

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: 27.00元

当前股价: 20.59元

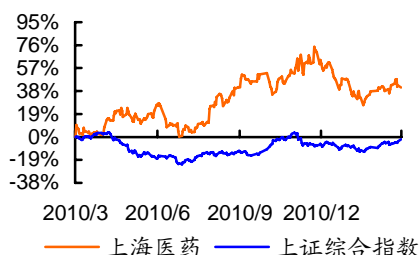
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2999.94
总股本(百万)	1993
流通股本(百万)	827
流通市值(亿)	170
EPS (TTM)	
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	0.00	-100.0	-100.0
		0	0
上证综合指数	0.00	-100.0	-100.0
		0	0



相关报告

《上海医药-涉足创新药研发, 工业布局迈出新步伐》2011-2-24

《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, 请务必阅读正文之后的免责条款部分

上海医药

601607

推荐

10年业绩符合预期, H股发行助推公司新发展

公司2010年年报实现收入374.1亿, 同比增19.7%, 净利13.68亿, 同比增46.2%(09年扣除联华超市一次性收益), EPS0.687元, 符合预期。每10股拟派1.4元。

投资要点:

■ **收入稳步增长, 净利快速增长, 费用率呈下降趋势, 整合带来的运营效率提升将逐步显现:** 2010年实现收入374.11亿, 同比增19.7%; 净利13.68亿, 同比增46.15%(09年扣除联华超市出售一次性收益)。营业费用率8.04%, 下降0.36%; 管理费用率4.81%, 下降0.47%。

■ **工业收入80.8亿, 增10.3%, 毛利率51.4%, 提升0.9%。**其中生物药增31.5%, 化药增13%, 中药增1.6%, 其他(原料药和中药饮片)增22%。

重点品种将进一步聚焦到60个, 未来毛利率有望进一步提高: 10年销售收入5000万到1亿的品种18个, 超1亿的19个, 其中乌司他丁和头孢曲松钠收入超4亿。公司共有生产批件约3000个, 其中在生产约1000个, 产品较杂, 聚焦重点60个品种的战略有望, 在现有品种的基础上, 提升工业收入增速和毛利率。

研发合作加强和工业的外延式扩张未来有望进一步提升公司工业的竞争力: 公司通过与复旦张江合作开发四个创新药物, 和各大高校科研院所合作研发, 增强公司的研发实力。同时, 在公司完成H股发行后, 也可能通过外延式的工业好品种并购, 实现工业实力的进一步增强。

■ **商业收入291亿, 同比增24%; 毛利率8.57%, 下降0.35%。**其中分销274亿, 增23.6%, 零售17.3亿, 增13.41%。公司收购广州中山医进入华南, 收购中信医药、爱心伟业大举进军华北, 同时收购福建省医药、山东商联、众协药业进一步充实华东, 基本完成全国布局。

■ **公司2011年的首要动作是完成H股的发行, H股融资后的新上药将更加有资本和竞争力在工业和商业领域进行进一步的扩张。我们看好公司工商业一体化的目标, 维持推荐评级。**预测11-13年的EPS为0.92、1.11和1.35元, 目标价27元。

■ **风险提示:** 工业、商业扩张的时间和进度存在不确定。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	37411	52341	67556	84459
同比(%)	20%	40%	29%	25%
归属母公司净利润(百万元)	1368	1832	2208	2695
同比(%)	6%	34%	20%	22%
毛利率(%)	18.2%	17.6%	17.2%	16.8%
ROE(%)	15.0%	16.7%	16.7%	17.0%
每股收益(元)	0.69	0.92	1.11	1.35
P/E	29.98	22.39	18.58	15.22
P/B	4.49	3.74	3.11	2.58
EV/EBITDA	15	13	11	9

