

上海医药(601607)/医药商业

推出股票期权激励计划, 国企改革激发新活力

评级: 买入(维持)

市场价格: 21.60

分析师: 江琦

执业证书编号: S0740517010002

电话: 021-20315150

Email: jiangqi@r.qlzq.com.cn

研究助理: 王超

Email: wangchao@r.qlzq.com.cn

基本状况

总股本(百万股)	2842
流通股本(百万股)	1923
市价(元)	21.60
市值(亿元)	553
流通市值(亿元)	415

股价与行业-市场走势对比
相关报告

- 1 上海医药(601607)-年报点评: 工商业稳健经营, 研发投入力度继续加强-买入-(中泰证券_江琦_王超)20190329
- 2 研发高投入拖累工业业绩, 联合营企业贡献大幅改善
- 3 工业、商业经营继续向好, 研发进展亮点多

公司盈利预测及估值

指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	130847.1	159084.4	170760.9	185102.	199215.
增长率 yoy%	8.35%	21.58%	7.34%	8.40%	7.62%
净利润	3520.65	3881.06	4168.33	4647.01	5121.00
增长率 yoy%	10.14%	10.24%	7.40%	11.48%	10.20%
每股收益(元)	1.24	1.37	1.47	1.64	1.80
每股现金流量	0.93	1.10	1.01	1.00	1.94
净资产收益率	10.35%	9.95%	9.65%	9.71%	9.67%
P/E	17.44	15.82	14.73	13.21	11.99
PEG	1.72	1.55	1.99	1.15	1.18
P/B	1.80	1.57	1.42	1.28	1.16

备注:

投资要点

- **事件:** 公司发布 2019 年股票期权激励计划, 本计划拟向激励对象授予的股票期权数量为 2,842.09 万份, 占本计划公告日公司股本的 1.00%, 其中首次授予 2,596.00 万份, 约占本计划公告日公司股本的 0.913%, 占本计划股票期权授予总数的 91.34%; 预留 246.09 万份, 本计划首次授予的激励对象为公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术、业务骨干, 共计 215 人本计划首次授予股票期权的行权价格为 21.54 元/A 股。根据本计划售出的股票期权有效期自授予登记之日计算, 最长不超过 60 个月。
- **点评:** 上海医药是上海市国资控股的代表性大型医药集团, 2017 年初上海市国资委印发《关于本市地方国有控股混合所有制企业员工持股首批试点工作实施方案》, 上海医药基本满足各项条件, 上海医药的直接控股股东为上实集团为国企改革试点单位, 本次股票期权激励计划的推出代表公司作为试点单位旗下大型企业有关国企改革和混合所有制改革举措的正式落地。我们认为激励计划的推出有利于进一步完善公司的法人治理结构, 实现对公司董事、高管、中层管理人员及核心技术、业务骨干的长期激励与约束, 充分调动其积极性和创造性, 使其利益与公司长远发展更紧密地结合, 实现公司的可持续发展。
- **股票期权行权价接近市价, 行权条件相对稳健, 研发投入指标是重要特色。** 行权的等待期为 2 年, 分 3 批行权, 合计解锁期为 5 年。收入端 2020-2022 年的行权条件分别为不低于 1750 亿元、1850 亿元及 2000 亿元, 参考 2018 年的收入对应的复合增速不低于约 8%; 另一重要行权条件 2020-2022 年公司的加权净资产收益率不低于 12%、12.2%及 12.4%, 其中研发费用视同企业利润计算 ROE, 按此计算, ROE 行权要求与目前目前公司水平基本相当; 在研发费用端 2020-2022 年分别要求不低于 9 亿元、9.5 亿元与 10 亿元, 持续保持较高的投入强度, 充分彰显了公司转型创新药企的重要战略。
- **盈利预测和投资建议:** 我们预计 2019-2021 年公司收入分别为 1708 亿元、1851 亿元和 1992 亿元, 同比分别增长 7.4%、8.4%、7.6%; 归属于母公司净利润分别为 41.7 亿元、46.5 亿元和 51.2 亿元, 同比分别增长 7.4%、11.5%和 10.2%; 对应 EPS 分别为 1.47 元、1.64 元、1.80 元。我们给予公司 2019 年 16-18 倍 PE, 对应价格区间 23.5-26.5 元, 维持买入评级。
- **风险事件提示:** 医药商业环境竞争加剧利润率下滑; 创新药项目开发不达预期;

