%	10%	权益性融资	906	0	0	0
EBIT Margin	4%	4%	4%	4%	负债净变化	744	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(1712)	(1972)	(2266)	(2590)
收入增长	14%	18%	18%	17%	其它融资现金流	412	393	419	495
净利润增长率	11%	15%	15%	14%	融资活动现金流	(619)	(1579)	(1848)	(2096)
资产负债率	62%	64%	65%	67%	现金净变动	(72)	0	0	0
息率	2.8%	3.2%	3.7%	4.2%	货币资金的期初余额	12039	11967	11967	11967
P/E	19.3	16.8	14.6	12.8	货币资金的期末余额	11967	11967	11967	11967
P/B	2.0	1.9	1.8	1.6	企业自由现金流	721	2010	2344	2669
EV/EBITDA	21.5	19.0	17.8	16.7	权益自由现金流	1878	2388	2732	3116

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

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

本公司具备中国证监会核准的证券投资咨询业务资格。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。

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)	海外销售交易部
李文英 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 0755-82134282 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
王玮 13726685252	吴国 15800476582	赵晓曦 0755-82134356 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	梁佳 0755-25472670 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
许婧 18600319171	梁轶聪 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	颜小燕 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	程可欣 886-0975503529(台湾) chengkx@guosen.com.cn
边祎维 13726685252	倪婧 18616741177	黄明燕 18507558226	夏雪 18682071096
王艺汀 13726685252	林若 13726685252	刘紫微 13828854899	吴翰文 13726685252
陈雪庆 18150530525	张南威 13726685252	简洁 13726685252	
杨云崧 18150530525	周鑫 13726685252	欧子炜 18150530525	
赵海英 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	张欣慰 13726685252		