

上海医药：主业大幅增长，符合预期

2010年三季度报点评

报告摘要：

- 业绩增长66%，符合预期。**2010年1-9月，上海医药营业收入278.9亿元，同比增长19.2%。归属于上市公司股东的净利润为11.1亿元，扣除上年同期出售联华超市一次性收益影响，同比增长66.2%，每股收益0.56元，该业绩符合我们的预期。经营活动产生的现金流量净额约11.2亿元，同比减少12.0%，每股现金流0.56元，公司现金流管控严格，体现一贯的稳健原则。
- 实施聚焦产品战略，重点产品增速加快。**公司工业销售收入61.1亿元，同比增长13.6%；毛利率51.6%，同比提升1.2个百分点。其中生物及生化制药业务实现销售收入9.2亿元，同比增长29.2%；化学制药业务实现销售收入23.4亿元，同比增长15.4%；中药业务实现销售收入25.3亿元，同比增长8.5%；医疗器械业务实现销售收入约3.2亿元，同比增长3.5%。公司销售收入7,500万元以上产品共有18个，3.5亿元销售收入以上有乌司他丁、注射用头孢曲松钠；1.5亿元销售收入以上有参麦注射液、抗衰老片、注射用头孢噻肟钠、龙虎清凉系列、丹参酮IIA磺酸钠注射液。乌司他丁、注射用头孢噻肟钠同比增长35%以上。
- 积极探索新的商业模式，商业实现较快增长。**公司分销和零售整体销售收入217.0亿元，同比增长21.4%；毛利率8.8%，较去年同期下降0.63个百分点。。商业份额稳居全国第二，在华东地区市场份额约为18%，上海市场份额为54.4%。公司医药分销收入199.9亿元，同比增长21.8%，公司继续加快分销网络的全国性布局，加速实施有效并购，区域涉及福建、浙江、北京。积极探索的“松江模式”，已在上海六个行政区、青岛全市、常州部分区域成功推广，体现了工商一体化的协同优势。公司自2009年下半年开始启动内部零售业务整合，医药零售收入达17.2亿元，同比增长16.8%。
- 内部整合管理提效，外部加快并购步伐。**公司各项内部整合工作正在努力推进，有望进一步通过管理及资源整合提升效益。同时，公司商业全国布局步伐加快，先后控股山东商联、广州中山医，与福建省华侨实业集团有限责任公司联合重组的福建省医药有限责任公司于8月1日正式挂牌成立。并且与江苏、浙江等地的多家地区分销龙头企业达成合作框架协议，成立专职整合团队，加快外延并购整合步伐。
- 维持“增持-A”的投资评级，上调12个月目标价至27元。**我们维持上海医药2010、2011年业绩为每股收益0.73元、0.89元，按照2011年业绩0.89元为计算基础，给予公司30倍的PE，则上调12个月目标价至27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(%)	95.7%	14.0%	20.0%	21.1%	23.1%
净利润	1,081.1	1,682.2	1,878.6	2,222.3	2,754.8
Growth(%)	1077.7%	67.9%	10.6%	22.6%	24.0%
毛利率(%)	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%
净利润率(%)	2.9%	4.2%	3.9%	3.9%	4.0%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.73	0.89	1.11
每股净资产(元)	4.65	5.23	5.79	6.37	7.08
市盈率	54.9	32.7	29.5	24.1	19.4
市净率	4.6	4.1	3.7	3.4	3.0
净资产收益率(%)	11.7%	16.2%	16.3%	17.5%	19.5%
ROIC(%)	32.4%	16.4%	18.8%	20.3%	22.9%
EV/EBITDA	29.7	19.0	16.4	14.3	11.9
股息收益率	0.2%	0.3%	1.4%	2.1%	2.6%

评级：**增持-A**

上次评级：增持-A

目标价格：**27.00元**

期限：12个月 上次预测：22.00元

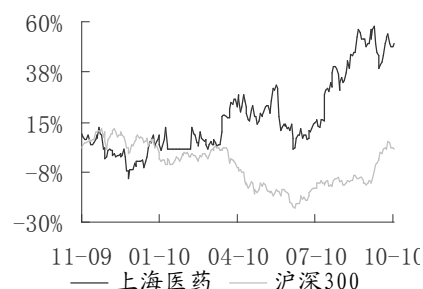
现价：21.49元

报告日期：**2010-10-31**

市场数据

总市值(百万元)	42,821.91
流通市值(百万元)	17,770.69
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	12.90/22.89元
十大流通股(%)	25.86%
股东户数	55,375

