

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)

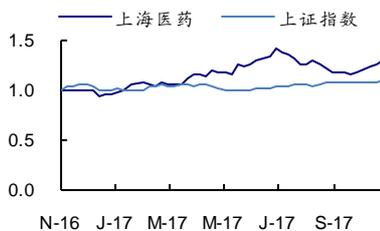
买入

2017年三季度点评

(维持评级)

2017年10月31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)	71,122/50,862
上证综指/深圳成指	3,390/11,313
12个月最高/最低(元)	28.86/18.65

相关研究报告:

- 《上海医药-601607-2017年中报点评:外延支持工业高速增长,商业增长略低于预期》——2017-08-29
- 《上海医药-601607-2017年一季报点评:工业增速大幅提升,商业并购持续推进》——2017-04-28
- 《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

证券分析师:江维娜

电话:021-60933157
E-MAIL:jiangw@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编号:S0980515060001

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。

财报点评

两票制短期影响业绩增速,长期有望受益

● 工业板块增速明显,商业受两票制影响增速趋缓,但利润影响有限

17年前三季度公司营收990.3亿元(+9.4%),归母净利润26.9亿元(+9.4%)。分板块来看:医药工业收入111.5亿元(+18.7%),主要来自重点产品销售表现良好驱动,医药商业营收878.8亿元(+8.3%)。剔除联、合营企业利润贡献下降因素的影响,公司归母净利润同比上涨14.3%,其中工业板块贡献利润同比增长15.5%,商业板块贡献利润同比增长11.4%。联、合营企业利润贡献由于受到新品上市投入及产品降价等影响,同比下降10.7%。

● 盈利能力稳步提升,公司经营稳健

公司前三季度毛利率较上年同期提高0.53pp,其中医药工业提升1.16pp,医药分销提升0.09pp。销售费用率较上年同期提高0.2pp,管理费用率较上年同期提高0.05pp,基本保持一致,经营稳健。

● 重点品种是工业内生增长主要动力,一致性评价推进顺利

公司前三季度医药工业营收111.5亿元,其中60个重点品种实现销售收入58.6亿元(+12.2%),占工业销售收入的56.3%,重点品种毛利率70.6%(+1.6pp)。公司一致性评价推进顺利,目前立项99个品种,15个品种进入临床阶段,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。

● 两票制各省持续落地,长期将受益于行业整合

短期公司受两票制影响,商业收入增速放缓,但由于影响较大的调拨业务属于毛利率较低业务,对公司利润影响不大。未来调拨业务转为毛利率更高的纯销业务,商业部分整体毛利率有望提升。长期来看,两票制将促进行业整合,提高流通销率,公司作为商业龙头将受益。

● 投资建议:工商业一体化龙头企业,维持“买入”评级

公司业绩指引2020年前收入达2000亿,5年复合增长率超过12%。考虑到调拨受两票制影响,我们下调盈利预测,预计17-19年净利润35.4/39.7/44.6亿元,同比增速10.7%/12.3%/12.4%(原预测为13.9%/13.1%/12.7%),PE20/18/16X,考虑到公司是工商业一体化龙头企业,长期将受益于两票制带来的行业整合,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	133,657	149,346	169,231
(+/-%)	14.2%	14.5%	10.7%	11.7%	13.3%
净利润(百万元)	2,877	3,196	3537	3973	4466
(+/-%)	11.0%	11.1%	10.7%	12.3%	12.4%
摊薄每股收益(元)	1.07	1.19	1.32	1.48	1.66
EBIT Margin	4.5%	4.3%	3.8%	3.8%	3.8%
净资产收益率(ROE)	9.6%	10.1%	10.6%	11.3%	12.0%
市盈率(PE)	24.7	22.3	20.1	17.9	15.9
EV/EBITDA	23.6	22.4	20.7	19.2	18.0
市净率(PB)	2.4	2.2	2.14	2.03	1.91

