



2017 年 11 月 16 日

增持(首次评级)

当前价: 24.7 元

医药行业研究组

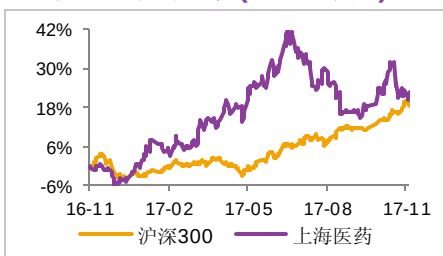
分析师: 王风华

执业编号: S0300516060001
邮箱: wangfenghua@lxsec.com

研究助理: 李志新

电话: 010-64408516
邮箱: lizhixin@lxsec.com

股价相对市场表现(近 12 个月)



资料来源: 聚源

盈利预测

亿元	2016A	2017E	2018E	2019E
主营收入	1207.6	1331.2	1751.9	1966.4
(+/-)		10.2%	31.6%	12.2%
归母净利润	31.9	35.9	41.0	48.1
(+/-)		12.4%	14.4%	17.2%
EPS(元)	1.19	1.33	1.53	1.79
P/E	21	19	16	14

资料来源: 联讯证券研究院

相关研究

上海医药(601607.SH)

【联讯医药公司点评】上海医药(601607): 并购康德乐中国, 规模排名跻身行业第二

投资要点

✧ 重大事件

上海医药(601607)公告, 其公司下属全资子公司 Century Global 于 2017 年 11 月 15 日与康德乐开曼就收购康德乐马来西亚 100% 股权事宜签署了购股协议, 进而通过康德乐马来西亚间接拥有其于香港及中国境内设立的康德乐中国。本次交易基本收购价格为 12 亿美元, 最终收购价格预计约为 5.57 亿美元。

✧ 并购康德乐中国, 协同战略意义大于短期业绩贡献

康德乐中国是我国第八大医药流通商, 截止 6 月 30 日财年的营收规模为 255 亿元, 净利润 1.3 亿元左右, 上海医药耗资 5.57 亿美元(折约 37 亿元 RMB)并购后, 营收规模超越华润, 跃升为全国第二大医药流通商。康德乐中国营收和利润规模分别为上海医药的 21% 和 4% (2016 年全年), 运营利润率较低(仅 0.5%), 我们认为收购康德乐中国协同战略意义大于短期业绩贡献, 具体体现在以下几点:

网络布局: 强化既有, 填补空白。本次收购强化了公司在上海、北京、浙江等核心市场的网络深度, 覆盖更多终端医疗客户, 同时拓展了天津、重庆、贵州等空白区域, 使公司分销网络扩展到 24 个省份, 加速了到 2020 年覆盖全国 28 个省份的发展步伐。

进口药品代理业务: 行业地位跃居第一。康德乐中国是国内最大的进口医药品代理商之一, 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 药房: 扩大 DTP 领先地位, 巩固第一。康德乐中国在 22 个城市拥有 30 家 DTP 药房, 加上公司原有 40 余家 DTP 药房, 打造中国优质 DTP 专业品牌连锁药房, 巩固公司在 DTP 药房的领先地位。

特色第三方药械物流服务: 康德乐在全国拥有仓储总面积约为 14.6 万平方米, 冷藏存储容量约为 7000 平方米; 为医疗机构提供技术驱动的解决方案和端到端的供应链管理。并购之后, 上海医药增强了药械领域的物流服务。

✧ 两票制全国全面落地在即, 短期调拨业务受影响, 长期受益行业整合

据我们 9 月份统计, 除港澳台外我国其余省、直辖市、自治区已经悉数出台相关两票制执行方案公文, 其中 25 个省市明确限定最后全面执行具体时间表。两票制 2018 年底全国全面落地执行在即。短期来看, 流通行业的商业调拨业务不符合两票制原则, 上海医药分销业务中调拨业务占比约 35% 左右, 未来存在逐渐缩减趋势, 但调拨业务利润率较低, 对整体利润端影响有限。两票制和对配送商的遴选, 促进行业集中度提升, 有利于上海医药等大型流通商挟政策之便行整合之事, 长期受益行业整合。



✧ 盈利预测

考虑康德乐并表影响(我们预计在 2018 年并表),我们预计上海医药 2017-2019 年营收分别为 1331/1752/1966 亿元,增速为 10.2%/31.6%/12.2%,归母净利润分别为 35.9/41.0/48.1 亿元,增速为 12.4% /14.4%/17.2%, EPS 分别为 1.33/1.53/1.79 元,对应当前股价市盈率分别为 19X/16X/14X 倍,给予“增持评级”。

