医药商业Ⅲ

署名人：周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

上海医药 601607 推荐

融资将推动上药加速扩张

上海医药发布公告称将发行 H 股并申请在香港主板挂牌上市。

投资要点：

- **据估算公司拟融资额将可能超过 100 亿。**本次发行的 H 股将不超过发行后公司总股本的 25%，并授予不超过 H 股股数 15%的超额配售权，按目前上药总股本 19.9 亿估算，如果包括超额配售部分，本次发行股数不超过 7.64 亿股（6.64+0.997 亿股）；

  本次发行定价不低于本次 H 股发行董事会决议公告日前 20 个交易日公司交易均价的 90%(停牌日 20 日均价为 19.7)那么定价将不低于 17.73 元。

  由以上估算，公司拟融资额将可能超过 100 亿。

- **融资将推动公司加速扩张。**公司本次募集资金拟投向：1、境内外医药工业收购兼并，将在 2011 年底前收购上药集团的新先锋、上海新亚、华联制药等资产；2、在长三角、珠三角和环渤海地区新增或收购分销网络；3、将加大创新药、原料药和仿制药的研发投入；4、建设企业信息系统；优化流动资金和财务结构。

- **公司医药分销全国布局将加速进行。**上海医药作为国内第二大的医药流通企业，去年以来全国性扩张步伐迅速，先后控股山东商联药业、广州中山医和福建省医药公司，在融资完成后，预计公司的并购步伐将进一步加快。

- **抗生素资产收购将增厚公司利润。**上药集团的抗生素业务销售收入估计在 20 亿元以上，按行业平均利润率估算净利润肯定在亿元以上，未来收购将明显增厚公司业绩。

- **未来将继续做大，维持推荐评级。**上海医药对医药商业和工业的资源整合正在加速进行中，公司的利润也会随之增长，在不考虑 H 股发行摊薄和注入资产增厚的影响，我们对上海医药 10-12 年的盈利预测为 0.68、0.85 和 1.05 元，维持推荐的投资评级。

风险提示：

- 公司收购资产时间存在不确定。

主要财务指标

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	31073	38509	47986	59819
同比(%)	14%	24%	25%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1311	1351	1686	2084
同比(%)	68%	3%	25%	24%
毛利率(%)	19.1%	18.6%	18.3%	18.1%
ROE(%)	15.9%	14.4%	15.3%	16.0%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.85	1.05
P/E	31.63	30.69	24.59	19.90
P/B	5.02	4.41	3.76	3.19
EV/EBITDA	15	16	14	11

资料来源：中投证券研究所

6－12 个月目标价： 25.00 元

当前股价： 20.81 元

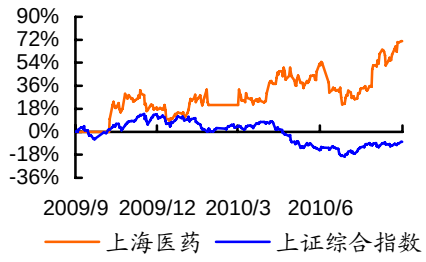
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2698.36
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	172
EPS（TTM）	0.44
每股净资产（元）	1.17
资产负债率	73.2%

股价表现

（%）	1M	3M	6M
上海医药	12.55	12.34	42.16
上证综合指数	1.50	7.43	-10.98



相关报告

《上海医药-工商并进分享行业成长》2010-8-4

《上海医药 600849-全球招聘总裁意味长远，产业链一体化优势渐显》20100122

《上海医药(600849)公司分析--新上药、新起点、新空间》20091019

附：财务预测表

资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14608	19082	23376	28621
现金	4887	7167	8507	10072
应收账款	4853	6015	7495	9343
其它应收款	379	469	585	729
预付账款	273	340	425	531
存货	3715	4633	5793	7235
其他	501	457	570	710
非流动资产	7477	4810	4615	4416
长期投资	1487	0	0	0
固定资产	3603	3678	3570	3414
无形资产	806	912	912	912
其他	1581	220	133	90
资产总计	22084	23892	27991	33037
流动负债	11306	11751	13617	15933
短期借款	3284	3000	3000	3000
应付账款	4792	5977	7475	9334
其他	3229	2774	3142	3599
非流动负债	364	84	84	84
长期借款	84	84	84	84
其他	280	-0	-0	-0
负债合计	11670	11836	13701	16018
少数股东权益	2155	2654	3270	4032
股本	1993	1993	1993	1993
资本公积	3776	3776	3776	3776
留存收益	2486	3633	5250	7217
归属母公司股东权益	8260	9403	11019	12987
负债和股东权益	22084	23892	27991	33037

