

## 医药商业III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 23.22元

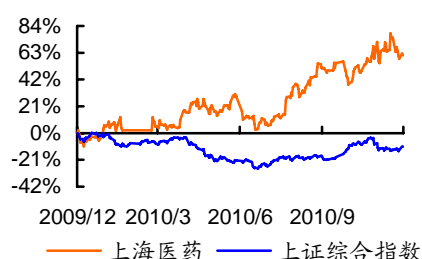
评级调整: 维持

## 基本资料

上证综合指数	2927.08
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	192
EPS (TTM)	0.58
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	1.71	6.71	0.00
上证综合指数	-1.95	8.87	0.00



## 相关报告

《上海医药-收购中信医药, 图雄踞环渤海, 谋布局全国》2010-11-30

《上海医药-三季报符合预期, H股上市将促新增长》2010-10-31

《上海医药-工业品种丰富、商业扩张加速》2010-9-27

## 上海医药

601607

推荐

## 收购中信医药、抗生素资产整合, 工商业齐发展

12月15日, 公司公告收购CHS共65.24%的股权支付23.28亿, 公司抗生素资产新亚药业96.9%的股权和新华康医药100%股权注入上市公司, 全面托管新先锋药业, 支付对价14.8778亿元, 同时公司成立董事会战略委员会。我们认为公司后续有望继续收购CHS股权直至全资控股中信医药, 全面进军北京市场, 实现全国商业扩张。公司管理层执行力强, 未来工商业协同效应将在整合中逐步显现, 我们维持推荐评级。

### 投资要点:

- **公司的管理层整合决心大, 执行力强:** 新亚药业、新华康、新先锋优质的抗生素业务整合时间快, 同时公司成立董事会战略委员会, 显示出管理层整合和执行的强大决心。公司在最初的物理形态整合完成之后, 一步一步进行业务整合、管理整合、资源整合等。我们看好本局管理层对上海医药庞大体系整合所能发挥的高效作用。
- **新亚药业、新华康注入, 新先锋全面托管, 至此公司完成对优质抗生素业务的整合, 公司工业品种进一步丰富, 工商业协同效应更加显现, 预计11年可直接增厚公司EPS约0.06元。** 抗生素业务中, 头孢曲松、头孢噻肟和头孢替安销售收入过亿, 另有头孢呋辛、头孢米诺等多个品种, 公司重点品种增加。
- **公司共以23.28亿收购CHS65.24%股权, 合每股4.3元。预计公司后续将继续增持CHS股权, 直至达到全资控股。公司不断增加收购CHS的股份, 以达到全资控股中信医药的目的, 显示了公司进入环渤海区域的决心, 为未来成为全国性医药流通企业打下基础。**
- **未来工业、商业双向发展, 协同效应持续体现:** 公司H股融资完成后, 商业部分将继续进行外延式扩张, 收购纯销业务为主的区域龙头企业。工业方面, 公司将加大研发投入, 70%用于仿制药, 30%用于创新药研发, 加大1类新药研发的投入, 期待新品种的上市增厚公司利润。
- **收购和资产注入的速度让我们看到公司管理层的效率和执行力。我们长期看好上海医药工商业一体化发展, 维持推荐评级。我们维持对上海医药10-12年的盈利预测为0.68、0.99和1.21元, 目标价30元。**
- **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	56444	70298
同比(%)	14%	24%	47%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1311	1351	1970	2416
同比(%)	68%	3%	46%	23%
毛利率(%)	19.1%	18.6%	18.0%	17.7%
ROE(%)	15.9%	14.4%	17.4%	17.8%
每股收益(元)	0.66	0.68	0.99	1.21
P/E	35.30	34.25	23.48	19.15
P/B	5.60	4.92	4.09	3.41
EV/EBITDA	16	18	13	11

