安信证券 ESSENCE SECURITIES

公司快报 上海医药(601607)

维持评级

药品零售/医疗保健

上海医药：主业大幅增长，工商协同优势突出

2009 年报及 2010 年一季度报告点评

报告摘要:

- **2009年新上药主营利润、现金流均大幅增长，符合预期。**上海医药吸收合并上实医药、中西药业2009年备考报表业绩为：营业收入310.73亿元，同比增长14.05%。扣除非经常性损益后的净利润为8.94亿元，同比增长45.01%，每股收益0.45元，该业绩基本符合我们的预期。因联华超市一次性资产出售、证券投资、政府补贴等非经常性收益有4.17亿元，最终实现归属于母公司的净利润13.1亿元，同比增长67.94%，每股收益0.66元。经营活动产生的现金流量净额为19.1亿元，即每股0.96元，同比增长70.47%。扣除非经常性损益后的加权平均净资产收益率11.35%。利润分配预案为：以重大资产重组交易完成后公司股本总数19.93亿股扣减上药集团认购的4.55亿股及上海上实认购的1.69亿股后的股份总数（即1,368,325,586股）为基数，每10股派发现金红利1.02元（含税）。
- **工商一体，协同优势突出。**2009年重组后新上药整个工业销售收入73.2亿元，同比增长7.12%；毛利率50.47%，较去年同期提升2.71个百分点。其中生物及生化制药业务实现销售收入9.29亿元，同比增长23.79%；化学制药业务实现销售收入28.12亿元，同比增长13.25%；中药业务实现销售收入31.12亿元，同比下降3.25%；医疗器械业务实现销售收入约4亿元，同比增长4.35%。公司销售收入1亿元以上产品共有18个，总计销售收入为33.9亿元，同比增长为14%，占整个工业收入的46%。公司医药分销收入217.57亿元，同比增长16.54%，公司积极探索的"松江模式"，体现了工商一体化的协同优势，值得重点关注。公司医药零售收入17.19亿元，同比增长19.46%。
- **2010年一季报新上药业绩超出预期。**2010年一季报实现营业收入约95亿元，同比增长22.15%；归属于母公司的净利润为3.18亿元，同比减少30.63%；但比上年同期扣除联华超市股权转让收益后的净利润2.05亿元，同比增长了90.76%；每股收益0.198元，该业绩超出我们的预期；经营活动产生的现金流量净额4.45亿元，同比基本持平，每股现金流量0.23元。
- **启动聚焦产品战略、整合管理提效可期。**公司确定下属12个重点公司，分别涵盖化学药、生化药、中药、医药分销、零售5大重点业务领域；70个重点聚焦产品，统筹生产、营销、资金重点投入；并开始启动在上海地区以浦东生物医药制剂、奉浦中药产业基地、星火原料药产业基地三大制造基地为核心的产业布局调整计划，合理布局、统筹整合降低营运成本。公司各项业务均衡稳健发展，进一步整合、提升协同效应是未来业绩增长的主要驱动因素。
- **维持"增持-A" 的投资评级，上调12个月目标价至21元。**我们上调新上海医药2010、2011年业绩为每股收益0.69元、0.82元，按照2010年业绩0.69元为计算基础，给予公司30倍的PE，则12个月内目标价上调至21元，维持"增持-A"的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	27,244.7	31,072.5	37,287.1	45,159.2	55,604.2
Growth(%)		*14.0%*	*20.0%*	*21.1%*	*23.1%*
净利润	1,081.1	1,682.2	1,722.1	2,052.8	2,507.7
Growth(%)		*67.9%*	*5.1%*	*19.2%*	*22.2%*
毛利率(%)	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%
净利润率(%)	2.9%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.69	0.82	1.01
每股净资产(元)	4.65	5.23	5.73	6.27	6.92
市盈率	44.7	26.6	25.3	21.2	17.4
市净率	3.8	3.3	3.1	2.8	2.5
净资产收益率(%)	11.7%	16.2%	15.1%	16.4%	18.2%
ROIC(%)	32.4%	16.4%	17.3%	18.7%	20.9%
EV/EBITDA	24.6	15.7	14.0	12.1	10.0
股息收益率	0.3%	0.3%	1.6%	2.4%	2.9%

评级: 增持-A

上次评级:

目标价格: 21.00 元

期限: 12 个月 上次预测:

