



中航证券金融研究所  
石玉华，证券执业证书号：  
S0640515050001  
沈文文，CFA，证券执业证书号：  
S0640513070003  
电话：010-64818366  
邮箱：shiyuhua31@163.com

## 上海医药 ( 601607 )： 收购康德乐完成，分销版图再度扩张

行业分类：医药

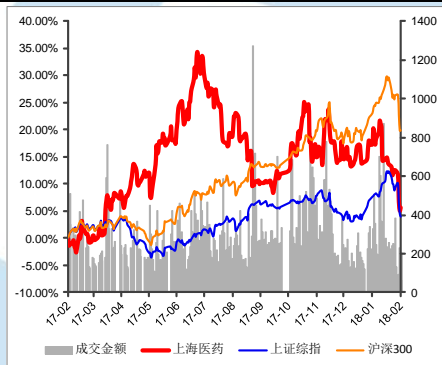
2018年2月7日

公司投资评级	买入
6个月目标价	28.4元
当前股价 (18.2.7)	22.31元

### 基础数据

上证指数	3,309.26
总股本 (亿)	28.42
流通 A 股 (亿)	19.23
流通 B 股 (亿)	0.00
流通 A 股市值 (亿)	429.01
每股净资产 (元)	12.39
ROE (2017Q3)	8.28%
资产负债率	57.69%
动态市盈率	18.50
市净率	1.77

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



2月2日，公司发布公告关于收购 Cardinal Health (L) Co., Ltd 已经完成交割手续，收购价格为 5.76 亿美元。本次交割完成后，公司下属全资子公司 Century Global 持有康德乐马来西亚 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。

### 点评：

- **外延式并购，扩展分销网络。**根据商务部数据，2016 年上海医药市场份额 7.55%，排名第三，康德乐中国收入规模 254 亿元，市场份额 1.69%，排名第八，并购完成后上海医药排名上升至第二，将进一步巩固上海医药在医药流通领域的地位。上海医药并购康德乐中国是目前为止国内第一起医药流通领域前十名间的并购，不论从历史财务业绩、市场稀缺程度，还是业务互补角度看，康德乐中国对于上海医药是不可多得的并购标的，是其分销业务外延式扩张的重要一步。本次收购将强化公司在上海、北京、浙江等核心网络，同时拓展天津、重庆、贵州等空白领域，使公司的分销网络扩展至 24 个省份，加速了到 2020 年覆盖全国 28 个省份的发展步伐。
- **进口业务协同，成为中国最大的进口药品代理商。**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。
- **并购获得优质的 DTP 连锁药房资产。**DTP (Direct to Patient) 药房模式，即药店获得制药企业产品经销权，患者在医院获得处方后从药店直接购买药品并获得专业指导与服务的模式，随着医疗改革进程逐步深化，处方外流和医药分业的趋势越来越明朗，DTP 药房模式将在医药销售逐渐占据举足轻重的地位。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，本次收购将形成统一、运营一体、服务

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
公司网址：www.avicsec.com  
联系电话：0755-83692635  
传真：0755-83688539

卓越的中国第一大 DTP 专业品牌连锁药房，从而成为国际制药商新特药进入中国市场的首选合作伙伴。

- **强化第三方医药、器械物流服务业务。**康德乐中国是国内领先的医疗器械分销商、特质药代理商和第三方物流商之一，该业务的注入有助于扩大上海医药在医疗器械和特制药的业务规模和特色，提升终端客户粘性。与康德乐达成全面的深度战略合作安排，两者将在全球医疗器械市场、医药国际化及创新医疗服务等领域进行深度合作。
- **盈利预测与投资建议：**随着两票制对调拨业务的影响逐渐减弱，商业业务增速将逐渐恢复，长期看公司作为商业龙头，将显著受益于两票制政策带来的医药商业领域的集中度提升，业绩增长具有较高的确定性。因此我们预测 2017-19 年将实现 EPS1.25 元、1.42 元、1.52 元（不考虑康德乐并表），考虑到此次并购将拓展销售网络，增厚公司业绩，给予公司 2018 年 20 倍 PE，对应目标价 28.4 元，给予上海医药买入评级。
- **风险提示：**康德乐整合不及预期，政策不确定性风险