资料来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	14608	19082	25441	31547	<b>营业收入</b>	31073	38509	56444	70298
现金	4887	7167	7927	9703	营业成本	25145	31359	46285	57846
应收账款	4853	6015	8816	10980	营业税金及附加	80	104	152	190
其它应收款	379	469	688	857	营业费用	2623	3158	4741	5729
预付账款	273	340	502	627	管理费用	1647	1983	2427	3023
存货	3715	4633	6838	8545	财务费用	198	135	93	68
其他	501	457	670	835	资产减值损失	256	50	50	50
<b>非流动资产</b>	7477	4810	4615	4416	公允价值变动收益	1	1	0	0
长期投资	1487	0	0	0	投资净收益	963	400	400	420
固定资产	3603	3678	3570	3414	<b>营业利润</b>	2088	2122	3095	3812
无形资产	806	912	912	912	营业外收入	140	150	150	150
其他	1581	220	133	90	营业外支出	82	80	80	80
<b>资产总计</b>	22084	23892	30056	35963	<b>利润总额</b>	2146	2192	3165	3882
<b>流动负债</b>	11306	11751	15294	18038	所得税	464	342	475	582
短期借款	3284	3000	3000	3000	<b>净利润</b>	1682	1850	2691	3299
应付账款	4792	5977	8822	11025	少数股东损益	371	499	720	883
其他	3229	2774	3472	4013	<b>归属母公司净利润</b>	1311	1351	1970	2416
<b>非流动负债</b>	364	84	84	84	EBITDA	2707	2446	3384	4079
长期借款	84	84	84	84	EPS (元)	0.66	0.68	0.99	1.21
其他	280	-0	-0	0	<b>主要财务比率</b>				
<b>负债合计</b>	11670	11836	15378	18122	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
少数股东权益	2155	2654	3374	4257	<b>成长能力</b>				
股本	1993	1993	1993	1993	营业收入	14.0%	23.9%	46.6%	24.5%
资本公积	3776	3776	3776	3776	营业利润	74.6%	1.6%	45.9%	23.1%
留存收益	2486	3633	5534	7814	归属于母公司净利润	67.9%	3.1%	45.8%	22.6%
归属母公司股东权益	8260	9403	11304	13584	<b>获利能力</b>				
<b>负债和股东权益</b>	22084	23892	30056	35963	毛利率	19.1%	18.6%	18.0%	17.7%
<b>现金流量表</b>					净利率	4.2%	3.5%	3.5%	3.4%
<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	ROE	15.9%	14.4%	17.4%	17.8%
<b>经营活动现金流</b>	1906	100	523	1560	ROIC	28.2%	23.8%	27.4%	29.3%
净利润	1682	1850	2691	3299	<b>偿债能力</b>				
折旧摊销	421	189	196	199	资产负债率	52.8%	49.5%	51.2%	50.4%
财务费用	198	135	93	68	净负债比率	29.27	26.06%	20.06	17.02%
投资损失	-963	-400	-400	-420	流动比率	1.29	1.62	1.66	1.75
营运资金变动	319	-1622	-2901	-2239	速动比率	0.95	1.21	1.19	1.25
其它	248	-52	844	652	<b>营运能力</b>				
<b>投资活动现金流</b>	301	3215	400	420	总资产周转率	2.81	1.68	2.09	2.13
资本支出	764	-10	0	0	应收账款周转率	11	6	7	6
长期投资	-10	-2450	0	0	应付账款周转率	10.49	5.82	6.26	5.83
其他	1055	755	400	420	<b>每股指标 (元)</b>				
<b>筹资活动现金流</b>	-562	-1035	-163	-204	每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.99	1.21
短期借款	3284	-284	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.05	0.26	0.78
长期借款	84	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.72	5.67	6.82
普通股增加	1993	-0	0	0	<b>估值比率</b>				
资本公积增加	3776	0	0	0	P/E	35.30	34.25	23.48	19.15
其他	-9699	-750	-163	-204	P/B	5.60	4.92	4.09	3.41
<b>现金净增加额</b>	1645	2280	759	1776	EV/EBITDA	16	18	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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  $\pm 10\%$  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

**中投医药团队荣誉：**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 2 名，2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名；2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

#### 中投医药团队成员：

**周锐**，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，整体负责中投医药团队研究工作；  
**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、医疗服务及政策研究；  
**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，负责生物制药行业及医药流通研究；  
**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，负责医疗器械及境外上市中资医药股研究；  
**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，旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。本报告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