上海医药(601607)

5.57 亿美元收购康德乐中国，分销业务如虎添翼

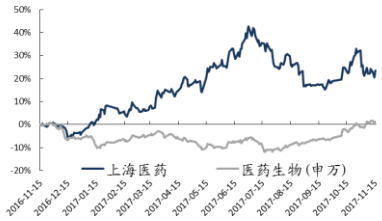
2017 年 11 月 16 日

买入(维持)

盈利预测与估值	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	120,764.7	136,584.8	172,779.8	197,400.9
同比	14.5%	13.1%	26.5%	14.3%
归母净利润(百万元）	3,196.4	3,585.4	4,248.6	4,954.8
同比	11.1%	12.2%	18.5%	16.6%
ROE	10.1%	10.5%	11.4%	12.1%
每股收益（元）	1.19	1.33	1.58	1.84
P/E	20.8	18.5	15.6	13.4
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6

证券分析师 全铭
S0600517010002
quanm@dwzq.com.cn
证券分析师 焦德智
S0600516120001
jiaodzh@dwzq.com.cn
研究助理 许汪洋
021-60199780
xuwy@dwzq.com.cn

股价走势

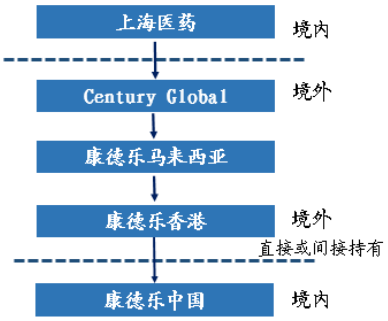


投资要点

一、事件:

公司下属全资子公司 Century Global 预计以现金出资约 5.57 亿美元向康德乐的全资子公司康德乐开曼收购康德乐马来西亚 100%股权，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全部中国业务实体。

图表 1：上海医药控股康德乐中国情况



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

预计最终的收购价格 5.57 亿美金乃根据康德乐马来西亚截至 2017 年 6 月 30 日财务数据以及购股协议设定的“价格调整机制”计算得出，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**，企业价值约为息税折旧摊销前净利润（EBITDA）的 14.7 倍。

二、我们的观点：区域扩张、DTP 业务加强、代理品种数目增多多方面提升公司分销业务能力

1. 规模增长，分销业务协同为公司带来极大提升

康德乐中国业务分成五大板块，分别为：药品分销、医疗器械分销、医院直销、特质药、以及特质药房与商业技术板块。代理医药产品 16000 余种，医疗器械、疫苗和血液等非药产品 24000 种。康德乐中国拥有 14 个直销公司，17 个分销运营中心，其分销商网络覆盖 322 座城市，服务近 11,000 家医疗机构等下游客户，同时拥有 30 家 DTP 药房。康德乐中国的全国仓储总面积约 14.6 万平方米，并拥有约 7,000 平方米的冷藏存储容量。

市场数据

收盘价（元）	24.70
一年最低/最高价	18.65/28.86
市净率（倍）	1.99
流通 A 股市值（亿元）	475

基础数据

每股净资产（元）	12.39
资本负债率（%）	57.69
总股本（百万股）	2,689
流通 A 股（百万股）	1,923

相关研究

1. **业绩符合预期，商业稳健发展，工业板块盈利水平提升-20170829**
2. **上海医药 2017 年一季报点评：工业增长超预期，商业并购在苏北、广东落地 -20170428**
3. **上海医药：医药商业乘政策之风破行业壁垒，国企改革仗上实之势除发展瓶颈 -20170216**

1.1 扩张分销网络区域，布局国际化业务

上海医药分销网络扩展到 24 个省份，本次收购进一步强化上海、北京、浙江等核心市场的网络深度外，又将**天津、重庆、贵州**三省新纳入版图。通过全国的分销网络布局促进分销业务转型。上海医药与康德乐已达成了全方面的深度战略合作安排，康德乐将成为上海医药在美国业务拓展的战略合作伙伴。去年以来，上海医药提出国际化发展路线，9.3 亿元收购 Vitaco 60%的股权，在分享行业未来增长带来的收益的同时，也推进了公司的国际化发展。为支持本公司及附属公司的境外投资并购，上实集团向上实医科提供借款 1 亿美元（折合约 6.64 亿元人民币），此次收购康德乐得到了上海实业集团的支持，在海外收购趋严的大背景下，是对上海医药未来坚持走国际化路线的一个有力宣示。