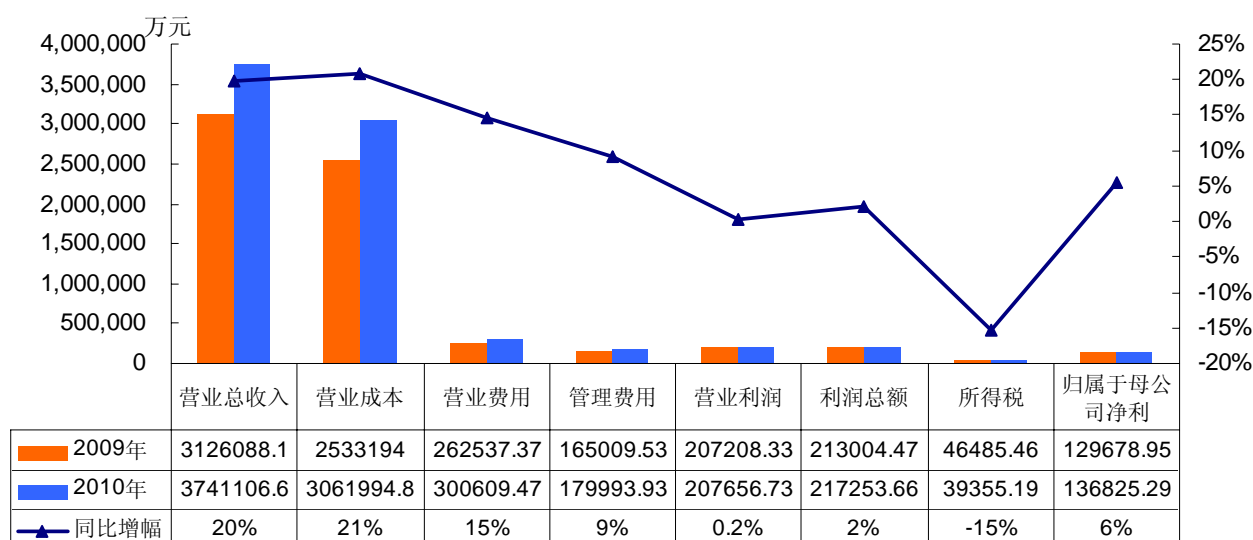
资料来源: 中投证券研究所

一、收入稳步增长、费用率小幅下降、利润快速增长

上海医药 10 年实现营业收入 374.11 亿元，较去年同比增 19.7%。实现营业利润 20.77 亿，同比增 35.22%；利润总额 21.73 亿，同比增 36.32%；归属于母公司净利润 13.68 亿，同比增 46.15%(09 年数据扣除联华超市出售一次性收益)。

营业成本增速略高与收入，主要原因是商业毛利率小幅下降。整合后，公司运营效率提升，营业费用率下降 0.36%，管理费用率下降 0.47%。

图 1：上海医药 10 年年报主要盈利性指标变化



来源：上海医药 10 年年报、中投证券研究所

从季度数据来看，受降价预期的影响，4 季度成本同比大幅上升 22.9%，营业费用也同比增 26%，导致净利同比小幅减少 2.9%。

表 1: 上海医药的季度盈利性数据

财务指标(万)	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	4Q 同比	4Q 环比
营业总收入	777,618	744,898	817,704	785,868	949,829	902,482	937,011	951,784	21.1%	1.6%
营业成本	630,096	597,821	667,882	637,395	772,015	734,750	772,059	783,170	22.9%	1.4%
营业费用	73,405	58,017	68,626	62,489	74,667	77,208	70,010	78,724	26.0%	12.4%
管理费用	38,293	37,053	43,731	45,932	51,179	38,669	40,345	49,801	8.4%	23.4%
财务费用	5,803	4,616	4,185	5,225	5,744	5,469	4,724	4,727	-9.5%	0.1%
营业利润	87,986	39,901	35,964	43,357	57,899	54,859	50,836	44,063	1.6%	-13.3%
利润总额	89,148	42,348	37,344	44,164	58,805	58,926	57,539	41,984	-4.9%	-27.0%
所得税	24,052	6,812	6,054	9,568	8,913	9,559	8,829	12,054	26.0%	36.5%
归属于母公司净利润	56,485	25,370	20,712	27,112	39,184	37,426	33,902	26,314	-2.9%	-22.4%
EPS	0.28	0.13	0.10	0.14	0.20	0.19	0.17	0.13	-7.1%	-23.5%
毛利率	19.0%	19.7%	18.3%	18.9%	18.7%	18.6%	17.6%	17.7%	-6.2%	0.6%
营业费用率	9.4%	7.8%	8.4%	8.0%	7.9%	8.6%	7.5%	8.3%	4.0%	10.7%
管理费用率	4.9%	5.0%	5.3%	5.8%	5.4%	4.3%	4.3%	5.2%	-10.5%	21.5%
营业利润率	11.3%	5.4%	4.4%	5.5%	6.1%	6.1%	5.4%	4.6%	-16.1%	-14.7%
实际所得税率	27.0%	16.1%	16.2%	21.7%	15.2%	16.2%	15.3%	28.7%	32.5%	87.1%