### 公司财务报表预测

财务和估值数据摘要				
单位:百万元	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120764.66	135345.22	152635.01	174479.80
增长率(%)	14.45%	12.07%	12.77%	14.31%
归属母公司股东净利润	3196.39	3558.75	4042.72	4326.36
增长率(%)	11.10%	11.34%	13.60%	7.02%
每股收益(EPS)	1.125	1.252	1.422	1.522
每股股利(DPS)	0.312	0.342	0.388	0.415
每股经营现金流	0.725	1.722	0.384	1.671
销售毛利率	11.79%	11.80%	11.90%	11.70%
销售净利率	3.17%	3.09%	3.11%	2.91%
净资产收益率(ROE)	10.11%	10.40%	10.19%	10.11%
投入资本回报率(ROIC)	11.12%	10.28%	11.36%	10.61%
市盈率(P/E)	21.24	19.08	16.80	15.69
市净率(P/B)	2.15	1.98	1.71	1.59
股息率(分红/股价)	0.013	0.014	0.016	0.017

### 报表预测

利润表	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	120764.66	135345.22	152635.01	174479.80
减: 营业成本	106530.89	119374.49	134471.45	154065.67
营业税金及附加	336.86	350.54	395.33	451.90
营业费用	6067.50	6800.06	7668.74	8766.27
管理费用	3567.95	4158.42	4689.64	5360.81
财务费用	586.74	585.00	642.45	693.89
资产减值损失	446.34	360.28	360.28	360.28
加: 投资收益	978.79	1001.14	1051.19	1103.75
公允价值变动损益	-0.08	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00



营业利润	4207.10	4717.57	5458.33	5884.73
加: 其他非经营损益	431.90	518.45	518.45	518.45
利润总额	4639.00	5236.02	5976.78	6403.19
减: 所得税	809.28	1058.72	1231.40	1324.86
净利润	3829.71	4177.30	4745.39	5078.33
减: 少数股东损益	633.32	618.55	702.66	751.96
归属母公司股东净利润	3196.39	3558.75	4042.72	4326.36
<b>资产负债表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
货币资金	9919.29	14782.36	16049.65	18023.64
应收和预付款项	30976.97	32851.22	39127.02	43161.14
存货	16415.76	19273.84	20929.32	25131.96
其他流动资产	902.21	902.21	902.21	902.21
长期股权投资	4227.21	5228.34	6279.54	7383.29
投资性房地产	328.97	277.04	225.12	173.19
固定资产和在建工程	6966.03	7389.48	8002.83	8821.29
无形资产和开发支出	8615.10	8279.32	7972.05	7680.94
其他非流动资产	1870.19	1752.87	1635.54	1635.54
<b>资产总计</b>	<b>80221.74</b>	<b>90736.69</b>	<b>101123.28</b>	<b>112913.20</b>
短期借款	9627.80	12602.87	13863.16	15249.47
应付和预收款项	30026.52	34360.87	37335.60	43841.20
长期借款	2836.28	2836.28	2836.28	2836.28
其他负债	835.47	834.60	834.60	834.60
<b>负债合计</b>	<b>43326.07</b>	<b>50634.62</b>	<b>54869.64</b>	<b>62761.55</b>
股本	2688.91	2688.91	2842.09	2842.09
资本公积	13558.19	13558.19	15914.13	15914.13
留存收益	15375.46	17963.31	20903.10	24049.14
<b>归属母公司股东权益</b>	<b>31622.55</b>	<b>34210.41</b>	<b>39659.31</b>	<b>42805.36</b>
少数股东权益	5211.91	5830.46	6533.12	7285.09
<b>股东权益合计</b>	<b>36834.47</b>	<b>40040.87</b>	<b>46192.44</b>	<b>50090.45</b>
负债和股东权益合计	80160.53	90675.49	101062.07	112852.00
<b>现金流量表</b>	<b>2016A</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>
经营性现金净流量	2060.34	4893.23	1090.83	4749.04
投资性现金净流量	-2889.54	-1558.63	-1970.84	-2428.06
筹资性现金净流量	647.40	1528.47	2147.29	-346.99
<b>现金流量净额</b>	<b>-184.43</b>	<b>4863.07</b>	<b>1267.28</b>	<b>1973.99</b>

资料来源: Wind、中航证券金融研究所

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

沈文文, CFA, SAC 执业证书号: S0640513070003, 南开大学理学硕士、生理学硕士, 2011 年 7 月加入中航证券金融研究所, 从事医药生物行业的研究。

石玉华, SAC 执业证书号: S0640515050001, 中航证券金融研究所, 理学硕士, 2013 年 3 月加入中航证券金融研究所, 现从事医药行业研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

风险提示: 投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险, 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。

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。