图表 2：上海医药和康德乐（中国）业务覆盖省份

资料来源：康德乐官网、公司公告、东吴证券研究所整理

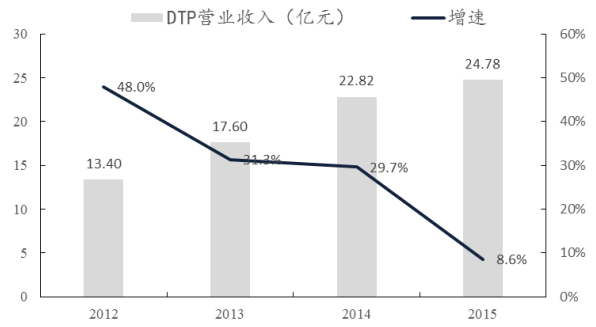
1.2 DTP 药房又注入新血液，继续巩固 DTP 药房龙头地位

上海医药是国内目前唯一拥有连锁化 DTP 药房的企业，40 多家 DTP 药房分布在华东华北等地。康得乐中国旗下拥有 30 家 DTP 药房，双方强强联合以后有望打造一体化的中国第一大 DTP 品牌药房。DTP 药房围绕患者提供保险、金融分期付款、配送等服务。随着医院处方向基层与零售药店分流，DTP 药房的潜力逐渐释放，具有长期良好的发展前景。

截止 2015 年底，公司 DTP 业务覆盖 24 个城市，共计 30 家 DTP 定点药房，全年业务平台实现销售收入 24.78 亿元，平均每家销售规模达 0.83 亿元，成为国内 DTP 行业领头羊。

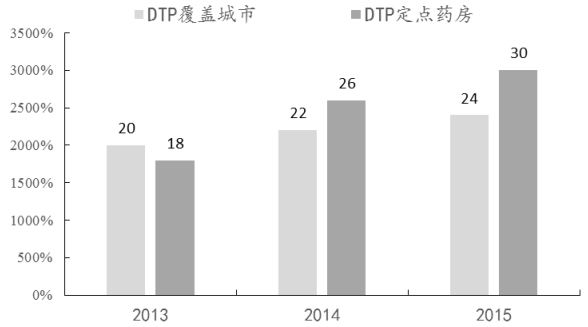
请务必阅读正文之后的免责声明部分

图表 3：上海医药 DTP 营业收入（亿元）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 4：上海医药 DTP 覆盖城市及定点药房数目

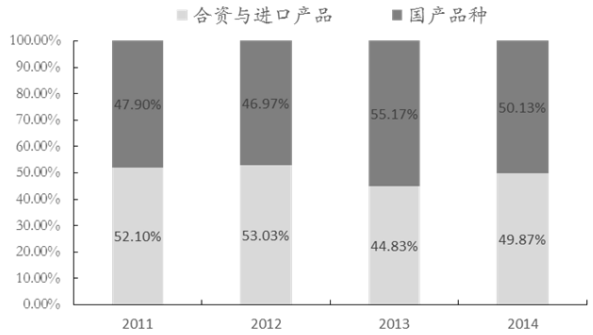


资料来源：公司公告，东吴证券研究所

1.3 代理品种整合，优势互补，进口代理空间广

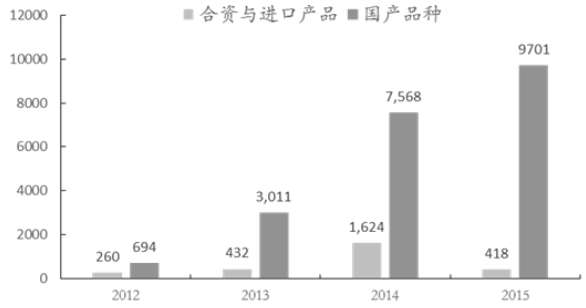
康德乐中国是国内最大的进口医药品代理商之一。康德乐产品结构中约 80%为进口产品，上海医药品种结构中 60%-65%为国产产品。本次收购将提升公司国际医药供应链服务能力，**丰富公司代理的药品和非药产品种类**，进口药品的总代理品种数将跃居行业第一，成为中国最大的进口药品代理商和分销商，同时将扩大上海医药在医疗器械和特质药的规模。

图表 5：分销业务合资进口产品与国产品种营收占比



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 6：公司新进品种情况（个）



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

10 月 8 日国务院办公厅发布《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械的创新的意见》，推动国外上市药品在国内尽快上市，康德乐中国为跨国药品进入中国市场提供了渠道。