资料来源: 上海医药历年报表、中投证券研究所

二、分业务情况

制药业务稳步增长, 毛利率提升, 其中生物药增长最快, 原料药和中药饮片次之, 化学药和中药稍慢:

医药工业实现收入 80.75 亿, 增长 10.34%; 毛利率 51.37%, 提高 0.9%: 其中化学药收入 27.4 亿, 同比增长 13.16%; 中药收入 26.7 亿, 同比增 1.62%; 生物药收入 10.8 亿, 同比增 31.49%; 其他(原料药和中药饮片)收入 6.8 亿, 同比增 22%。

未来品种结构将进一步调整, 品种聚焦至 60 个, 有望带来毛利率的提升: 主要品种集中于中枢神经系统、消化道和新陈代谢、全身性抗感染药、抗肿瘤和免疫调节、心血管系统五大领域。

医药商业收入稳步增长, 毛利率稍有下降, 布局全国的战略初步完成:

医药商业实现收入 291 亿, 其中分销 273.7 亿, 零售 17.3 亿, 毛利率小幅下降 0.35%。

2010 年, 公司完成收购广州中山医进入华南地区, 收购中信医药和爱心伟业进入以北京为中心的华北地区, 收购福建省医药公司、山东商联、众协药业巩固华东地区的地位, 至此公司已经初步完成了商业全国战略布局。未来的整合将进一步提高医药商业的运营效率, 同时未来可能的持续扩张也将进一步增强公司在商业领域的竞争地位。

涉足创新药研发，未来研发投入将逐步增加，工业品种地位进一步提高：

2010 年，公司研发投入 2.86 亿，占工业收入的 3.54%，未来研发投入预计将逐年提高，占工业收入占比有望达到 6-8%，研发实力逐步增强。

公司未来 6 年投入 1.8 亿与复旦张江进行合作开发 4 个创新药物，涉足创新药领域，分别为多替泊芬、重组高亲和力 TNF 受体、硫酸长春新碱脂质体 (LVCR) 和重组人淋巴毒素 α 衍生物 (LT)。

同时，公司与中科院等各大科研院所合作建立联合实验室，进行新药物研究开发。目前抗病毒心肌炎 1 类中药槐果碱注射液进入 2 期临床，抗类风湿性关节炎国家 1.1 类化学药雷腾舒原料和片剂正 1 期临床。未来的工业品种将逐渐向大品种靠近

三、前景预期和盈利预测

公司 2011 年的首要动作是完成 H 股的发行，预计于 2011 年 6 月底完成发行。募集资金用于 1、境内外医药工业兼并收购；2、医药商业网络建设和并购；3、研发投入；4、企业信息系统建设；5、补充流动资金。目前来看，公司正在紧紧围绕着前 3 点发展，即将开始企业信息系统的建设。工商业一体化的效应将逐步显现。

