

动态报告

医药保健

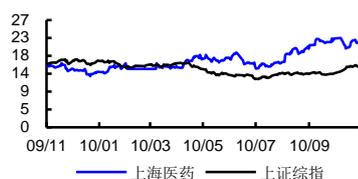
医疗器械与服务

上海医药(601607)
推荐

2010 年三季度报点评

(维持评级)

2010 年 11 月 1 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘(元)	21.49
总股本/流通 A 股(百万股)	1,992.6/826.9
流通 B 股/H 股(百万股)	0.0/0.0
总市值/流通市值(百万元)	42,821.9/17,770.7
上证综指/深圳成指	2,978.84/13,367.24
12 个月最高/最低(元)	22.53/12.91

财务数据

净资产值(百万元)	9,188.39
每股净资产(元)	4.61
市净率	4.66
资产负债率	55.59%
息率	0.47%

相关研究报告:

《上海医药-601607-启动赴港上市,再融资将开启更大并购步伐》——2010-9-9
 《焕发巨大整合潜力》——2010-8-13

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

保持快速增长,持续体现整合效益

• 前三季经营性净利增长 66%符合预期

2010 年 1-9 月公司实现营业收入 278.93 亿元,同比增长 19.19%; 实现营业利润 16.36 亿元、归属于上市公司股东净利润 11.05 亿元,比上年同期扣除联华超市股权出售获得一次性收益后分别增长 48.46%、66.16%; 实现 EPS0.556 元,和我们的预期一致。每股经营性现金流 0.563 元/股,略超净利润,盈利质量优异。

• 工业板块平稳增长,聚焦重点产品提升毛利率

公司的三季报亦披露得较为详细: 医药工业销售收入 61.05 亿元,同比增长 13.56%; 其中生物及生化制剂板块增长最快,收入增速达 29%,占比最大的中药和化学制药增长 8.5%、15.4%。虽然整体收入增速平稳,但由于公司采取聚焦重点品种战略,毛利率同比提升 1.23 个百分点达到 51.55%。

• 商业板块亮点突出,全国扩张稳步推进

医药商业(分销和零售)销售收入 217.02 亿元,同比增长 21.38%; 毛利率 8.82%,同比小幅下降 0.63 个百分点。其中分销业务实现销售收入 199.87 亿元,同比增长 21.80%。今年以来商业业务亮点突出: 1) 全国性布局方面,重组的福建省医药公司于 8 月 1 日正式挂牌,并与浙江、北京等多个地方性优势分销企业达成合作协议。2) 增值服务方面,结合“松江模式”(即社区医疗机构基本药物目录集中采购统一配送),开发建设长宁区社区药品配送信息平台项目 II 期工程; 3) 集团内部整合方面,工商联动销售规模同比增长 33%。

• 启动赴港 IPO,再融资完成将开启更大并购步伐,维持“推荐”评级

公司已于 9 月启动赴港 IPO,将发行不超过 6.64 亿股,定价不低于 17.6 元。初步估算融资额有望超过 110 亿元之巨,将成为迄今中国医药公司最大规模的融资。10-11 年是新上药重组后的快速发展阶段,内部整合潜力巨大而外延扩展基数最小。10-11EPS0.70 元、0.95 元(不考虑发行摊薄,上调)。此次 H 股发行有望在 11 年上半年完成,将使公司迈出更大外延发展步伐,未来两年可能是“甘蔗最甜一段”,维持一年期合理价区间 25-27 元和“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	45,490	55,498
(+/-%)	--	14.0%	20.0%	22.0%	22.0%
净利润(百万元)	781	1311	1398	1901	2277
(+/-%)	--	67.9%	6.7%	36.0%	19.8%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.70	0.95	1.14
EBIT Margin	4.6%	5.1%	5.0%	5.7%	5.7%
净资产收益率(ROE)	10.4%	15.9%	14.9%	17.4%	17.9%
市盈率(PE)	55.1	32.5	30.6	22.5	18.8
EV/EBITDA	34	27.7	26.8	20.1	17.4
市净率(PB)			4.6	3.9	3.4