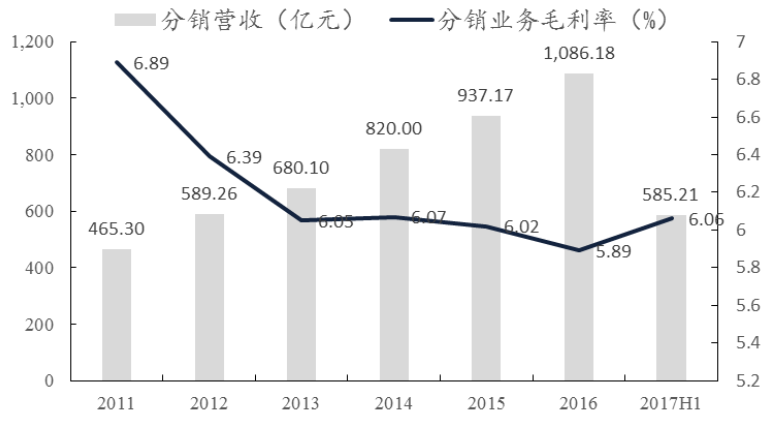
2.业务整合提质增效，康德乐盈利能力有望提升

康德乐马来西亚 2016 年收入 255.18 亿元，同比增长 13%，主要为创新业务发展，并购及存量驱动，税后净利润 1.31 亿元，同比下降 14%，主要由于一次性的资产减值以及一部分重组裁员的开支。上海医药在与康德乐进行业务协同之后，有望提高其销售净利率。目前康德乐销售净利率在 0.5%,上海医药分销业务在 1.5%以上，未来还有

请务必阅读正文之后的免责声明部分

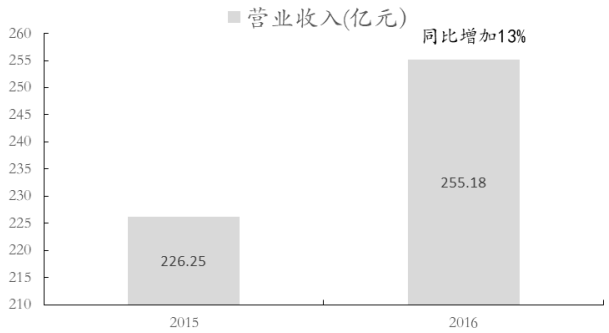
较大的提升空间。

图表 7：上海医药分销营收及分销业务毛利率



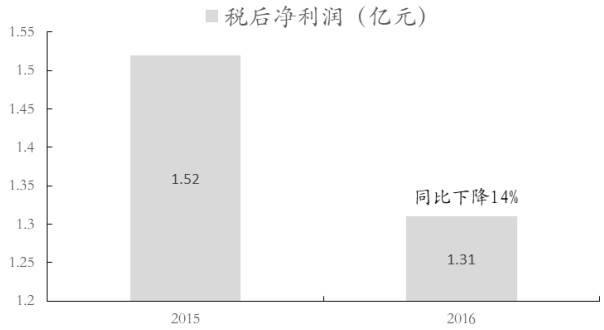
资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 8：康德乐（中国）营业收入及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

图表 9：康德乐（中国）税后净利润及增速



资料来源：公司公告，东吴证券研究所

三、盈利预测与投资评级：

我们预计 2017-2019 年营业收入达 1,365.85 亿元、1,727.80 亿元、1,974.01 亿元，增速为 13.1%、26.5% 、14.3%，归属母公司净利润 35.85 亿元、42.49 亿元、49.55 亿元，增速 12.2%、18.5%、16.6%，对应 EPS 分别为 1.33 元、1.58 元、1.84 元，对应 PE 为 18.5X、15.6X、13.4X。我们认为公司质地优良，管理层年轻化推动公司积极变化，医药商业业务有望内生和外延两个方面加快发展。因此，我们维持“买入”评级。

