

2010年11月2日

黎瑩
ying_li@e-capital.com.cn
目標價(元) 27.00

公司基本資訊

產業別	醫藥		
A 股價 (10/11/01)	22.18		
上證綜合指數 (10/11/01)	3054.02		
股價 12 個月高/低	22.53/12.83		
總發行股數 (百萬)	1992.64		
A 股數 (百萬)	826.93		
A 市值 (億元)	183.41		
主要股東	上海醫藥(集團)公司 (39.91%)		
每股淨值 (元)	4.61		
股價/帳面淨值	4.81		
	一個月	三個月	一年
股價漲跌(%)	-0.76	34.10	41.18

近期評等

出刊日期	前日收盤	評等
2010-10-13	20.80	買入

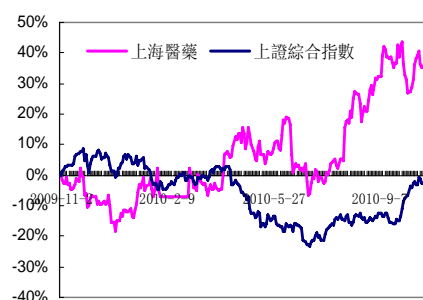
產品組合

醫藥商業	75.55%
醫藥工業	23.55%

機構投資者占流通 A 股比例

基金	28.44%
一般法人	6.88%
券商集合理財	0.13%

股價相對大盤走勢



上海醫藥(601607.SH)

Buy 買入

業績凸顯整合效果

結論與建議：

上海醫藥為我國橫跨醫藥工商業全產業鏈的醫藥航母企業，在新醫改的背景下，醫藥行業集中度加速已凸現。我們看好上海醫藥在內部產業鏈整合後穩健的對外擴張以及藥資產整合的資源優勢，預計公司 2010、11 年將實現淨利潤分別為 15.4 億元和 18.5 億元，同比分別增長 17.5%、19.9%，目前對應 PE 分別為 29 和 24 倍，維持“買入”建議。

- **2010 年 1-3Q 業績穩定穩健：**2010 年 1-3Q 實現營收 278.93 億元 (YOY+19.19%)，實現淨利潤 11.05 億元 (YOY+7.7%)，扣除上年聯華超市股權出售獲得一次性收益後的同比，實現利潤總額 17.53 億元 (YOY+52.17%)，實現淨利潤 11.05 億元 (YOY+66.16%)，每股收益 0.556 元，符合預期。
- **資源整合穩健，醫藥工商協同成長：**2010 年 1-3Q 醫藥工業實現營收 61.05 億元 (YOY+13.56%)，毛利率提高 1.23 個百分點至 51.55%。其中主要產品烏司他丁、注射用頭孢曲松鈉的銷售收入達到 3.5 億元以上，參麥注射液、注射用頭孢噻肟鈉、抗衰老片、龍虎清涼系列、丹參酮 IIA 磺酸鈉注射液的銷售收入達到 1.5 億元以上，烏司他丁、注射用頭孢噻肟鈉的銷售收入同比增長 35% 以上。1-3Q 醫藥商業實現營收 217.02 億元 (YOY+21.38%)，市場份額穩居全國第二。公司各項業務的內部整合加速，工商業一體化的協同效應將為公司未來成長提供動力。
- **赴港融資將加速外延式擴張：**公司 2010 年 9 月公告，擬在香港主板發行不超過 6.64 億股，募集資金在 88-117 億元，預計在 2011 年 6 月完成此次上市融資。目前醫藥巨頭紛紛緊張並購加快佈局，公司此次巨額融資的完成將為公司提供更好的資本運作平臺，為公司加快外延擴張，搶佔優質標的提供資金保障。我們預計 2011-2012 年將迎來擴張高潮，公司也將出現盈利規模的高漲。
- **盈利預測：**我們預計 2010 年/2011 年公司實現營收 378 億元 (YOY+21.7%) /461 億元 (YOY+21.9%)，實現淨利潤 15.4 億元 (YOY+17.51%) /18.5 億元 (YOY+19.88%)，以目前股本計算 (不考慮 H 股發行攤薄) EPS 分別為 0.77 元/0.93 元，對應 2010 年/2011 年 PE 分別為 29 倍/24 倍，估值被低估，維持“買入”建議。

