

动态报告

医药保健

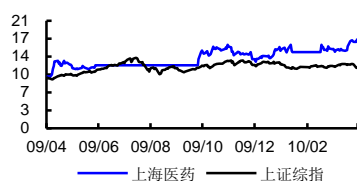
医疗器械与服务

上海医药(601607)
推荐

09 年报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 21 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	17.34
总股本/流通 A 股(百万股)	1,992.64/826.93
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	34,552.44/14,338.94
上证综指/深圳成指	2,979.53/11,538.98
12 个月最高/最低 (元)	17.34/9.76

财务数据

净资产值(百万元)	1,833.54
每股净资产(元)	0.92
市净率	18.84
资产负债率	73.17%
息率	0.59%

相关研究报告:

《上海医药:收购中山医,迈出重组后全国扩张第一步》——2010-4-6

《上海医药:新上药,新航母,新起航》——2010-3-9

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道,分析逻辑基于本人的职业理解,通过合理判断并得出结论,力求客观、公正,结论不受任何第三方的授意、影响,特此声明。

财报点评

业绩超预期, 2010 加速整合

● 重组后首份年报闪亮登场, 业绩超预期

09 年公司实现营业收入 311 亿元, 同比增长 14.05%, 营业利润 20.88 亿元, 同比增长 74.63%; 实现归属于母公司所有者的净利润 13.11 亿元, 同比增长 67.94%。其中扣除原上实医药出售联华超市一次性资产等非经常性损益后的净利润 8.94 亿元, 同比增长 45.01%; 实现 EPS0.66 元/股, 扣非 EPS0.448 元, 超出我们原来预计的 0.61 元、0.43 元。经营性现金流高达 19 亿元, 远超经营性净利润, 盈利质量优异。分配预案为每 10 股派发现金红利 1.02 元(含税)

● 工业板块: 平稳增长, 重点品种突出

医药工业销售收入 73 亿元, 同比增长 7.1%; 毛利率 50.5%, 同比提升 2.7 个百分点。各版块: 生物及生化制药增长 23.8%; 化学制药增长 13.3%; 中药业务下降 3.3%; 医疗器械业务增长 4.4%。销售收入过亿产品达 18 个, 最大单品头孢曲松钠销售额过 5 亿元。过亿产品收入共 33.9 亿元, 占全部工业收入的 46%, 同比增长 14%, 超过工业板块平均增速。

● 商业板块: 稳居全国第二、盈利水平领先行业

医药商业销售收入 235 亿元, 同比增长 16.8%, 继续稳居全国第二。毛利率 8.92%, 同比微降 0.46 个百分点, 仍明显高于国内商业毛利率 5-7% 的平均水平。商业主要经营实体原上药股份实现收入 196 亿元, 同比增长 18.25%, 扣非净利润 2.22 亿元。销售净利润率提升至 1.35%——上药股份历经多年沉浮, 重组后首次反映出正常的经营性盈利水平。

● 维持“推荐”评级

10-11 年新上药处于重组后整合的崭新阶段, 09 年内部整合只是显露初步效果, 盈利水平仍有提升空间——公司工、商业规模均居全国前三, 随着内部整合推进, 一体化优势将愈加明显。年初收购广东中山医也首次迈出医药商业全国扩张步伐, 未来将继续加大在福建、江苏等地的外延扩张。维持 10-11 年 EPS0.58、0.72 元/股预测, 维持一年目标价 20 元, 相当于 11PE28X, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	27,245	31,073	37,287	43,999	49,279
(+/-%)	--	14.0%	20.0%	18.0%	12.0%
净利润(百万元)	781	1311	1151	1432	1656
(+/-%)	--	67.9%	-12.2%	24.4%	15.6%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.58	0.72	0.83
EBIT Margin	4.6%	5.1%	4.9%	5.2%	5.4%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	15.9%	12.5%	13.9%	14.2%
市盈率 (PE)	44.3	26.4	30.0	24.1	20.9
EV/EBITDA	34	27.7	23.2	19.2	16.9
市净率 (PB)	4.4	4.2	3.8	3.3	3.0

新上药首份年报闪亮登场，业绩超预期

09年报是新上药的第一份年报。公司同时披露了新上药（601607）备考财报和原上海医药（原600849，为其商业公司）财报。公司对各项业务披露得比较详细。

09年公司实现营业收入311亿元，同比增长14.05%，营业利润20.88亿元，同比增长74.63%；实现归属于母公司所有者的净利润13.11亿万元，同比增长67.94%。其中扣除原上实医药出售联华超市一次性资产等带来的非经常性损益后的净利润8.94亿元，同比增长45.01%；实现EPS0.66元/股，扣非EPS0.448元，超出我们原来预计的0.61元、0.43元，超预期幅度7.9%、4.2%。