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	5231	5247	5883	营业收入	31073	37287	45490	55498
应收款项	5601	6640	8475	10339	营业成本	25145	30423	37276	45612
存货净额	3715	4485	5804	7231	营业税金及附加	80	97	118	144
其他流动资产	394	485	591	777	销售费用	2623	3020	3412	4107
流动资产合计	14608	16851	20128	24242	管理费用	1647	1891	2074	2469
固定资产	3960	4254	4352	4438	财务费用	198	212	210	213
无形资产及其他	806	779	752	725	投资收益	963	450	500	550
投资性房地产	1225	1325	1425	1525	资产减值及公允价值变动	(255)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1487	1687	1887	2087	其他收入	0	0	0	(0)
资产总计	22084	24895	28543	33016	营业利润	2088	2063	2871	3473
短期借款及交易性金融负债	3332	3332	3332	3332	营业外净收支	58	180	180	180
应付款项	5727	6727	7840	9351	利润总额	2146	2243	3051	3653
其他流动负债	2247	2640	3197	3800	所得税费用	464	471	641	767
流动负债合计	11306	12699	14369	16483	少数股东损益	371	374	509	609
长期借款及应付债券	84	84	84	84	归属于母公司净利润	1311	1398	1901	2277
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	13063	14783	16947					
少数股东权益	2155	2454	2861	3348					
股东权益	8260	9378	10899	12721					
负债和股东权益总计	22084	24895	28543	33016					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1311	1398	1901	2277
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	30	30	30
财务费用	198	212	210	213
营运资本变动	456	(844)	(1640)	(1414)
其它	162	555	407	487
经营活动现金流	2334	1116	953	1656
资本开支	143	(293)	(356)	(364)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	621	(493)	(556)	(564)
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)	(280)	(380)	(455)
其它融资现金流	(804)	0	0	0
融资活动现金流	(1325)	(280)	(380)	(455)
现金净变动	1630	344	16	636
货币资金的期初余额	3257	4887	5231	5247
货币资金的期末余额	4887	5231	5247	5883
企业自由现金流	2266	562	321	999
权益自由现金流	1433	394	155	830

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.66	0.70	0.95	1.14
每股红利	0.27	0.14	0.19	0.23
每股净资产	4.15	4.71	5.47	6.38
ROS	4%	4%	4%	4%
ROE	16%	15%	17%	18%
毛利率	19%	18%	18%	18%
EBIT Margin	5%	5%	6%	6%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%
收入增长	14%	20%	22%	22%
净利润增长率	68%	7%	36%	20%
资产负债率	63%	62%	62%	61%
息率	1.3%	0.7%	0.9%	1.1%
P/E	32.7	30.6	22.5	18.8
P/B	5.2	4.6	3.9	3.4
EV/EBITDA	32.6	26.8	20.1	17.4

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团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
				岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	严蓓娜	021-60933165
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908		
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
邵达	0755-82130706				
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
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
刘智景	021-60933148	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
煤炭		建筑		新兴产业	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	陈健	010-66215566
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133055	李筱筠	010-66026326
固定收益		指数与产品设计		投资基金	
李怀定	021-60933152	焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339
高宇	0755-82133538	王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82133568
侯慧梯	021-60875161	彭甘霖	0755-82133259	康亢	010-66026337
张旭	010-66026340	阳瑾	0755-82133538	刘洋	
蔺晚熠	021-60933146	周琦	0755-82133568		
刘子宁	021-60933145	赵学昂	0755-66025232		
数量化投资		交易策略			
葛新元	0755-82133332	戴军	0755-82133129		
董艺婷	021-60933155	秦国文	0755-82133528		
林晓明	0755-25472656	徐左乾	0755-82133090		
赵斯尘	021-60875174	黄志文	0755-82133928		
程景佳	021-60933166				
郑云	021-60875163				
毛甜	021-60933154				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
				黎敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
				徐冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn