

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: 20.53元

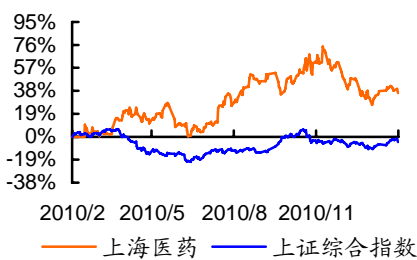
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2862.63
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	170
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	5.17	-13.45	8.28
上证综合指数	5.43	1.21	8.46



相关报告

- 《上海医药-收购中信医药、抗生素资产整合, 工商业齐发展》2010-12-15
- 《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-季报符合预期, H股上市将促新增长》2010-10-31

上海医药

601607

推荐

涉足创新药研发, 工业布局迈出新步伐

2月24日,公司公告与复旦张江(香港上市 8231.HK, 上药持有其 29.6% 股权)签订创新药物研发战略合作协议, 在未来 6 年内出资 1.8 亿合作研发四个药物, 分别为多替泊芬、长春新碱脂质注射液、重组人淋巴毒素 α 衍生物 LT、TNFR2-Fc 融合蛋白。我们认为这是公司完成商业扩张后, 工业布局的重大步伐之首, 我们看好公司长期投资价值, 维持推荐投资评级。

投资要点:

- **以创新药研发作为公司工业布局的第一步, 彰显公司发展工业的决心:** 创新药物是药物研发的热点, 也是高风险高收益的品种。和公司以往做国外好品种的独家代理、或者生产高端抗生素业务不同, 这次的工业扩张均为研发时间长、风险收益较高的品种, 显示公司发展决心大。
- **四大品种均为创新药物或仿制药, 其中三个为肿瘤药物, 定位高端, 市场潜力巨大。**
自主研发创新药物: 多替泊芬肿瘤光动力治疗药物, 用于呼吸道、消化道肿瘤治疗, 09 年获临床批件, 即将进入临床试验阶段; 重组人淋巴毒素 α 衍生物 LT 用于食管癌治疗, 已完成 IIa 期临床试验, 即将进入 IIb 期临床;
临床阶段仿制药: 长春新碱脂质注射液 LVCR 用于治疗急性白血病, 09 年 3 月获临床批件, 即将进入临床试验阶段, 该产品是 HANA 生物科技公司 Marqibo 的仿制药, Marqibo 已向 FDA 提交新药上市申请;
上市后仿制药: 依那西普(Etanercept)用于治疗类风湿性关节炎、强直性脊椎炎, 目前完成临床前研究, 即将申请临床批件。该产品是生物仿制药, 安进公司为原研厂家, 美国生物药品年销售额最大的品种, 09 年销售额达 64 亿美元, 国内已有中信国健的益赛普上市。
- **继完成收购中信医药后, 公司暂完成全国性商业布局, 今年开始的主基调将是发展工业。我们看好公司工商业一体化的目标, 维持推荐评级。我们预测 10-12 年的 EPS 为 0.68、0.99 和 1.21 元, 目标价 30 元。**
- **风险提示:** 新药的研发时间和进度存在不确定。

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	31.21	30.28	20.76	16.93
P/B	4.95	4.35	3.62	3.01
EV/EBITDA	14	16	12	10

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 四大产品进度比较表

产品	研发级别	治疗范围	研发进展	国外产品
多替泊芬	自主研发创新药	呼吸道、消化道肿瘤治疗(如肠癌)	09 年获临床批件, 即将进入临床试验	
重组人淋巴毒素 α 衍生物 LT	自主研发创新药	食管癌	已完成 IIa 期临床试验, 即将进入 IIIb 期临床	
长春新碱脂质体注射液 LVCR	临床阶段仿制药	急性白血病	09 年获临床批件, 即将进入临床试验	HANA 生物公司的 Marqibo, 已经递交新药上市申请
依那西普 (Etanercept)	上市后仿制药	类风湿性关节炎、强制性脊椎炎	完成临床前研究, 即将申请临床批件	安进公司为原研厂家, 09 年销售额达 64 亿美元, 是生物药品销售额最大的单品。国内已有中信国健益赛普上市

数据来源: 公司公告, 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
流动资产	14608	19082	25441	31547	营业收入	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
非流动资产	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	营业利润	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
资产总计	22084	23892	30056	35963	利润总额	2146	2192	3165	3882
流动负债	11306	11751	15294	18038	所得税	464	342	475	582
短期借款	3284	3000	3000	3000	净利润	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	归属母公司净利润	1311	1351	1970	2416
非流动负债	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					
负债合计	11670	11836	15378	18122	主要财务比率				
少数股东权益	2155	2654	3374	4257	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	1993	1993	1993	1993	成长能力				
资本公积	3776	3776	3776	3776	营业收入	14.0%	23.9%	46.6%	24.5%
留存收益	2486	3633	5534	7814	营业利润	74.6%	1.6%	45.9%	23.1%
归属母公司股东权益	8260	9403	11304	13584	归属于母公司净利润	67.9%	3.1%	45.8%	22.6%
负债和股东权益	22084	23892	30056	35963	获利能力				
					毛利率	19.1%	18.6%	18.0%	17.7%
					净利率	4.2%	3.5%	3.5%	3.4%
					ROE	15.9%	14.4%	17.4%	17.8%
					ROIC	28.2%	23.8%	27.4%	29.3%
					偿债能力				
					资产负债率	52.8%	49.5%	51.2%	50.4%
					净负债比率	29.27	26.06%	20.06	17.02%
					流动比率	1.29	1.62	1.66	1.75
					速动比率	0.95	1.21	1.19	1.25
					营运能力				
					总资产周转率	2.81	1.68	2.09	2.13
					应收账款周转率	11	6	7	6
					应付账款周转率	10.49	5.82	6.26	5.83
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.66	0.68	0.99	1.21
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	0.05	0.26	0.78
					每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.72	5.67	6.82
					估值比率				
					P/E	31.21	30.28	20.76	16.93
					P/B	4.95	4.35	3.62	3.01
					EV/EBITDA	14	16	12	10

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 ±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