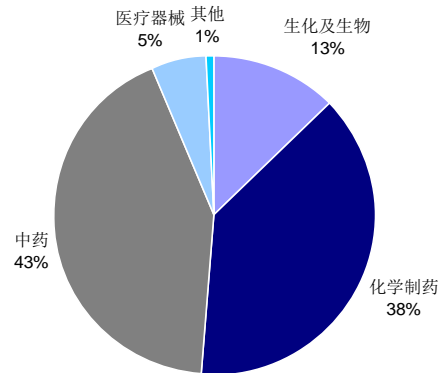
经营性现金流高达19亿元，远超经营性净利润，盈利质量优异。

分配预案为每10股派发现金红利1.02元（含税）

工业板块：平稳增长，重点品种突出

医药工业销售收入73亿元，同比增长7.1%；毛利率50.5%，同比提升2.7个百分点。各版块：生物及生化制药增长23.8%；化学制药增长13.3%；中药业务下降3.3%；医疗器械业务增长4.4%。销售收入过亿产品达18个，最大单品头孢曲松钠销售额过5亿元。过亿产品收入共33.9亿元，占全部工业收入的46%，同比增长14%，超过工业板块平均增速。

图 1：上海医药工业收入构成



资料来源：南方经济研究所

表 1: 新上药过亿品种一览

品种名称	2009 年 (万元)	2008 年 (万元)	同比增长率
注射用头孢曲松钠	53,429	43,103	23.96%
参麦注射液	41,839	35,740	17.06%
乌司他丁制剂	37,159	26,004	42.90%
抗衰老片	19,511	24,773	-21.24%
注射用头孢噻肟钠	19,321	19,449	-0.66%
注射用头孢替安	16,994	13,587	25.08%
龙虎清凉系列	16,776	14,969	12.07%
丹参酮 II A 磺酸钠注射液	15,622	10,300	51.67%
双歧杆菌三联活菌制剂 (培菲康)	15,601	13,136	18.76%
乳癖消	13,756	13,459	2.21%
养心氏片	12,568	11,190	12.32%
丹参注射液	12,177	12,329	-1.23%
卡托普利 (原料+制剂)	11,455	11,853	-3.36%
珍菊降压片	11,115	13,613	-18.35%
注射用糜蛋白酶	10,756	9,200	16.91%
硫酸羟氯喹片	10,635	6,506	63.47%
胃复春片	10,573	9,576	10.41%
丹香冠心注射液	10,011	8,959	11.75%
过亿品种合计	339,298	297,746	13.96%

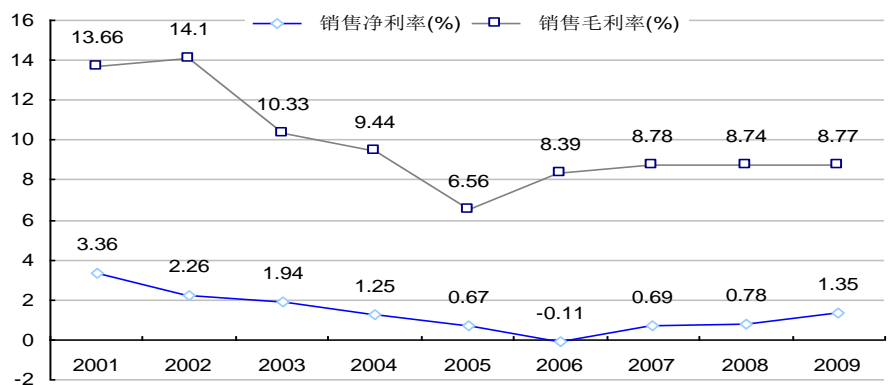
数据来源: 公司报表

商业板块: 稳居全国第二、盈利水平领先行业

医药商业销售收入235亿元, 同比增长16.8%, 继续稳居全国第二。其中分销占92.7%, 零售占7.3%。商业整体毛利率8.92%, 同比微降0.46个百分点, 仍明显高于国内商业毛利率5-7%的平均水平。

商业主要经营实体原上药股份实现收入196亿元, 同比增长18.25%, 扣非净利润2.22亿元。销售净利率提升至1.35%——上药股份历经多年沉浮, 重组后首次反映出正常的经营性盈利水平。

图 2: 原上海医药盈利水平变化



资料来源: 公司网站, 国信证券经济研究所

维持“推荐”评级

维持10-11年EPS0.58、0.72元/股预测，首次预测2012EPS0.83元/股，10-12主业同比增长30%、24%、16%。

10-11年新上药处于重组后整合的崭新阶段，09年内部整合只是显露初步效果，盈利水平仍有提升空间——公司工、商业规模均居全国前三，随着内部整合推进，一体化优势将愈加明显。年初收购广东中山医也首次迈出医药商业全国扩张步伐，未来将继续加大在福建、江苏等地的外延扩张。维持一年目标价20元，相当于11PE28X。维持“推荐”评级。