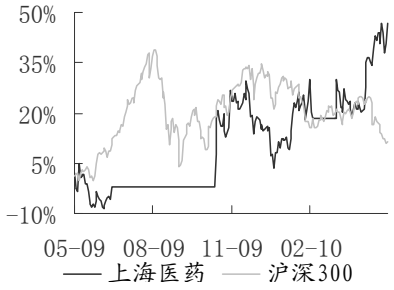
现价: 17.50 元

报告日期: 2010-04-28

市场数据

总市值(百万元)	36,425.52
流通市值(百万元)	15,116.25
总股本(百万股)	1,992.64
流通股本(百万股)	826.93
12 个月最高/最低	11.13/18.44 元
十大流通股东(%)	16.49%
股东户数	130,246

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	31.71	27.80	35.40
绝对收益	20.82	24.10	46.75

研究员

洪露 首席行业分析师

021-68766073 honglu@essence.com.cn

执业证书编号 S1450210010306

前期研究成果

敬请参阅报告结尾处免责声明

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-4-27

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	**27,244.7**	**31,072.5**	**37,287.1**	**45,159.2**	**55,604.2**
减: 营业成本	21,958.8	25,144.5	30,183.9	36,577.0	45,061.0
营业税费	72.6	79.9	93.2	112.9	139.0
销售费用	2,445.2	2,622.9	3,109.7	3,770.8	4,643.0
管理费用	1,514.8	1,646.7	1,938.9	2,348.3	2,891.4
财务费用	291.4	198.3	97.6	81.3	59.3
资产减值损失	198.5	255.8	80.0	100.0	110.0
加: 公允价值变动收益	-7.2	1.3	-5.4	5.0	3.0
投资和汇兑收益	439.6	962.7	423.2	480.0	600.0
营业利润	**1,195.8**	**2,088.3**	**2,201.5**	**2,653.9**	**3,303.5**
加: 营业外净收支	112.7	58.0	35.0	40.0	40.0
利润总额	**1,308.5**	**2,146.3**	**2,236.5**	**2,693.9**	**3,343.5**
减: 所得税	227.4	464.1	514.4	641.2	835.9
净利润	**1,081.1**	**1,682.2**	**1,722.1**	**2,052.8**	**2,507.7**

资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	3,257.3	4,887.2	5,488.6	6,187.7	7,332.3
交易性金融资产	10.4	10.4	5.0	5.0	8.0
应收帐款	4,347.1	4,853.4	6,350.0	8,043.1	9,846.8
应收票据	321.5	369.0	408.6	470.2	563.7
预付帐款	247.5	272.7	302.9	339.5	384.5
存货	3,425.8	3,714.5	4,320.8	5,002.5	6,049.3
其他流动资产	987.0	500.5	-302.7	-302.7	-302.7
可供出售金融资产	105.3	218.5	180.0	150.0	120.0
持有至到期投资	-	-	-	-	-
长期股权投资	1,965.7	1,486.7	1,457.0	1,420.8	1,358.0
投资性房地产	551.5	595.3	600.0	650.0	680.0
固定资产	3,558.7	3,603.1	3,519.4	3,371.1	3,254.1
在建工程	411.2	344.3	233.1	167.5	128.8
无形资产	847.8	805.6	691.1	673.3	637.7
其他非流动资产	431.8	422.4	404.3	389.0	378.8
资产总额	**20,469.1**	**22,084.3**	**23,659.2**	**26,568.1**	**30,440.7**
短期债务	3,755.8	3,284.2	3,246.3	3,199.1	3,138.6
应付帐款	5,528.6	5,840.2	6,615.6	8,016.9	9,876.4
应付票据	527.1	934.4	413.5	551.2	740.7
其他流动负债	1,104.5	1,247.1	1,508.0	1,822.8	2,240.6
长期借款	113.4	84.3	70.0	65.0	60.0
其他非流动负债	182.9	279.7	379.5	428.9	601.0
负债总额	**11,212.4**	**11,670.0**	**12,232.9**	**14,083.9**	**16,657.4**
少数股东权益	**1,766.1**	**2,154.7**	**2,447.4**	**2,796.4**	**3,222.7**
股本	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6
留存收益	5,498.1	6,267.0	6,986.2	7,695.2	8,568.0
股东权益	**9,256.8**	**10,414.3**	**11,426.3**	**12,484.3**	**13,783.3**