现金流量表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1906	100	1097	1320
净利润	1682	1850	2303	2846
折旧摊销	421	189	196	199
财务费用	198	135	88	59
投资损失	-963	-400	-400	-420
营运资金变动	319	-1622	-1535	-1920
其它	248	-52	446	556
投资活动现金流	301	3215	400	420
资本支出	764	-10	0	0
长期投资	-10	-2450	0	0
其他	1055	755	400	420
筹资活动现金流	-562	-1035	-157	-175
短期借款	-472	-284	0	0
长期借款	-29	0	0	0
普通股增加	0	-0	0	0
资本公积增加	416	0	0	0
其他	-477	-750	-157	-175
现金净增加额	1645	2280	1340	1565

利润表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	31073	38509	47986	59819
营业成本	25145	31359	39218	48974
营业税金及附加	80	104	130	162
营业费用	2623	3158	3863	4786
管理费用	1647	1983	2399	2931
财务费用	198	135	88	59
资产减值损失	256	50	50	50
公允价值变动收益	1	1	0	0
投资净收益	963	400	400	420
营业利润	2088	2122	2639	3278
营业外收入	140	150	150	150
营业外支出	82	80	80	80
利润总额	2146	2192	2709	3348
所得税	464	342	406	502
净利润	1682	1850	2303	2846
少数股东损益	371	499	617	762
归属母公司净利润	1311	1351	1686	2084
EBITDA	2707	2446	2922	3535
EPS（元）	0.66	0.68	0.85	1.05

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	14.0%	23.9%	24.6%	24.7%
营业利润	74.6%	1.6%	24.4%	24.2%
归属于母公司净利润	67.9%	3.1%	24.8%	23.6%
获利能力				
毛利率	19.1%	18.6%	18.3%	18.1%
净利率	4.2%	3.5%	3.5%	3.5%
ROE	15.9%	14.4%	15.3%	16.0%
ROIC	28.2%	23.8%	26.0%	28.2%
偿债能力				
资产负债率	52.8%	49.5%	48.9%	48.5%
净负债比率	29.27	26.06%	22.51	19.26%
流动比率	1.29	1.62	1.72	1.80
速动比率	0.95	1.21	1.27	1.32
营运能力				
总资产周转率	1.46	1.68	1.85	1.96
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.67	5.82	5.83	5.83
每股指标（元）				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.85	1.05
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.05	0.55	0.66
每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.72	5.53	6.52
估值比率				
P/E	31.63	30.69	24.59	19.90
P/B	5.02	4.41	3.76	3.19
EV/EBITDA	15	16	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐：预期未来 6～12 个月内股价升幅 10%～30％
中 性：预期未来 6～12 个月内股价变动在±10%以内
回 避：预期未来 6～12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好：预期未来 6～12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性：预期未来 6～12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡：预期未来 6～12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐，中投证券研究所医药行业首席分析师，理学博士， 3 年医药行业从业经验，8 年证券行业从业经验， 2006 年、2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围； “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名， 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；

余方升，医药行业研究助理，理学学士，经济学硕士，2009 年加入中投证券研究所，负责中药行业研究；

余文心，医药行业研究助理，北京大学药学、经济学双学士，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所，负责化学药及医药政策研究；

江琦，医药行业研究助理，上海交大生物工程学士，经济学硕士，2010 年加入中投证券研究所，负责生物制药行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2009 年加入中投证券研究所。

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所 公司网站：http://www.cjis.cn

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：518000	邮编：100032	邮编：200041
传真：（0755）82026711	传真：（010）63222939	传真：（021）62171434