四、风险提示：

政策落地低于预期，投资并购整合低于预期，医药工业发展低于预期。

上海医药三大财务预测表（百万元）

资产负债表	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	60266.9	60631.7	77497.9	83497.3
现金	11966.8	5268.7	2068.4	9785.9
应收票据&账款	28879.3	32451.3	45131.9	43506.9
其它应收款	951.6	1282.1	1543.6	1684.8
预付账款	1148.6	1774.9	1933.8	2301.0
存货	16415.8	18949.9	25915.4	25314.0
其他	904.8	904.8	904.8	904.8
非流动资产	22475.8	20398.6	18283.9	16286.6
长期投资	4227.2	4247.2	4247.2	4247.2
固定资产	5657.9	5404.3	3842.6	2280.9
无形资产	2750.9	2383.8	2004.3	1620.6
其他	9839.8	8363.2	8189.7	8137.8
资产总计	82742.7	81030.2	95781.8	99783.8
流动负债	41113.4	36170.5	47094.1	46631.9
短期借款	9627.8	0.0	0.0	0.0
应付账款	25985.1	30613.1	41188.1	40798.1
其他	5500.4	5557.4	5905.9	5833.8
非流动负债	4794.9	4794.9	4794.9	4794.9
长期借款	2836.3	2836.3	2836.3	2836.3
其他	1958.6	1958.6	1958.6	1958.6
负债合计	45908.3	40965.4	51888.9	51426.8
发行在外股本	2688.9	2688.9	2688.9	2688.9
少数股东权益	5211.9	5835.1	6573.5	7434.7
归属母公司股东权益	31622.6	34229.8	37319.3	40922.3
负债和股东权益	82742.7	81030.2	95781.8	99783.8
现金流量表				
经营活动现金流	1946.7	3818.3	-2313.0	8746.7
折旧摊销	824.0	1667.9	1668.3	1551.0
营运资金变动	1687.2	-4321.0	5942.6	6461.6
投资活动现金流	-2889.5	314.7	352.6	352.6
筹资活动现金流	647	-10831	-1240	-1382
现金净增加额	-298.1	-6698.1	-3200.4	7717.5

利润表	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	120765	136585	172780	197401
营业成本	106531	119580	151701	173219
营业税金及附加	336.9	353.8	447.5	511.3
营业费用	6067.5	6760.9	8680.9	9917.9
管理费用	3567.9	3967.1	5104.7	5832.1
财务费用	586.7	335.4	220.4	189.4
资产减值损失	446.3	446.3	446.3	446.3
公允价值变动收益	(0.1)	0.0	0.0	0.0
投资净收益	978.8	0.0	0.0	0.0
营业利润	4207.1	5141.3	6179.4	7284.6
营业外损益	431.9	470.1	470.1	470.1
利润总额	4639.0	5611.4	6649.5	7754.7
所得税	809.3	1402.9	1662.4	1938.7
净利润	3829.7	4208.6	4987.1	5816.0
少数股东损益	633.3	623.2	738.5	861.2
归属母公司净利润	3196.4	3585.4	4248.6	4954.8
EBITDA	5936.1	7504.4	8398.6	9335.7
EPS（元）	1.19	1.33	1.58	1.84
主要财务比率				
营业收入增速	14.5%	13.1%	26.5%	14.3%
归母公司净利润增速	11.1%	12.2%	18.5%	16.6%
毛利率	11.8%	12.5%	12.2%	12.3%
净利率	3.2%	3.1%	2.9%	2.9%
ROE	10.1%	10.5%	11.4%	12.1%
ROIC	11.7%	10.5%	12.1%	11.9%
资产负债率	55.5%	50.6%	54.2%	51.5%
总资产周转率	1.46	1.69	1.80	1.98
P/E	20.8	18.5	15.6	13.4
P/B	2.1	1.9	1.8	1.6
EV/EBITDA	12.3	9.4	9.0	7.3
每股净资产(元)	11.76	12.73	13.88	15.22

资料来源：wind，东吴证券研究所

免责声明

东吴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。

本研究报告仅供东吴证券股份有限公司（以下简称“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。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，本公司不对任何人因使用本报告中的内容所导致的损失负任何责任。在法律许可的情况下，东吴证券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并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

市场有风险，投资需谨慎。本报告是基于本公司分析师认为可靠且已公开的信息，本公司力求但不保证这些信息的准确性和完整性，也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载数据、意见及推测不一致的报告。

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发、转载，需征得东吴证券研究所同意，并注明出处为东吴证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

东吴证券投资评级标准:

公司投资评级:

买入：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在 15%以上;

增持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于 5%与 15%之间;

中性：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-5%与 5%之间;

减持：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘介于-15%与-5%之间;

卖出：预期未来 6 个月个股涨跌幅相对大盘在-15%以下。

行业投资评级:

增持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对强于大盘 5%以上;

中性： 预期未来 6 个月内，行业指数相对大盘-5%与 5%;

减持： 预期未来 6 个月内，行业指数相对弱于大盘 5%以上。

东吴证券研究所

苏州工业园区星阳街 5 号

邮政编码：215021

传真：（0512）62938527

公司网址： http://www.dwzq.com.cn