表 2: 上海医药分板块收入及预测 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计	27245	31073	37383	44066	49335
		14.05%	20%	18%	12%
商业	20108	23477	29033	34911	39295
存量规模	20108	23477	27033	31411	36295
增长率	--	16.75%	15%	16%	16%
其中：分销	18669	21757	25021	28774	33090
增长率	--	16.54%	15%	15%	15%
其中：零售	1439	1719	2012	2313	2660
增长率	--	19.46%	17%	15%	15%
收购规模		0	2000	3500	3000
商业增长率	--	16.75%	24%	20%	13%
商业毛利率	9.38%	8.92%	8.90%	8.80%	8.80%
工业	6832	7318	8050	8855	9740
工业增长率	--	7.12%	10%	10%	10%
工业毛利率	47.76%	50.47%	51%	51%	51%
其他	304	278	300	300	300

资料来源：国信证券经济研究所预测

风险提示

- 1、国有企业机制下，内部整合的进度可能低于预期。
- 2、外部扩张的速度和规模可能低于预期。

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4887	5045	4801	5347	营业收入	31073	37287	43999	49279
应收款项	5601	6640	8197	9181	营业成本	25145	30274	35665	39937
存货净额	3715	4463	5552	6327	营业税金及附加	80	97	114	128
其他流动资产	394	485	572	690	销售费用	2623	3132	3652	4041
流动资产合计	14608	16643	19132	21555	管理费用	1647	1966	2271	2491
固定资产	3960	4234	4311	4375	财务费用	198	213	214	219
无形资产及其他	806	779	752	725	投资收益	963	350	350	350
投资性房地产	1225	1325	1425	1525	资产减值及公允价值变动	(255)	(50)	(50)	(50)
长期股权投资	1487	1687	1887	2087	其他收入	0	0	0	(0)
资产总计	22084	24667	27507	30267	营业利润	2088	1905	2383	2763
短期借款及交易性金融负债	3332	3332	3332	3332	营业外净收支	58	50	50	50
应付款项	5727	6694	7500	8182	利润总额	2146	1955	2433	2813
其他流动负债	2247	2643	3109	3381	所得税费用	464	430	535	619
流动负债合计	11306	12669	13940	14895	少数股东损益	371	374	465	538
长期借款及应付债券	84	84	84	84	归属于母公司净利润	1311	1151	1432	1656
其他长期负债	280	280	330	380					
长期负债合计	364	364	414	464					
负债合计	11670	13033	14354	15359					
少数股东权益	2155	2454	2826	3257					
股东权益	8260	9180	10326	11651					
负债和股东权益总计	22084	24667	27507	30267					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1311	1151	1432	1656
资产减值准备	57	(256)	0	0
折旧摊销	93	232	255	275
公允价值变动损失	255	50	50	50
财务费用	198	213	214	219
营运资本变动	456	(852)	(1512)	(972)
其它	162	555	372	431
经营活动现金流	2334	881	598	1439
资本开支	143	(293)	(355)	(362)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	621	(493)	(555)	(562)
权益性融资	611	0	0	0
负债净变化	(29)	0	0	0
支付股利、利息	(537)	(230)	(286)	(331)
其它融资现金流	(804)	0	0	0
融资活动现金流	(1325)	(230)	(286)	(331)
现金净变动	1630	157	(244)	546
货币资金的期初余额	3257	4887	5045	4801
货币资金的期末余额	4887	5045	4801	5347
企业自由现金流	2266	506	179	1033
权益自由现金流	1433	339	13	862

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.66	0.58	0.72	0.83
每股红利	0.27	0.12	0.14	0.17
每股净资产	4.15	4.61	5.18	5.85
ROS	4%	3%	3%	3%
ROE	16%	13%	14%	14%
毛利率	19%	19%	19%	19%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%
收入增长	14%	20%	18%	12%
净利润增长率	68%	--	24%	16%
资产负债率	63%	63%	62%	62%
息率	1.6%	0.7%	0.8%	1.0%
P/E	26.4	30.0	24.1	20.9
P/B	4.2	3.8	3.3	3.0
EV/EBITDA	27.7	23.2	19.2	16.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鹤	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区		华东区		华北区	
万成水	0755-82133147 13923401205 wancs@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	王立法	010-82252236 13910524551 wanglf@guosen.com.cn
邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	王晓建	010-82252615 13701099132 wangxj@guosen.com.cn
林莉	0755-82133197 13824397011 Linli2@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	谭春元	010-82254209 13810118116 tancy@guosen.com.cn
王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875173 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	焦骥	010-82254202 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn
甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	李锐	010-82254212 13691229417 lirui2@guosen.com.cn
		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	徐文琪	010-82254210 13811271758 xuwq@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123		