

上海医药 (601607)

证券研究报告

2018年05月21日

收购广东天普 26.34%股权，工业羽翼渐丰

收购广东天普生化医药 26.34%股权，综合竞争力提升

公司公告其境外全资子公司上海医药(香港)出资 1.44 亿美元(折合人民币 9.15 亿元)收购 Takeda Pharma AG(武田瑞士)全资子公司 Takeda Chromo Beteiligungs AG100%股权,从而间接持有广东天普生化医药 26.34%股权。交易完成后,公司持有天普的股权比例将由 40.8%增至约 67.14%,从而实现绝对控股。广东天普生化医药股份有限公司成立于与 1993 年,是一家专注于危急重症药品领域,集生物医药研发、生产、营销于一体的全球领先的人尿蛋白生物制药企业。此次收购完成后,公司在工业领域的布局将逐步完善,同时广东天普拥有约 700 人的专注于危重领域的专业化营销团队,有望与公司的营销管理体系形成良好的协同效应,提升综合竞争力。

填补两大空白领域,工业产品线渐丰富

广东天普旗下拥有两大核心产品:(1)国家二类新药天普洛安(注射用乌司他丁,国家独家品种),(2)全球首创一类新药凯力康(注射用尤瑞克林)。天普洛安主要适用于急性慢性胰腺炎及急性循环衰竭(休克),2015-2017 年分别实现销售收入 10.64/10.98/8.12 亿元,在城市二、三级医院的覆盖率达到 60%,市场占有率 14%;凯力康作为全球首创一类新药,适用于轻、中度急性血栓性脑梗死,2015-2017 年分别实现销售收入 3.1/3.42/2.76 亿元。目前上海医药拥有销售过亿产品 28 个,天普洛安与凯力康的加入填补了公司在天然尿蛋白药物与危重症细分治疗领域的产品空白,同时推动公司过亿品种数量的增长,产品结构进一步优化,产品线逐渐丰富。

“工业+商业”联动,现代化健康服务商雏形已显

根据商务部与公司 2017 年年报披露数据,2016 年公司医药流通业务经营规模排名全国第三,2017 年公司完成对康德乐中国等公司股权的收购,分销网络直接覆盖区域遍布全国 24 个省份,旗下 DTP 药房超过 70 家;广州天普拥有两大具有国际竞争力的品牌药,收购完成后,公司上下游产业链的贯穿更加稳固,工业端将持续为流通、零售终端“造血”。从药品研发生产、到分销配送、再到医院零售终端,公司在各环节积极布局,未来有望通过各环节的协同作用,打造成为一流的现代化医疗健康服务商。另外,在品牌药以及特药进入后,凭借公司优秀的营销推广与管理能力,在实现产品放量的同时,辅助推动处方外流领域的布局,增加处方外流市场的竞争力,实现“研、产、销、服务”一体化的健康服务商。

估值评级

收购完成后,公司工业端产品新增两大空白领域,产品线逐渐丰富,与分销与零售板块的协同效应将带动公司业绩逐步的提升,我们预计公司 2018-2020 年 EPS 分别为 1.52/1.65/1.73 元/股,对应 PE 为 17/16/15 倍,维持“买入”评级。

风险提示:收购整合效果欠佳,不能与公司形成较好协同效应,导致天普洛安、凯力康销售量下滑,储备产品研发风险,市场竞争风险,研发与营销人才流失等风险

财务数据和估值	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入(百万元)	120,764.66	130,847.18	145,240.37	167,026.43	183,729.07
增长率(%)	14.45	8.35	11.00	15.00	10.00
EBITDA(百万元)	5,539.93	6,443.41	6,926.60	7,704.43	8,002.85
净利润(百万元)	3,196.39	3,520.65	4,083.95	4,692.84	4,923.78
增长率(%)	11.10	10.14	16.00	14.91	4.92
EPS(元/股)	1.12	1.24	1.52	1.65	1.73
市盈率(P/E)	22.97	20.85	17.01	15.64	14.91
市净率(P/B)	2.32	2.16	1.86	1.77	1.61
市销率(P/S)	0.61	0.56	0.48	0.44	0.40
EV/EBITDA	10.05	10.87	10.64	8.71	8.93