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(18.99)	15.66	47.44
绝对收益	(3.85)	33.48	50.48

研究员

洪露 首席行业分析师
021-68766073 honglu@essence.com.cn
证书编号 S1450210010306

前期研究成果

上海医药：内外并举，加速发展
2010-08-05
上海医药：主业大幅增长，工商协同优势突出
2010-05-06

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-10-29

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	27,244.7	31,072.5	37,287.1	45,159.2	55,604.2	成长性					
减: 营业成本	21,958.8	25,144.5	30,183.9	36,577.0	45,061.0	营业收入增长率	95.7%	14.0%	20.0%	21.1%	23.1%
营业税费	72.6	79.9	93.2	112.9	139.0	营业利润增长率	875.3%	74.6%	10.1%	18.7%	24.4%
销售费用	2,445.2	2,622.9	3,109.7	3,770.8	4,643.0	净利润增长率	1077.7%	67.9%	10.6%	22.6%	24.0%
管理费用	1,514.8	1,646.7	1,938.9	2,348.3	2,891.4	EBITDA 增长率	390.8%	50.6%	16.3%	15.3%	20.5%
财务费用	291.4	198.3	95.6	77.3	54.3	EBIT 增长率	529.2%	53.7%	4.7%	17.2%	22.9%
资产减值损失	198.5	255.8	-15.0	30.0	25.0	NOPLAT 增长率	679.4%	39.0%	6.4%	16.8%	22.5%
加: 公允价值变动收益	-7.2	1.3	-5.4	5.0	3.0	投资资本增长率	174.0%	-6.9%	7.8%	9.0%	7.8%
投资和汇兑收益	439.6	962.7	423.2	480.0	600.0	净资产增长率	372.7%	12.5%	10.8%	9.9%	11.3%
营业利润	1,195.8	2,088.3	2,298.5	2,727.9	3,393.5	利润率					
加: 营业外净收支	112.7	58.0	49.8	50.0	50.0	毛利率	19.4%	19.1%	19.1%	19.0%	19.0%
利润总额	1,308.5	2,146.3	2,348.3	2,777.9	3,443.5	营业利润率	4.4%	6.7%	6.2%	6.0%	6.1%
减: 所得税	227.4	464.1	469.7	555.6	688.7	净利润率	2.9%	4.2%	3.9%	3.9%	4.0%
净利润	1,081.1	1,682.2	1,878.6	2,222.3	2,754.8	EBITDA/营业收入	5.8%	7.6%	7.4%	7.0%	6.9%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	5.5%	7.4%	6.4%	6.2%	6.2%
货币资金	3,257.3	4,887.2	5,688.6	6,387.7	7,632.3	运营效率					
交易性金融资产	10.4	10.4	5.0	5.0	8.0	固定资产周转天数	30	41	34	27	21
应收帐款	4,347.1	4,853.4	6,352.3	8,044.3	9,879.1	流动营业资本周转天数	43	50	47	49	49
应收票据	321.5	369.0	408.6	470.2	563.7	流动资产周转天数	115	158	151	146	143
预付帐款	247.5	272.7	302.9	339.5	384.5	应收帐款周转天数	47	59	56	56	56
存货	3,425.8	3,714.5	4,320.8	5,002.5	6,049.3	存货周转天数	33	44	41	39	37
其他流动资产	987.0	500.5	-302.7	-302.7	-302.7	总资产周转天数	182	247	222	202	186
可供出售金融资产	105.3	218.5	180.0	150.0	120.0	投资资本周转天数	101	125	104	94	82
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	1,965.7	1,486.7	1,457.0	1,420.8	1,358.0	ROE	11.7%	16.2%	16.3%	17.5%	19.5%
投资性房地产	551.5	595.3	600.0	650.0	680.0	ROA	5.3%	7.6%	7.9%	8.3%	9.0%
固定资产	3,558.7	3,603.1	3,519.4	3,371.1	3,254.1	ROIC	32.4%	16.4%	18.8%	20.3%	22.9%
在建工程	411.2	344.3	233.1	167.5	128.8	费用率					
无形资产	847.8	805.6	691.1	673.3	637.7	销售费用率	9.0%	8.4%	8.3%	8.4%	8.4%
其他非流动资产	431.8	422.4	404.3	389.0	378.8	管理费用率	5.6%	5.3%	5.2%	5.2%	5.2%
