

上海医药 (601607.SH)

医药流通行业

评级：增持 维持评级

公司点评

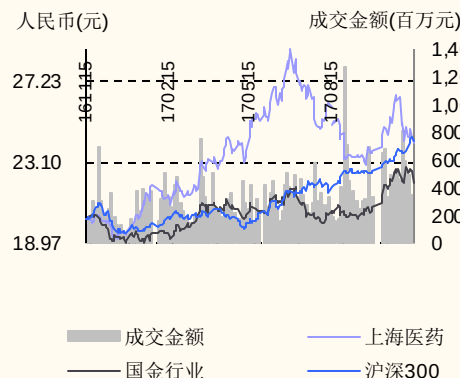
市场价格 (人民币): 24.09 元

收购康德乐中国，战略意义远大于短期利润

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,922.94
流通港股(百万股)	765.89
总市值(百万元)	64,775.85
年内股价最高最低(元)	28.88/19.08
沪深 300 指数	4099.35
上证指数	3429.55



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产(元)	11.13	11.76	12.72	13.81	15.06
每股经营性现金流(元)	0.49	0.70	1.30	1.44	1.35
市盈率(倍)	18.61	16.45	19.49	17.16	15.12
行业优化市盈率(倍)	17.92	17.92	17.92	17.92	17.92
净利润增长率(%)	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
净资产收益率(%)	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总股本(百万股)	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,688.91

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 公司公告收购康德乐中国 100%股权，预计的最终收购价格 5.57 亿美金，约为目标公司截至 2017 年 6 月 30 日财年净资产的 2.1 倍，净利润的 28.2 倍；基本收购价格 12 亿美金，企业价值约为息税折旧摊销前净利润 (EBITDA) 的 14.7 倍。
- 买方同意向托管账户支付本次交易履约保证金 1 亿美元，2017 年 11 月 15 日，上实集团向本公司全资子公司上实医科提供借款 1 亿美元（折合约 6.64 亿元人民币），用于境外并购。

相关报告

1. 《三季报点评-主业符合预期，联、合营企业拖累利润增速》，2017.10.31
2. 《上海医药-中报点评-商业基本符合预期，工业改善明显》，2017.8.29
3. 《流通乘势而上，工业因地制宜》，2017.6.13

分析

- 康德乐的加入将加快全国网络的建设，稳居中国第二大医药流通企业。公司原先网络主要集中在华东、北京和广州，15 年开始陆续进入河北、辽宁、黑龙江、云南等新的省份，本次收购能够帮助拓展天津、重庆、贵州等空白区域，加速全国网络的建设。与此同时进一步巩固公司在上海、北京、浙江等核心市场的网络深度。2016 年前三大全国性流通企业分销收入，国药控股 2,439 人民币、华润医药 1,303 亿港币、上海医药 1086 亿人民币，本次收购将使得上海医药第二大医药流通企业位置稳固。
- 康德乐的核心业务进口药品代理与上药协同性高，使得公司成为中国最大的进口药品代理商。康德乐中国是国内最大的进口医药品代理商之一，本次收购将提升公司国际医药供应链服务能力，丰富公司代理的药品和非药产品种类，进口药品的总代理品种数将跃居行业第一，成为中国最大的进口药品代理商和分销商。
- DTP 网络大幅扩大，有望打造专业品牌连锁药局。上海医药在华东、华北地区拥有 40 余家 DTP 药房，康德乐中国在 22 个城市拥有 30 家 DTP 药房，本次收购将形成品牌统一、运营一体、服务卓越的中国第一大 DTP 专业品牌连锁药局，整合后板块收入将超过 60 亿人民币。
- 公司与康德乐总部形成战略合作，拓展特色的第三方医药、器械物流服务。上海医药今年加大在器械领域的物流服务，康德乐中国的加入有望加快医疗器械分销的进度，创新性地向客户提供技术驱动的解决方案和端到端的供应链管理。