现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,081.1	1,682.2	1,722.1	2,052.8	2,507.7
加: 折旧和摊销	312.9	433.0	353.2	361.4	366.8
资产减值准备	198.5	255.7	80.0	100.0	110.0
公允价值变动损失	297.5	214.2	-5.4	5.0	3.0
财务费用	143.2	297.5	214.2	97.6	81.3
投资收益	-439.6	-962.7	-423.2	-480.0	-600.0
少数股东损益	300.5	371.3	344.4	410.6	501.5
营运资金的变动	112.2		-1,543.1	-416.9	-360.0
经营活动产生现金流量	**1,118.1**	**1,906.1**	**625.6**	**2,114.2**	**2,588.3**
投资活动产生现金流量	**189.2**	**300.7**	**412.1**	**429.0**	**576.0**
融资活动产生现金流量	**-671.8**	**-562.0**	**-727.0**	**-984.7**	**-1,157.9**

财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
成长性					
营业收入增长率		14.0%	20.0%	21.1%	23.1%
营业利润增长率		74.6%	5.4%	20.6%	24.5%
净利润增长率		67.9%	5.1%	19.2%	22.2%
EBITDA 增长率		50.6%	12.3%	16.8%	20.4%
EBIT 增长率		53.7%	0.5%	19.0%	22.9%
NOPLAT 增长率		39.0%	-2.2%	17.7%	20.7%
投资资本增长率		-6.9%	8.7%	8.1%	7.5%
净资产增长率		12.5%	9.7%	9.3%	10.4%
利润率					
毛利率	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%
营业利润率	4.4%	6.7%	5.9%	5.9%	5.9%
净利润率	2.9%	4.2%	3.7%	3.6%	3.6%
EBITDA/营业收入	5.8%	7.6%	7.1%	6.9%	6.7%
EBIT/营业收入	5.5%	7.4%	6.2%	6.1%	6.0%
运营效率					
固定资产周转天数	30	41	34	27	21
流动营业资本周转天数	43	50	47	50	49
流动资产周转天数	115	158	151	145	141
应收帐款周转天数	47	59	56	56	56
存货周转天数	33	44	41	39	37
总资产周转天数	182	247	221	200	185
投资资本周转天数	101	125	105	94	82
投资回报率					
ROE	11.7%	16.2%	15.1%	16.4%	18.2%
ROA	5.3%	7.6%	7.3%	7.7%	8.2%
ROIC	32.4%	16.4%	17.3%	18.7%	20.9%
费用率					
销售费用率	9.0%	8.4%	8.3%	8.4%	8.4%
管理费用率	5.6%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
财务费用率	1.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%
三费/营业收入	15.6%	14.4%	13.8%	13.7%	13.7%
偿债能力					
资产负债率	54.8%	52.8%	51.7%	53.0%	54.7%
负债权益比	121.1%	112.1%	107.1%	112.8%	120.9%
流动比率	1.15	1.29	1.41	1.45	1.49
速动比率	0.82	0.95	1.02	1.07	1.11
利息保障倍数	5.10	11.53	23.57	33.63	56.70
分红指标					
DPS(元)	0.05	0.06	0.28	0.41	0.50
分红比率	11.7%	9.1%	40.0%	50.0%	50.0%
股息收益率	0.3%	0.3%	1.6%	2.4%	2.9%

业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
EPS(元)	0.39	0.66	0.69	0.82	1.01
BVPS(元)	4.65	5.23	5.73	6.27	6.92
PE(X)	44.7	26.6	25.3	21.2	17.4
PB(X)	3.8	3.3	3.1	2.8	2.5
P/FCF	-	21.6	80.7	51.0	33.9
P/S	1.3	1.1	0.9	0.8	0.6
EV/EBITDA	24.6	15.7	14.0	12.1	10.0
CAGR(%)	23.8%	14.2%	22.9%	-100.0%	-100.0%
PEG	1.9	1.9	1.1	-0.2	-0.2
ROIC/WACC	3.5	1.8	1.8	2.0	2.2
REP	1.0	2.0	1.8	1.5	1.3

资料来源：安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责申明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

朱贤	**上海联系人**	**凌洁**	**上海联系人**
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	**上海联系人**	**南方**	**上海联系人**
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	**上海联系人**	**张勤**	**上海联系人**
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	**北京联系人**	**马正南**	**北京联系人**
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	**北京联系人**	**李昕**	**北京联系人**
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	**深圳联系人**	**王远洋**	**深圳联系人**
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	**深圳联系人**	**刘欢**	**深圳联系人**
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳
深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026
上海
上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122
北京
北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034