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	133657	149346	169231
应收款项	29828	32857	36972	41765	营业成本	106531	117260	131195	149148
存货净额	16416	18705	20838	23499	营业税金及附加	337	334	373	423
其他流动资产	2052	2473	2753	3042	销售费用	6067	7509	8240	8931
流动资产合计	60267	66005	72535	80277	管理费用	3568	3451	3844	4341
固定资产	6561	5985	5444	4879	财务费用	587	(6)	(37)	(62)
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	87796	93675	100744	营业利润	4207	5126	5749	6453
短期借款及交易性金融负债	9647	8939	8260	7839	营业外净收支	432	0	0	0
应付款项	25985	29704	33281	37350	利润总额	4639	5126	5749	6453
其他流动负债	5482	5581	6370	7325	所得税费用	809	889	992	1106
流动负债合计	41113	44224	47911	52513	少数股东损益	633	700	785	881
长期借款及应付债券	2836	2836	2836	2836	归属于母公司净利润	3196	3537	3973	4466
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	49019	52706	57308	净利润	3196	3537	3973	4466
少数股东权益	5212	5513	5860	6253	资产减值准备	96	9	(13)	(29)
股东权益	31623	33265	35109	37183	折旧摊销	746	703	741	766
负债和股东权益总计	82743	87796	93675	100744	公允价值变动损失	446	(15)	(15)	0
					财务费用	587	(6)	(37)	(62)
关键财务与估值指标					营运资本变动	(2485)	(1911)	(2176)	(2748)
每股收益	1.19	1.32	1.48	1.66	其它	198	292	361	421
每股红利	0.64	0.70	0.79	0.89	经营活动现金流	2198	2616	2871	2877
每股净资产	11.76	12.37	13.06	13.83	资本开支	(1058)	(13)	(63)	(63)
ROIC	9%	9%	10%	11%	其它投资现金流	(3)	0	0	0
ROE	10%	11%	11%	12%	投资活动现金流	(1651)	(13)	(63)	(63)
毛利率	12%	12%	12%	12%	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)	(1895)	(2128)	(2392)
收入增长	14%	11%	12%	13%	其它融资现金流	412	(708)	(679)	(421)
净利润增长率	11%	11%	12%	12%	融资活动现金流	(619)	(2603)	(2808)	(2814)
资产负债率	62%	62%	63%	63%	现金净变动	(72)	0	0	0
息率	2.4%	2.7%	3.0%	3.4%	货币资金的期初余额	12039	11967	11967	11967
P/E	22.3	20.1	17.9	15.9	货币资金的期末余额	11967	11967	11967	11967
P/B	2.2	2.1	2.0	1.9	企业自由现金流	721	2997	3214	3248
EV/EBITDA	23.4	20.7	19.2	18.0	权益自由现金流	1878	2294	2566	2878

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 13910793700 liwying@guosen.com.cn	汤静文 18602117915 tangjwen@guosen.com.cn	邵燕芳 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	赵冰童 13693633573 zhaobt@guosen.com.cn
许婧 18600319171 xujing1@guosen.com.cn	张欣慰 18701930016 zhangxinw@guosen.com.cn	颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	梁佳 13602596740 liangjia@guosen.com.cn
王玮 15901057831 wangwei3@guosen.com.cn	梁轶聪 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	刘紫微 13828854899 liuziw@guosen.com.cn	吴翰文 13681572396 wuhw@guosen.com.cn
王艺汀 18311410580 wangyt@guosen.com.cn	吴国 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦 15999667170 zhaoxi@guosen.com.cn	陈俊儒 13760329487 chenjunru@guosen.com.cn
陈雪庆 18911132721 chenxueq@guosen.com.cn	金锐 13764958911 jinrui@guosen.com.cn	简洁 15823925035 jianjie1@guosen.com.cn	邓怡秋 15986625526 dengyiq@guosen.com.cn
杨云崧 18610043360 yangys@guosen.com.cn	倪婧 18616741177 nijing@guosen.com.cn	牛恒 17888837219 niuheng@guosen.com.cn	
赵海英 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	林若 15618987024 linruo@guosen.com.cn	王灿 13247504850 wangcan@guosen.com.cn	
詹云 15281619128 zhanyun@guosen.com.cn	张南威 13918188254 zhangnw@guosen.com.cn	欧子炜 18682182659 ouzww@guosen.com.cn	
边祎维 13521850202 bianyw@guosen.com.cn	周鑫 18621315175 zhouxin@guosen.com.cn		
	丛明浩 13162040999 congminghao@guosen.com.cn		
	李杨 17301786715 liyong10@guosen.com.cn		