孙炜

联系人
weisun@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

盈利预测与投资建议

- 商业板块：康德乐的加入将使得更快从全国网络完善进行到网络深耕的阶段，原有业务的收入受两票制下调拨减少的影响将短期下降，但随着纯销比例的提升，利润有望超过收入。
- 工业板块：借助 Vitaco 并表（短期）、核心品种营销梳理（中期）、普药受益一致性评价和工商协同（长期）收入增速有望回升至 15-20%。17 年前三季度营销改革成效已经开始体现，前三季度净利润增速 15.51%；60 个重点品种前三季度收入 58.64 亿，同比增长 12.16%，增速与中期 12.82%接近，毛利率达到历史新高 70.60%。
- 零售业务：我们认为 DTP 模式能更好地承接处方外流，收购康德乐中国之后这块业务将大幅提升。
- 利润端：16 年因为合营企业投资收益增长 50%，对 17 年全年业绩拖累较大。三季报联合营企业贡献利润同比下降 10.67%，拖累利润增速，剔除这一因素，归母净利润增速同比增长 14.26%。
- 综上，我们预计 2017/2018/2019 年归母净利润为 3,648/4,143/4,705 百万人民币，对应增速 14.14%/13.57%/13.55%。
- 我们认为上药不论在流通还是工业都已跨入第一梯队，在当前医改政策频出的背景下有望保持稳健增长，给予“增持”评级。

风险提示

分销业务拓展不畅、核心品种营销改善低预期、财务成本上升、非经常性收益波动较大。

附录：三张报表预测摘要
损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	92,399	105,517	120,765	136,766	155,249	176,194
增长率		14.2%	14.5%	13.2%	13.5%	13.5%
主营业务成本	-80,994	-92,715	-106,531	-120,623	-136,900	-155,557
%销售收入	87.7%	87.9%	88.2%	88.2%	88.2%	88.3%
毛利	11,405	12,801	14,234	16,143	18,349	20,637
%销售收入	12.3%	12.1%	11.8%	11.8%	11.8%	11.7%
营业税金及附加	-229	-264	-337	-356	-388	-440
%销售收入	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-4,826	-5,348	-6,067	-6,948	-7,911	-8,933
%销售收入	5.2%	5.1%	5.0%	5.1%	5.1%	5.1%
管理费用	-2,955	-3,234	-3,568	-4,021	-4,549	-5,171
%销售收入	3.2%	3.1%	3.0%	2.9%	2.9%	2.9%
息税前利润 (EBIT)	3,394	3,955	4,261	4,819	5,501	6,092
%销售收入	3.7%	3.7%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-436	-565	-587	-674	-700	-742
%销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.4%
资产减值损失	-284	-351	-446	-278	-339	-239
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	595	647	979	720	780	830
%税前利润	15.7%	15.5%	21.1%	14.3%	13.6%	12.9%
营业利润	3,270	3,687	4,207	4,587	5,242	5,941
营业利润率	3.5%	3.5%	3.5%	3.4%	3.4%	3.4%
营业外收支	530	485	432	460	480	500
税前利润	3,800	4,172	4,639	5,047	5,722	6,441
利润率	4.1%	4.0%	3.8%	3.7%	3.7%	3.7%
所得税	-808	-807	-809	-898	-1,019	-1,147
所得税率	21.3%	19.4%	17.4%	17.8%	17.8%	17.8%
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
少数股东损益	401	487	633	500	560	590
归属于母公司的净利润	2,591	2,877	3,196	3,648	4,143	4,705
净利率	2.8%	2.7%	2.6%	2.7%	2.7%	2.7%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,992	3,364	3,830	4,148	4,703	5,295
少数股东损益	400.89	487.38	633.32	500	560	590
非现金支出	869	1,022	1,191	959	1,063	989
非经营收益	-275	-389	-651	-891	-434	-437
营运资金变动	-2,198	-2,673	-2,498	-726	-1,471	-2,208
经营活动现金净流	1,388	1,324	1,872	3,491	3,861	3,638
资本开支	-1,139	-1,332	-1,808	-1,012	-28	47
投资	-1,078	-669	-1,730	-1,050	-840	-630
其他	373	92	649	720	780	830
投资活动现金净流	-1,845	-1,909	-2,890	-1,342	-88	247
股权募资	17	301	906	0	0	0
债权募资	1,258	2,163	1,691	1,806	762	1,852
其他	-2,221	-1,817	-1,952	-1,922	-2,036	-2,237
筹资活动现金净流	-946	647	645	-116	-1,274	-385
现金净流量	-1,402	62	-373	2,033	2,500	3,500

