

上海医药：收购中信医药，加快全国扩张

评级： 增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 31.00 元

期限： 12 个月 上次预测： 27.00 元

现价： 23.81 元

报告日期： 2010-11-30
报告关键点：

- 收购中信医药，加快全国扩张
- 维持“增持-A”的投资评级，调高12个月目标价至31元

报告摘要：

- 收购中信医药，加快全国扩张。**公司今天发布了公告，拟签署投资意向书，以现金收购中信医药55.45%的股权，以进一步拓展以北京地区为中心的华北地区医药分销网络资源，从而基本实现以华东、华南、华北为重点区域的全国性医药分销网络格局，该三大市场容量占全国医药消费市场的比例超过一半，真正实现上海医药向全国性医药大型企业的转变。对本次收购事宜我们持积极乐观态度。
- 中信医药简介：**公司主营业务为医药分销，名列2009年度中国医药商业企业第18位，主要业务集中在北京市场，北京市场占有率排名第三，其中医院纯销业务占70%，调拨业务占30%。根据第三方研究机构数据表明，中信医药2009年实现销售收入净额43亿元、净利润近1亿元；公司管理层预计，中信医药2010年预计实现销售收入净额超过60亿元。
- 收购关键要素：**上海医药决定通过其全资子公司上海实业医药科技（集团）有限公司作为收购实体，收购中信医药55.45%的股份；双方将根据上海医药对中信医药的全面尽职调查及类似交易的市场惯例协商确定目标股份的价格；本次交易将按相关要求提交上海医药股东大会的批准以及中国有关部门的批准或备案。公司与实际控制人上海实业（集团）有限公司（或通过其子公司）通过关联交易借款不超过2,000万美元，以解决收购前期款项筹措问题。
- 内部整合管理提速，外部加快并购步伐。**今年以来，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，收购了北京上药爱心伟业医药有限公司，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，调高12个月目标价至31元。**暂不考虑收购中信医药并表影响，我们维持对上海医药2010、2011年的业绩预测，即每股收益分别为0.73元、0.89元，按照2011年业绩0.89元为计算基础，给予公司35倍的PE，则调高公司12个月目标价至31元，维持“增持-A”的投资评级。
- 提示：**我们后续将根据收购审批进展及公司公告情况，适时做出对公司2011年收购中信医药后并表业绩的预测。

市场数据

总市值(百万元)	47,444.84
流通市值(百万元)	19,689.17
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	12.90/25.53 元
十大流通股东(%)	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	16.42	10.31	73.94
绝对收益	10.80	21.91	68.25

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
010-66581747	liqs@essence.com.cn
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

上海医药：内部整合提速，外延并购发展	2010-11-01
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	60.8	36.2	32.7	26.7	21.5
市净率	5.1	4.6	4.1	3.7	3.4
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	32.6	21.0	18.1	15.8	13.1
股息收益率	0.2%	0.3%	1.2%	1.9%	2.3%

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-11-30

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%	1.2%	1.9%	2.3%
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)	60.8	36.2	32.7	26.7	21.5
公允价值变动损失	297.5	214.2	-5.4	5.0	3.0	PB(X)	5.1	4.6	4.1	3.7	3.4
财务费用	143.2	297.5	214.2	95.6	77.3	P/FCF	-	29.4	79.9	65.1	39.7
投资收益	-439.6	-962.7	-423.2	-480.0	-600.0	P/S	1.7	1.5	1.3	1.1	0.9
少数股东损益	300.5	371.3	428.3	444.5	551.0	EV/EBITDA	32.6	21.0	18.1	15.8	13.1
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	2.2	2.0	1.6	-0.3	-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	2.1	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	1.3	2.7	2.2	1.9	1.6

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。2010年《新财富》最佳分析师第三名。2009年《新财富》最佳分析师第四名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有3年证券行业从业经验，2010年3月加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳分析师第三名。

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

梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
张勤	上海联系人	马正南	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	潘冬亮	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
李昕	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113565	lixin@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
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