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F
純利 (Net profit)	RMB 百萬元	781	1311	1540	1847
同比增減	%	0.00%	67.94%	17.51%	19.88%
每股盈餘 (EPS)	RMB 元	0.39	0.66	0.77	0.93
同比增減	%	0.00%	67.94%	17.51%	19.88%
A 股市盈率 (P/E)	X	51	30	26	22
股利 (DPS)	RMB 元	0.045	0.102	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.25%	0.56%	1.10%	1.10%

預期報酬(Expected Return：ER)為准，說明如下：

強力買入 StrongBuy (ER \geq 30%)；買入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

賣出 Sell (-30% < ER \leq -10%)；強力賣出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并損益表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F
營業收入	27,245	31,073	37,822	46,115
經營成本	21,959	25,145	30,689	37,290
主營業務利潤	5,286	5,928	7,134	8,825
銷售費用	2,445	2,623	3,215	3,920
管理費用	1,515	1,647	2,005	2,444
財務費用	291	198	227	277
營業利潤	1,196	2,088	2,352	2,825
補貼收入	203	140	140	140
稅前利潤	1,308	2,146	2,382	2,855
所得稅	227	66	104	143
少數股東損益	301	371	460	552
歸屬於母公司所有者的淨利潤	781	1,311	1,540	1,847

附二：合并資產負債表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F
貨幣資金	3,257	4,887	6,338	8,215
存貨	3,425	3,715	4,087	4,495
應收賬款	4,347	4,853	5,096	5,350
流動資產合計	12,597	14,608	15,601	18,141
長期股權投資	1,966	1,487	1,678	1,735
固定資產	3,971	3,950	4,253	4,321
無形資產及其它資產合計	964	953	942	931
資產總計	20,469	22,084	23,827	25,882
流動負債合計	10,916	11,306	11,872	12,490
長期負債合計	296	364	382	376
負債合計	11,212	11,670	12,254	12,866
少數股東權益	1,766	2,155	2,311	2,501
股東權益合計	9,257	8,259	9,263	10,515
負債及股東權益合計	20,469	22,084	23,827	25,882

附三：合并現金流量表

百萬元	2008	2009	2010F	2011F
經營活動產生的現金流量淨額	1,118	1,906	1,604	1,965
投資活動產生的現金流量淨額	189	301	481	590
籌資活動產生的現金流量淨額	-672	-562	-634	-678
現金及現金等價物淨增加額	631	1,645	1,451	1,877

此份報告由群益證券(香港)有限公司編寫，群益證券(香港)有限公司的投資和由群益證券(香港)有限公司提供的投資服務不是個人客戶而設。此份報告不能複製或再分發或印刷報告之全部或部份內容以作任何用途。群益證券(香港)有限公司相信以編寫此份報告之資料可靠，但此報告之資料沒有被獨立核實審計。群益證券(香港)有限公司不對此報告之準確性及完整性作任何保證，或代表或作出任何書面保證，而且不會對此報告之準確性及完整性負任何責任或義務。群益證券(香港)有限公司，及其分公司及其聯營公司或許在閣下收到此份報告前使用或根據此份報告之資料或研究推薦作出任何行動。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員不會對使用此份報告後招致之任何損失負任何責任。此份報告內容之資料和意見可能會或會在沒有事前通知前變更。群益證券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇員或會對此份報告內描述之證券持意見或立場，或會買入，沽出或提供銷售或出價此份報告內描述之證券。群益證券(香港)有限公司及其分公司及其聯營公司可能以其戶口，或代他人之戶口買賣此份報告內描述之證券。此份報告不是用作推銷或促使客人交易此報告內所提及之證券。