不考虑摊薄的情况下，我们预测 11-13 年的 EPS 为 0.92、1.11 和 1.35 元。发行 H 股股数不超过发行后总股本的 25%，若考虑 20% 的摊薄，11-13 年 EPS 0.77、0.925、1.125 元；若考虑 25% 的摊薄，11-13 年 EPS 为 0.736、0.888、1.08 元。以上盈利预测不考虑未来可能的外延式收购，我们看好 H 股发行募集资金对公司整体实力的增强，维持推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	20707	27645	34421	42274	营业收入	37411	52341	67556	84459
现金	6338	9662	11163	13131	营业成本	30620	43134	55914	70228
应收账款	6794	7328	9458	11824	营业税金及附加	103	141	182	228
其它应收款	513	718	927	1159	营业费用	3006	3978	5134	6334
预付账款	1584	2231	2892	3632	管理费用	1800	2408	3074	3716
存货	5041	7101	9205	11561	财务费用	207	329	332	315
其他	437	605	776	967	资产减值损失	31	50	50	50
非流动资产	7462	7273	7079	6883	公允价值变动收益	0	1	0	0
长期投资	1484	1484	1484	1484	投资净收益	432	400	400	420
固定资产	3647	3618	3504	3349	营业利润	2077	2702	3270	4007
无形资产	876	876	876	876	营业外收入	218	150	150	150
其他	1455	1294	1215	1175	营业外支出	122	80	80	80
资产总计	28169	34917	41500	49158	利润总额	2173	2772	3340	4077
流动负债	15918	20293	24036	28228	所得税	394	416	501	612
短期借款	4791	5500	5500	5500	净利润	1779	2357	2839	3466
应付账款	6793	9569	12404	15579	少数股东损益	411	524	631	771
其他	4334	5224	6132	7149	归属母公司净利润	1368	1832	2208	2695
非流动负债	367	378	378	378	EBITDA	2684	3222	3800	4523
长期借款	66	66	66	66	EPS（元）	0.69	0.92	1.11	1.35
其他	301	312	312	312	主要财务比率				
负债合计	16285	20671	24414	28606	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	2750	3274	3905	4676	成长能力				
股本	1993	1993	1993	1993	营业收入	19.7%	39.9%	29.1%	25.0%
资本公积	3433	3433	3433	3433	营业利润	0.2%	30.1%	21.0%	22.5%
留存收益	3714	5546	7754	10449	归属于母公司净利润	5.5%	33.9%	20.5%	22.1%
归属母公司股东权益	9135	10973	13181	15876	获利能力				
负债和股东权益	28169	34917	41500	49158	毛利率	18.2%	17.6%	17.2%	16.8%
现金流量表					净利率	3.7%	3.5%	3.3%	3.2%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	15.0%	16.7%	16.7%	17.0%
经营活动现金流	1686	2543	1433	1863	ROIC	22.6%	32.2%	32.7%	33.8%
净利润	1779	2357	2839	3466	偿债能力				
折旧摊销	401	191	197	200	资产负债率	57.8%	59.2%	58.8%	58.2%
财务费用	207	329	332	315	净负债比率	29.99	27.06%	22.91	19.55%
投资损失	-432	-400	-400	-420	流动比率	1.30	1.36	1.43	1.50
营运资金变动	-341	-9	-1600	-1770	速动比率	0.97	1.00	1.04	1.07
其它	72	75	64	71	营运能力				
投资活动现金流	-2743	401	400	420	总资产周转率	1.49	1.66	1.77	1.86
资本支出	550	-1	0	0	应收账款周转率	6	7	8	8
长期投资	-1176	0	0	0	应付账款周转率	5.29	5.27	5.09	5.02
其他	-3369	400	400	420	每股指标（元）				
筹资活动现金流	2325	381	-332	-315	每股收益(最新摊薄)	0.69	0.92	1.11	1.35
短期借款	1506	709	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.85	1.28	0.72	0.93
长期借款	-18	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.58	5.51	6.61	7.97
普通股增加	0	-0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-343	0	0	0	P/E	29.98	22.39	18.58	15.22
其他	1180	-329	-332	-315	P/B	4.49	3.74	3.11	2.58
现金净增加额	1263	3324	1501	1968	EV/EBITDA	15	13	11	9

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，金融学硕士，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；

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