资产总额	20,469.1	22,084.3	23,861.4	26,769.3	30,772.9	财务费用率	1.1%	0.6%	0.3%	0.2%	0.1%
短期债务	3,755.8	3,284.2	3,246.3	3,199.1	3,138.6	三费/营业收入	15.6%	14.4%	13.8%	13.7%	13.6%
应付帐款	5,528.6	5,840.2	6,706.6	8,016.9	9,876.4	偿债能力					
应付票据	527.1	934.4	413.5	551.2	740.7	资产负债率	54.8%	52.8%	51.6%	52.6%	54.1%
其他流动负债	1,104.5	1,247.1	1,508.0	1,822.8	2,240.6	负债权益比	121.1%	112.1%	106.8%	111.0%	118.0%
长期借款	113.4	84.3	70.0	65.0	60.0	流动比率	1.15	1.29	1.41	1.47	1.51
其他非流动负债	182.9	279.7	379.5	428.9	601.0	速动比率	0.82	0.95	1.03	1.08	1.13
负债总额	11,212.4	11,670.0	12,323.9	14,083.9	16,657.4	利息保障倍数	5.10	11.53	25.05	36.28	63.49
少数股东权益	1,766.1	2,154.7	2,518.7	2,896.5	3,364.9	分红指标					
股本	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6	DPS(元)	0.05	0.06	0.29	0.45	0.55
留存收益	5,498.1	6,267.0	7,026.2	7,796.2	8,758.0	分红比率	11.7%	9.1%	40.0%	50.0%	50.0%
股东权益	9,256.8	10,414.3	11,537.6	12,685.4	14,115.5	股息收益率	0.2%	0.3%	1.4%	2.1%	2.6%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1,081.1	1,682.2	1,878.6	2,222.3	2,754.8	EPS(元)	0.39	0.66	0.73	0.89	1.11
加: 折旧和摊销	312.9	433.0	353.2	361.4	366.8	BVPS(元)	4.65	5.23	5.79	6.37	7.08
资产减值准备	198.5	255.7	-15.0	30.0	25.0	PE(X)	54.9	32.7	29.5	24.1	19.4
公允价值变动损失	297.5	214.2	-5.4	5.0	3.0	PB(X)	4.6	4.1	3.7	3.4	3.0
财务费用	143.2	297.5	214.2	95.6	77.3	P/FCF	-	26.6	72.1	58.7	35.8
投资收益	-439.6	-962.7	-423.2	-480.0	-600.0	P/S	1.6	1.4	1.1	0.9	0.8
少数股东损益	300.5	371.3	428.3	444.5	551.0	EV/EBITDA	29.7	19.0	16.4	14.3	11.9
营运资金的变动	112.2	-	-1,454.6	-506.7	-392.7	CAGR(%)	27.2%	17.9%	20.2%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,118.1	1,906.1	857.5	2,153.9	2,762.2	PEG	2.0	1.8	1.5	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	189.2	300.7	412.1	429.0	576.0	ROIC/WACC	3.4	1.7	2.0	2.2	2.4
融资活动产生现金流量	-671.8	-562.0	-754.1	-1,048.5	-1,251.7	REP	1.2	2.5	2.0	1.7	1.4

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。2009年《新财富》最佳分析师。

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声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

凌洁	上海联系人	黄方祥	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68765913	huangfc@essence.com.cn
朱贤	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765293	zhuxian@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
李昕	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@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
律焯	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn
胡珍	深圳联系人	李国瑞	深圳联系人
0755-82558073	huzhen@essence.com.cn	0755-82558084	ligr@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