图表：上海医药财务预测模型

资产负债表					利润表				
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
流动资产	93278	92134	99891	103810	营业收入	159084	170761	185103	199215
现金	18695	21330	21854	20917	营业成本	136521	145744	157352	168315
应收账款	0	40983	44425	47812	营业税金及附加	509	512	567	615
其他应收款	2292	2256	2562	2696	营业费用	11058	12551	14068	16136
预付账款	2049	1982	2251	2349	管理费用	4075	5635	6201	6475
存货	25024	24347	27564	28801	财务费用	1230	1455	1405	1420
其他流动资产	45218	1235	1235	1235	资产减值损失	996	180	180	200
非流动资产	33601	30721	31782	37155	公允价值变动收益	16	5	11	8
长期投资	4367	5000	5400	5800	投资净收益	1263	1000	1100	1000
固定资产	8596	8961	8897	8590	营业利润	5208	5689	6440	7062
无形资产	4117	4043	4080	4061	营业外收入	259	250	300	300
其他非流动资产	16521	12717	13405	18704	营业外支出	124	150	250	250
资产总计	126879	127866	136685	145977	利润总额	5343	5789	6490	7112
流动负债	68710	64857	68326	71701	所得税	887	984	1129	1209
短期借款	19340	18000	18000	18500	净利润	4456	4805	5361	5903
应付账款	35148	36190	39792	42180	少数股东损益	575	637	714	782
其他流动负债	14222	10666	10534	11022	归属母公司净利润	3881	4168	4647	5121
非流动负债	11736	11766	11744	11748	EBITDA	7734	8029	8834	9552
长期借款	6623	6623	6623	6623	EPS (元)	1.37	1.47	1.64	1.80
其他非流动负债	5113	5143	5121	5126					
负债合计	80446	76622	80069	83450	主要财务比率				
少数股东权益	7420	8057	8770	9553	会计年度	2018	2019E	2020E	2021E
股本	2842	2842	2842	2842	成长能力				
资本公积	15845	15845	15845	15845	营业收入	21.6%	7.3%	8.4%	7.6%
留存收益	20819	24495	29142	34263	营业利润	-0.4%	9.2%	13.2%	9.7%
归属母公司股东权益	39014	43187	47845	52974	归属于母公司净利润	10.2%	7.4%	11.5%	10.2%
负债和股东权益	126879	127866	136685	145977	获利能力				
		0.00	0.00	0.00	毛利率(%)	14.2%	14.7%	15.0%	15.5%
现金流量表					净利率(%)	2.4%	2.4%	2.5%	2.6%
会计年度	2018	2019E	2020E	2021E	ROE(%)	9.9%	9.7%	9.7%	9.7%
经营活动现金流	3135	2884	2849	5503	ROIC(%)	9.9%	12.0%	12.0%	11.6%
净利润	4456	4805	5361	5903	偿债能力				
折旧摊销	1296	884	989	1070	资产负债率(%)	63.4%	59.9%	58.6%	57.2%
财务费用	1230	1455	1405	1420	净负债比率(%)	35.63%	35.66%	34.12%	33.34%
投资损失	-1263	-1000	-1100	-1000	流动比率	1.36	1.42	1.46	1.45
营运资金变动	-3309	-4091	-3666	-2130	速动比率	0.99	1.04	1.05	1.04
其他经营现金流	725	831	-140	241	营运能力				
投资活动现金流	-7693	2547	-920	-5520	总资产周转率	1.44	1.37	1.45	1.46
资本支出	1943	600	600	600	应收账款周转率	4	4	4	4
长期投资	-139	783	400	400	应付账款周转率	4.37	4.09	4.14	4.11
其他投资现金流	-5889	3931	80	-4520	每股指标(元)				
筹资活动现金流	7526	-2796	-1405	-920	每股收益(最新摊薄)	1.37	1.47	1.64	1.80
短期借款	5594	-1340	0	500	每股经营现金流(最新摊薄)	1.10	1.01	1.00	1.94
长期借款	5663	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	13.73	15.20	16.83	18.64
普通股增加	153	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	2338	0	0	0	P/E	22.09	20.56	18.45	16.74
其他筹资现金流	-6222	-1455	-1405	-1420	P/B	2.20	1.98	1.79	1.62
现金净增加额	3036	2636	524	-937	EV/EBITDA	12	12	11	10

来源：中泰证券研究所

投资评级说明:

	评级	说明
股票评级	买入	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 15%以上
	增持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在 5%~15%之间
	持有	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数涨幅在-10%~+5%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内相对同期基准指数跌幅在 10%以上
行业评级	增持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在 10%以上
	中性	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数涨幅在-10%~+10%之间
	减持	预期未来 6~12 个月内对同期基准指数跌幅在 10%以上

备注: 评级标准为报告发布日后的 6~12 个月内公司股价 (或行业指数) 相对同期基准指数的相对市场表现。其中 A 股市场以沪深 300 指数为基准; 新三板市场以三板成指 (针对协议转让标的) 或三板做市指数 (针对做市转让标的) 为基准; 香港市场以摩根士丹利中国指数为基准, 美股市场以标普 500 指数或纳斯达克综合指数为基准 (另有说明的除外)。

重要声明:

中泰证券股份有限公司 (以下简称“本公司”) 具有中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。本报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料, 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。但本公司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, 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, 可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改, 投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用, 不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户, 不构成客户私人咨询建议。

市场有风险, 投资需谨慎。在任何情况下, 本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意, 在法律允许的情况下, 本公司及其本公司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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发, 需注明出处为“中泰证券研究所”, 且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。