✧ 风险提示

并购资产业绩不及预期;商誉减值风险;流通业务竞争加剧;财务成本上升。



附录：公司财务预测表（单位：亿元）

资产负债表	2016A	2017E	2018E	2019E	现金流量表	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	602.6	690.5	793.7	893.7	经营活动现金流净额	19.5	24.6	8.6	35.6
货币资金	119.7	165.8	127.5	149.3	净利润	38.3	43.0	49.2	57.6
应收账款和票据	288.7	306.2	394.2	442.4	折旧与摊销	8.2	6.1	6.3	6.8
其他应收款	9.5	10.0	10.0	10.0	财务费用	6.5	6.7	8.8	9.8
预付账款	11.5	15.0	16.0	15.3	资产减值损失	4.5	2.0	2.0	2.0
存货	164.2	186.4	245.3	275.3	经营营运资本变动	-24.2	-23.0	-50.3	-30.2
其他流动资产	9.0	7.1	0.8	1.3	其他	-13.7	-10.1	-7.3	-10.4
非流动资产	224.7	235.2	275.4	283.1	投资活动现金流净额	-28.9	-20.0	-54.3	-21.3
长期股权投资	42.3	46.2	83.2	83.2	资本支出	-18.1	-9.0	-9.0	-9.0
固定资产	52.5	57.0	60.0	64.0	长期投资	4.9	5.0	-30.0	5.0
无形资产和商誉	86.0	88.0	89.0	90.3	其他	-15.7	-16.0	-15.3	-17.3
其他非流动资产	43.9	44.0	43.2	45.6	筹资活动现金流净额	6.5	41.5	7.3	7.5
资产总计	827.3	925.7	1069.1	1176.8	短期借款	-7.6	33.7	0.0	0.0
流动负债	411.1	465.2	558.0	605.6	长期借款	7.4	0.8	0.3	0.5
短期借款	96.3	130.0	130.0	130.0	其他	6.7	7.0	7.0	7.0
应付账款和票据	260.0	280.2	371.0	415.6	现金流量净额	-3.0	46.2	-38.4	21.8
其他流动负债	54.8	55.0	57.0	60.0					
非流动负债	48.0	49.2	50.7	53.2	主要财务比率	2016A	2017E	2018E	2019E
长期借款和债券	28.4	29.2	29.5	30.0	成长能力				
其他非流动负债	19.6	20.0	21.2	23.2	营业收入	14.45%	10.23%	31.61%	12.25%
负债合计	459.1	514.4	608.7	658.8	营业利润	14.12%	19.23%	14.94%	17.75%
归属母公司股东权益	316.2	352.0	393.1	441.2	归属母公司净利润	11.10%	12.37%	14.37%	17.16%
少数股东权益	52.1	59.2	67.3	76.8	获利能力				
股东权益合计	368.3	411.2	460.4	518.0	毛利率	11.79%	12.29%	11.75%	11.95%
					净利率	3.17%	3.23%	2.81%	2.93%
利润表	2016A	2017E	2018E	2019E	ROE	10.40%	10.40%	10.40%	10.40%
营业收入	1207.6	1331.2	1751.9	1966.4	ROIC	9.97%	10.47%	11.14%	11.87%
营业成本	1065.3	1167.6	1546.0	1731.5	偿债能力				
营业税金及附加	3.4	4.0	5.3	5.9	资产负债率	55.48%	55.57%	56.94%	55.98%
营业费用	60.7	67.9	88.5	99.3	净负债比率	124.66%	125.09%	132.22%	127.18%
管理费用	35.7	39.9	50.8	57.0	流动比率	1.47	1.48	1.42	1.48
财务费用	5.9	6.7	8.8	9.8	速动比率	1.07	1.08	0.98	1.02
资产减值损失	4.5	2.0	2.0	2.0	营运能力				
公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	总资产周转率	1.54	1.52	1.76	1.75
投资净收益	9.8	7.0	7.0	7.0	应收账款周转率	4.51	4.48	5.00	4.70
营业利润	42.0	50.1	57.6	67.8	存货周转率	6.59	6.66	7.16	6.65
营业外收入	6.4	4.0	4.0	4.0	每股指标(元)				
营业外支出	2.1	2.0	2.0	2.0	每股收益	1.19	1.33	1.53	1.79
利润总额	46.4	52.1	59.6	69.8	每股净资产	11.75	13.09	14.61	16.40
所得税	8.1	9.1	10.4	12.2	每股经营现金	0.72	0.92	0.32	1.32
净利润	38.3	43.0	49.2	57.6	估值比率				
少数股东损益	6.3	7.1	8.1	9.5	P/E	20.8	18.5	16.2	13.8
归属母公司净利润	31.9	35.9	41.0	48.1	P/B	2.1	1.9	1.7	1.5
EBITDA	61.0	64.9	74.6	86.5	EV/EBITDA	11.29	12.70	11.04	9.53
全面摊薄 EPS (元)	1.19	1.33	1.53	1.79					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



分析师简介

王风华：中国人民大学硕士研究生，现任联讯证券研究院执行院长。从业 20 年，在卖方研究行业领域先后任民生证券研究所所长助理、宏源证券中小市值首席分析师、申万宏源研究所中小盘研究部负责人，2012-2014 年连续三年获得新财富最佳中小市值分析师，实地调研数百家上市公司，擅长挖掘中长线成长股。

研究院销售团队

北京	周之音	010-66235704	13901308141	zhouzhiyin@lxsec.com
北京	林接钦	010-66235631	18612979796	linjieqin@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，本报告清晰准确地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，特此声明。

与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。
本公司在知晓范围内履行披露义务。

股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

股票投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于 10%；
增持：相对大盘涨幅在 5%~10%之间；
持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；
减持：相对大盘涨幅小于-5%。

行业投资评级标准

报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数 5%以上；
中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数 5%以下。



免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的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。

联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：www.lxsec.com