

整合资产发挥工商一体化优势

——上海医药(601607)调研简报

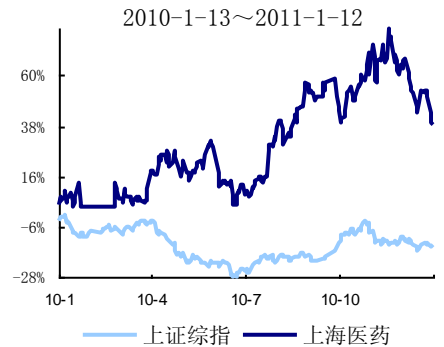
核心观点

- 1. 整合资产，发挥工商一体化优势。**在完成对上实医药、中西药业等工业资产的整合后，公司加强对工业和商业之间的对接，提高自我分销比例。在上海医药股份覆盖的市场区域，工业子公司的配送工作由上海医药股份负责，配送利润保留在公司内部。同时上海医药股份优先配送工业子公司产品，在药品招标和终端开拓上给予辅助。随着上海医药股份在国内配送范围的扩大，工商一体化优势将更加显著。
- 2. 集中资源，科学管理。**对各子公司的管理方面，公司实行总部垂直管理，同时设立经营委员会协调各方工作。在管理策略上，公司抓大放小，根据产品优势和行业特点重点发展9家子公司，其中生物医药2家，中药3家，化学药4家。公司将逐步统一各子公司之间的生产销售工作，实行集中采购、集中销售和集中宣传。目前公司内部13个品种的中药材已实现集中化采购，价格话语权有所提升。
- 3. 聚焦重点品种，提升整体竞争力。**重组后的新上药，拥有众多药品文号。为进一步提升竞争力，公司对品种进行筛选，重点聚焦核心产品。目前公司确定的核心产品有60多个，其中年销售额过亿的品种有18个。2011年公司争取过亿产品扩大到20个以上，未来5年内扩大到30个。对于占收入20%左右的基本药物，毛利较高的品种将继续保留，毛利较低的产品则转移至上海市外生产成本较低的地区生产。
- 3. 医药商业重点布局发达地区。**不同于国药遍布全国的分销网络，公司商业布局主要集中在华东、华南和华北等医药消费发达的地区。目前公司在华东地区市场份额在18%左右，上海地区份额在54%左右。未来公司将在巩固华东市场的基础上，逐步向华南和华北延伸。在华北地区，公司将设立北方总部，以中信医药为平台拓展市场。在华南地区，则以中山医为基础构建商业平台。
- 4. 新先锋暂由新亚药业托管，经营稳定后注入公司。**由于历史原因，新先锋的销售主要采取大包模式，历史营业业绩不稳定。为保护流通股东权益，新先锋将由新亚药业托管，销售交由新华康负责。待经营稳定后，新先锋再注入公司。2010年前3季度集团抗生素资产的净利润为5506万元。四季度是抗生素销售旺季，销售额一般占全年的1/2，按此测算此次注入的抗生素资产的净利润在1亿元左右。
- 5. 盈利预测与投资评级。**我们预计公司2010-2012年的每股收益分别0.65元、0.81元和0.94元，对应的市盈率为31倍、25倍和21倍。对比行业平均水平，公司目前估值水平较低，同时内部资源整合和对外并购可能带来业绩的超预期，给予公司“短期_推荐，长期_A”评级。

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	31073	37035	44926	52399
同比增速(%)	14.05	19.19	21.31	16.63
净利润(百万)	30	71	104	140
同比增速(%)	55.60	-1.35	24.59	16.86
EPS(元)	0.66	0.65	0.81	0.95
P/E	30	31	25	21

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	199264.33
流通A股(万股)	77001.12
52周内股价区间(元)	13.5-26.19
总市值(亿元)	392.55
总资产(亿元)	215.65
每股净资产(元)	3.22
目标价	6个月 12个月

相关报告

研究员：徐昊

电话：010-84183293

Email: xuhao@guodu.com

执业证书编号：S0940510120004

联系人：胡博新

电话：010-84183363

Email: huboxin@guodu.com

独立性申明：本报告中的信息均来源于公开可获得资料，国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解，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。

表 1：上海医药盈利预测表

单位：百万	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	27245	31073	37035	44926	52399
增长率(%)		14	19	21	17
营业成本	21959	25145	30148	36809	42937
毛利率(%)	19	19	19	18	18
营业税金及附加	73	80	96	117	136
资产减值准备	198	256	259	314	367
销售费用	2445	2623	2963	3369	3878
管理费用	1515	1647	1815	2022	2358
财务费用	291	198	211	225	210
公允价值变动净收益	(7)	1	0	0	0
投资净收益	440	963	500	500	500
营业利润	1196	2088	2043	2570	3013
增长率(%)		75	(2)	26	17
期间费用率(%)	16	14	13	13	12
加：营业外收入	20292	14014	14814	13478	13100
减：营业外支出	9023	8213	7407	6739	6288
利润总额	1308	2146	2117	2637	3082
增长率(%)		64	(1)	25	17
减：所得税	227	464	457	570	666
实际税负比率(%)	17	22	22	22	22
净利润	1081	1682	1659	2067	2416
增长率(%)		56	(1)	25	17
减：少数股东损益	301	371	365	455	532
属于母公司的净利润	781	1311	1294	1613	1884
同比增长		68	(1)	25	17
每股收益(元)	0.39	0.66	0.65	0.81	0.95
市盈率(倍)	51	30	31	25	21

资料来源：公司公告、国都证券研究所

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

国都证券研究所及研究员在预测证券品种的走势或对投资证券的可行性提出建议时, 在研究所和研究员知情的范围内本公司、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 根据本报告作出投资所导致的任何后果与公司及研究员无关, 投资者据此操作, 风险自负。

本报告版权归国都证券所有, 未经书面授权许可, 任何机构或个人不得对本报告进行任何形式的发送、发布、复制。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com	许维鸿	首席宏观研究员	xuwei hong@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
潘蕾	医药	panlei@guodu.com	曹源	策略研究、固定收益	caoyuan@guodu.com
刘芬	汽车及零部件	liufen@guodu.com	王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com
鲁儒敏	公用事业	lurumin@guodu.com	肖世俊	有色金属、新能源	xiaoshijun@guodu.com
魏静	机械	weijing@guodu.com	赵宪栋	商业贸易	zhaoxiandong@guodu.com
胡博新	医药行业	huboxin@guodu.com	姜瑛	IT	jiangying@guodu.com
刘斐	煤炭、基础化工	liufei@guodu.com	张婧	建筑建材	zhangjingy@guodu.com
王双	石化	wangshuang@guodu.com	汪立	造纸、交通运输	wangli@guodu.com
李韵	纺织服装	liyun@guodu.com	吴昊	宏观经济、固定收益	wuhao@guodu.com
李春艳	基金联络	lichunyan@guodu.com			