资料来源:wind, 天风证券研究所

投资评级

行业	医药生物/医药商业
6 个月评级	买入(维持评级)
当前价格	25.83 元
目标价格	元

基本数据

A 股总股本(百万股)	1,923.02
流通 A 股股本(百万股)	1,922.94
A 股总市值(百万元)	49,671.52
流通 A 股市值(百万元)	49,669.41
每股净资产(元)	13.21
资产负债率(%)	61.57
一年内最高/最低(元)	29.25/20.81

作者

郑薇	分析师
SAC 执业证书编号: S1110517110003	
zhengwei@tfzq.com	
李扬	联系人
lyang@tfzq.com	

股价走势



资料来源: 贝格数据

相关报告

- 《上海医药-年报点评报告:营收增速放缓,工业板块驱动业绩提升》 2018-03-24
- 《上海医药-首次覆盖报告:如虎添翼,强者更强》 2018-03-06

财务预测摘要

资产负债表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
货币资金	11,966.82	14,842.08	11,619.23	22,838.54	19,268.23
应收账款	28,241.88	32,815.72	32,317.86	34,003.02	38,949.95
预付账款	1,148.56	1,391.09	1,722.60	1,726.51	2,041.24
存货	16,415.76	17,269.96	20,377.45	22,594.43	25,024.18
其他	2,493.88	2,323.41	3,091.21	2,499.87	3,549.06
流动资产合计	60,266.90	68,642.25	69,128.35	83,662.37	88,832.66
长期股权投资	4,227.21	4,694.17	4,694.17	4,694.17	4,694.17
固定资产	5,657.91	7,562.99	7,887.13	7,966.90	7,887.06
在建工程	1,308.13	1,537.45	958.47	623.08	403.85
无形资产	2,767.11	2,702.44	2,494.98	2,287.52	2,080.07
其他	8,515.47	9,205.18	8,922.66	8,922.51	8,834.62
非流动资产合计	22,475.82	25,702.22	24,957.40	24,494.19	23,899.76
资产总计	82,742.72	94,344.48	94,085.75	108,156.56	112,732.42
短期借款	9,627.80	13,745.93	9,604.96	9,100.20	8,978.90
应付账款	25,610.70	28,822.32	29,632.64	37,899.58	37,009.77
其他	5,874.86	7,063.56	7,382.85	8,128.72	8,671.75
流动负债合计	41,113.36	49,631.81	46,620.45	55,128.50	54,660.42
长期借款	837.69	959.54	784.00	822.00	843.00
应付债券	1,998.59	1,999.26	1,332.62	1,776.82	1,702.90
其他	1,958.61	2,078.02	1,684.28	1,906.97	1,889.76
非流动负债合计	4,794.90	5,036.82	3,800.90	4,505.79	4,435.65
负债合计	45,908.25	54,668.63	50,421.34	59,634.29	59,096.07
少数股东权益	5,211.91	5,645.01	6,316.47	7,120.78	7,922.66
股本	2,688.91	2,688.91	2,688.91	2,842.08	2,842.08
资本公积	13,558.19	13,507.30	13,507.30	13,507.30	13,507.30
留存收益	28,912.44	31,407.21	34,659.03	38,559.41	42,871.62
其他	(13,536.99)	(13,572.57)	(13,507.30)	(13,507.30)	(13,507.30)
股东权益合计	36,834.47	39,675.85	43,664.41	48,522.27	53,636.35
负债和股东权益总	82,742.72	94,344.48	94,085.75	108,156.56	112,732.42

现金流量表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
净利润	3,829.71	4,057.78	4,083.95	4,692.84	4,923.78
折旧摊销	824.04	934.37	522.30	543.07	556.53
财务费用	645.06	875.74	713.78	499.22	433.44
投资损失	(978.79)	(892.51)	(816.72)	(800.00)	(740.21)
营运资金变动	(2,075.37)	(1,809.44)	(2,765.10)	5,980.67	(9,031.68)
其它	(297.98)	(517.13)	706.67	818.65	819.67
经营活动现金流	1,946.67	2,648.81	2,444.89	11,734.46	(3,038.46)
资本支出	3,084.78	4,015.99	453.74	(142.69)	67.21
长期投资	590.30	466.96	0.00	0.00	0.00
其他	(6,564.62)	(6,837.99)	300.59	862.01	624.25
投资活动现金流	(2,889.54)	(2,355.04)	754.32	719.32	691.46
债权融资	12,483.01	16,762.30	11,843.77	11,765.25	11,606.80
股权融资	(1,123.88)	(762.31)	(584.34)	(285.69)	(374.70)
其他	(10,711.73)	(13,685.31)	(17,681.49)	(12,714.03)	(12,455.41)
筹资活动现金流	647.40	2,314.68	(6,422.06)	(1,234.46)	(1,223.31)
汇率变动影响	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
现金净增加额	(295.47)	2,608.45	(3,222.85)	11,219.31	(3,570.31)

