

医药商业III
署名人：周锐

S0960207090141
0755-82026719
zhourui@cjis.cn

6-12 个月目标价： 25.00 元

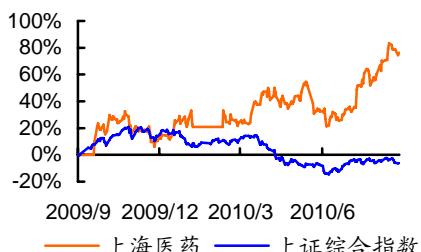
当前股价： 21.49 元
评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2627.97
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	178
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	10.04	34.23	43.21
上证综合指数	0.66	2.94	-14.11



相关报告

- 《上海医药-融资将推动上药加速扩张》
2010-9-9
- 《上海医药-工商并进分享行业成长》
2010-8-4

上海医药 601607

推荐

工业品种丰富、商业扩张加速

我们参加了 9 月 27 日公司股东大会并做了交流，股东会通过公司 H 股上市相关议案，上海医药赴港上市相关工作正式启动。

投资要点：

- 工业已有品种丰富，抗生素业务注入预期、工业并购及未来研发成果转化将进一步丰富公司工业品种

目前已有品种丰富：公司目前已生产许可品种为 3000 多种，在生产 2000 多种，工业年收入约 70 多亿，是医药工业品种最丰富的企业之一；

短期抗生素业务注入将进一步丰富公司抗生素药物梯队：新先锋等抗生素业务即将注入，预计将增加营业收入 20 亿，丰富抗生素药物品种；

长期工业标的并购和研发成果转化将进一步增加公司毛利率较高的新药品类：公司工业并购将以毛利较高的生物制药为主要标的的方向，研发领域将以心血管、肿瘤等前沿领域为主要方向，两者的共同点为发展所需时间较长，但并购或开发成功后，将对公司药品梯队、工业收入、毛利率产生深远影响，甚至填补公司重磅炸弹级药物领域的空白。

- 公司医药商业外延式扩张将加速、跑马圈地促进医药分销全国布局。

H 股上市计划的时间紧凑：公司预计 11 年 6 月完成 H 股上市融资，融资完成将为公司提供很好的资本运作平台和空间。

医药商业并购步伐将加快：医药商业目前并购形势紧张，预计公司将加快收购扩张步伐，抓住医药流通发展时机，抢占优质标的和好地盘。

■ 工业、商业产业链一体化的协同效应将在未来逐步体现。新医改条件下，未来随着公司工业实力进一步增强，医药商业全国布局完成，两者的协同效应将可逐步体现。

■ 我们持续看好上海医药工商业联合做大做强的实力，维持推荐评级。在不考虑 H 股发行摊薄和注入资产增厚的影响，我们维持对上海医药 10-12 年的盈利预测为 0.68、0.85 和 1.05 元，并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	32.67	31.70	25.40	20.55
P/B	5.18	4.55	3.89	3.30
EV/EBITDA	15	17	14	12

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表
资产负债表

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产				
现金	14608	19082	23376	28621
应收账款	4887	7167	8507	10072
其它应收款	4853	6015	7495	9343
预付账款	379	469	585	729
存货	273	340	425	531
其他	3715	4633	5793	7235
非流动资产				
长期投资	501	457	570	710
固定资产	7477	4810	4615	4416
无形资产	1487	0	0	0
其他	3603	3678	3570	3414
资产总计	806	912	912	912
流动负债	1581	220	133	90
短期借款	22084	23892	27991	33037
应付账款	3284	3000	3000	3000
其他	4792	5977	7475	9334
非流动负债	3229	2774	3142	3599
长期借款	364	84	84	84
其他	84	84	84	84
负债合计	280	-0	-0	-0
负债和股东权益	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	248	-52	446	556
资本支出	301	3215	400	420
长期投资	764	-10	0	0
其他	-10	-2450	0	0
筹资活动现金流	1055	755	400	420
短期借款	-562	-1035	-157	-175
长期借款	-472	-284	0	0
普通股增加	-29	0	0	0
资本公积增加	0	-0	0	0
其他	416	0	0	0
现金净增加额	-477	-750	-157	-175
	1645	2280	1340	1565

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

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	32.67	31.70	25.40	20.55
P/B	5.18	4.55	3.89	3.30
EV/EBITDA	15	17	14	12

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；

王威，医药行业研究助理，工学硕士，5 年医疗器械行业从业经验，2010 年加入中投证券研究所，负责医疗器械行业研究。

訾猛，医药品牌销售经理，复旦大学硕士，2008 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，但我们将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

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编：518000
传真：(0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编：100032
传真：(010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编：200041
传真：(021) 62171434