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
107,856						
货币资金	11,608	12,039	11,967	14,000	16,500	20,000
应收款项	22,235	26,363	29,828	31,804	34,779	38,777
存货	13,088	15,091	16,416	17,082	18,899	21,032
其他流动资产	1,727	2,092	2,056	2,355	2,550	2,774
流动资产	48,658	55,585	60,267	65,240	72,728	82,583
%总资产	75.6%	74.8%	72.8%	72.8%	74.5%	76.6%
长期投资	3,481	4,582	5,251	6,301	7,141	7,771
固定资产	4,994	6,091	6,966	6,875	6,689	6,475
%总资产	7.8%	8.2%	8.4%	7.7%	6.8%	6.0%
无形资产	6,539	7,027	8,850	9,731	9,701	9,618
非流动资产	15,682	18,759	22,476	24,317	24,940	25,273
%总资产	24.4%	25.2%	27.2%	27.2%	25.5%	23.4%
资产总计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856
短期借款	7,953	10,679	9,647	10,162	10,924	12,776
应付款项	22,894	27,488	30,027	32,358	36,040	40,170
其他流动负债	1,156	1,260	1,440	1,408	1,567	1,804
流动负债	32,003	39,427	41,113	43,927	48,531	54,750
长期贷款	105	93	838	838	838	838
其他长期负债	1,133	1,016	3,957	4,884	4,900	4,917
负债	33,241	40,536	45,908	49,649	54,268	60,505
普通股股东权益	27,822	29,930	31,623	34,195	37,129	40,489
少数股东权益	3,277	3,878	5,212	5,712	6,272	6,862
负债股东权益合计	64,341	74,344	82,743	89,556	97,668	107,856

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.964	1.070	1.189	1.357	1.541	1.750
每股净资产	10.347	11.131	11.760	12.717	13.808	15.058
每股经营现金净流	0.516	0.492	0.696	1.298	1.436	1.353
每股股利	0.060	0.060	0.060	0.400	0.450	0.500
回报率						
净资产收益率	9.31%	9.61%	10.11%	10.67%	11.16%	11.62%
总资产收益率	4.03%	3.87%	3.86%	4.07%	4.24%	4.36%
投入资本收益率	6.76%	7.09%	7.06%	7.21%	7.64%	7.71%
增长率						
主营业务收入增长率	18.12%	14.20%	14.45%	13.25%	13.51%	13.49%
EBIT增长率	16.98%	16.52%	7.74%	13.08%	14.15%	10.75%
净利润增长率	15.52%	11.03%	11.10%	14.14%	13.57%	13.55%
总资产增长率	14.26%	15.55%	11.30%	8.23%	9.06%	10.43%
资产管理能力						
应收账款周转天数	69.4	76.4	77.8	78.0	76.0	75.0
存货周转天数	54.3	55.5	54.0	52.0	51.0	50.0
应付账款周转天数	70.5	74.5	73.6	73.0	72.5	72.0
固定资产周转天数	17.2	18.5	17.1	15.5	13.7	11.9
偿债能力						
净负债/股东权益	-11.42%	-3.75%	1.39%	2.49%	-1.72%	-5.05%
EBIT利息保障倍数	7.8	7.0	7.3	7.2	7.9	8.2
资产负债率	51.66%	54.52%	55.48%	55.44%	55.56%	56.10%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	2	9	10	18	18
增持	0	2	2	9	10
中性	0	2	2	4	5
减持	0	0	0	0	0
评分	1.00	1.46	1.43	1.55	1.61

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2017-06-13	增持	26.94	24.40~29.80
2	2017-08-29	增持	24.63	N/A
3	2017-10-31	增持	26.45	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 = 买入； 1.01~2.0 = 增持； 2.01~3.0 = 中性
 3.01~4.0 = 减持


长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
 增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
 中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
 减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7GH