利润表(百万元)	2016	2017	2018E	2019E	2020E
营业收入	120,764.66	130,847.18	145,240.37	167,026.43	183,729.07
营业成本	106,530.89	114,122.68	126,213.88	144,978.94	159,844.29
营业税金及附加	336.86	392.36	435.72	534.48	606.31
营业费用	6,067.50	7,411.26	8,278.70	9,520.51	10,472.56
管理费用	3,567.95	4,123.86	4,444.36	5,344.85	5,695.60
财务费用	586.74	676.66	713.78	499.22	433.44
资产减值损失	446.34	81.19	280.00	287.00	403.78
公允价值变动收益	(0.08)	(4.90)	(0.13)	0.71	(0.43)
投资净收益	978.79	892.51	816.72	800.00	740.21
其他	(1,957.43)	(2,076.60)	(1,633.17)	(1,601.41)	(1,479.57)
营业利润	4,207.10	5,228.16	5,690.52	6,662.14	7,012.87
营业外收入	637.06	165.86	467.94	414.47	349.42
营业外支出	205.16	189.21	170.01	188.12	182.45
利润总额	4,639.00	5,204.81	5,988.45	6,888.48	7,179.85
所得税	809.28	1,147.03	1,197.69	1,377.70	1,435.97
净利润	3,829.71	4,057.78	4,790.76	5,510.79	5,743.88
少数股东损益	633.32	537.13	706.81	817.94	820.10
归属于母公司净利润	3,196.39	3,520.65	4,083.95	4,692.84	4,923.78
每股收益(元)	1.12	1.24	1.52	1.65	1.73

主要财务比率	2016	2017	2018E	2019E	2020E
成长能力					
营业收入	14.45%	8.35%	11.00%	15.00%	10.00%
营业利润	14.12%	24.27%	8.84%	17.07%	5.26%
归属于母公司净利润	11.10%	10.14%	16.00%	14.91%	4.92%
获利能力					
毛利率	11.79%	12.78%	13.10%	13.20%	13.00%
净利率	2.65%	2.69%	2.81%	2.81%	2.68%
ROE	10.11%	10.35%	10.93%	11.33%	10.77%
ROIC	13.06%	13.27%	13.14%	13.78%	16.96%
偿债能力					
资产负债率	55.48%	57.95%	53.59%	55.14%	52.42%
净负债率	48.12%	54.08%	52.82%	55.56%	46.67%
流动比率	1.47	1.38	1.48	1.52	1.63
速动比率	1.07	1.04	1.05	1.11	1.17
营运能力					
应收账款周转率	4.52	4.29	4.46	5.04	5.04
存货周转率	7.67	7.77	7.72	7.77	7.72
总资产周转率	1.54	1.48	1.54	1.65	1.66
每股指标(元)					
每股收益	1.12	1.24	1.52	1.65	1.73
每股经营现金流	0.68	0.93	0.86	4.13	-1.07
每股净资产	11.13	11.97	13.89	14.57	16.08
估值比率					
市盈率	22.97	20.85	17.01	15.64	14.91
市净率	2.32	2.16	1.86	1.77	1.61
EV/EBITDA	10.05	10.87	10.64	8.71	8.93
EV/EBIT	11.61	12.49	11.50	9.38	9.59

资料来源：公司公告，天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们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，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼
邮编：100031	邮编：430071	邮编：201204	邮编：518000
邮箱：research@tfzq.com	电话：(8627)-87618889	电话：(8621)-68815388	电话：(86755)-23915663
	传真：(8627)-87618863	传真：(8621)-68812910	传真：(86755)-82571995
	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com	邮箱：research@tfzq.com