

评级：审慎推荐（维持）

医药生物行业

公司点评报告

第一创业研究所
刘晓明 S1080511010003

上海医药（601607.SH）2010 年年报点评

电话：0755-25832790
邮件：liuxiaoming@fcsc.cn

——资产结构日臻优化，深耕基药市场

报告要点：

- **上海医药3月9日发布2010年年报** 集团实现营业收入374.11亿元，同比增长19.67%，实现营业利润20.77亿元、利润总额21.73亿元、归属于上市公司股东净利润13.68亿元，比上年同期扣除联华超市股权出售获得一次性收益(营业利润5.36亿元、利润总额5.36亿元、归属于上市公司股东净利润3.61亿元)后的营业利润15.36亿元、利润总额15.94亿元、归属于上市公司股东净利润9.36亿元，分别增长35.22%、36.32%、46.15%；实现每股收益0.6867元，实现扣除非经常性损益每股收益0.6068元。分配预案为10派1.4元。

- **内部整合，外部并购**

集团共有8家核心子公司及其附属约80家企业参与了内部小重组。集团还积极探索工业业务板块和商业业务板块之间的紧密合作、协同效应，进一步利用各个业务分部之间的资源互补和交叉协调，以获得更多的业务、更高的收入和更大的市场份额，以及独特的核心竞争优势。另一方面，集团逐步推进建立四个统一的管理平台（即同类重点产品的集中营销平台、上药控股为主渠道的集中分销平台、政府公共事务联动平台和大宗药材集中采购平台），以管理各附属公司共享资源，提高营运效率和降低成本及开支，并加强风险管理。

集团通过战略导向有选择进行收购、投资、合作以拓展自身业务。在医药制药领域，提前一年完成了集团2009年重组时向市场的承诺，即收购上药集团所持有的上海新亚及上海华康的股权。在医药流通领域，集团通过并购广州中山医医药有限公司，成功进入华南地区，集团收购China Health System Ltd（其实质性资产为北京地区排名前三的中信医药）、北京爱心伟业，取得以北京为中心的华北地区分销网络的突破；同时集团也通过并购福建省医药公司、山东商联、众协药业，继续加强在华东的专业领先地位。

- **工业增长平稳，毛利率提升；商业加速扩张，毛利率略降** 毛利率工业收入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%。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%。公司工业销售收入构成中基本药物估计占20%以上，拥有307个国家基本药物品种的70%。公司工业品种中过亿品种收入占比接近一半。随着2011年基本药在各地重新招标，有着工商联合优势的上海医药的工业增长将有望提速。
- **整合带来的营运效率提升** 营业费用率8.04%，同比下降0.36%；管理费用率4.81%，同比下降0.47%。初步体现出整合带来的营运效率提升，公司商业业务将不断的通过外部并购发挥规模优势、工商业一体化优势，有望进一步降低费用率，提高整体盈利水平。
- **估值安全有吸引力，维持“审慎推荐”** 按照2011年上药香港上市后股本25%的摊薄进行计算，我们预计2011-2013年的EPS分别为0.74，1.03，1.33。上药收购中信医药用去35亿元，按中信2010年的盈利计算收购价的2010年PE为30倍，该收购价格略高于上药的市场价格，由于并购发生在上市前，我们预计上药香港上市的PE很有可能会高于30倍，对比目前A股的股价和国控、广药在香港的表现，现在A股的价格有一定的吸引力。

免责声明:

本报告是为特定客户和其他专业人士提供的参考资料。

本报告的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。

本报告可能在今后的时间内因公司基本面变化和假设不成立导致的估值不能达成的风险。

我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。本公司不会承担因使用本报告而产生的法律责任。

我公司及其所属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者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告未经授权不得复印、转发或向特定读者群以外的人士传阅, 如需引用或转载本报告, 务必与第一创业证券有限责任公司研究所联系, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改, 否则后果自负。

投资评级:

评级类别	具体评级	评级定义
股票投资评级	强烈推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数20%以上
	审慎推荐	预计6个月内, 股价涨幅超同期市场基准指数5-20%之间
	中性	预计6个月内, 股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
	回避	预计6个月内, 股价表现弱于市场基准指数5%以上
行业投资评级	推荐	行业基本面向好, 行业指数将跑赢基准指数
	中性	行业基本面稳定, 行业指数跟随基准指数
	回避	行业基本面向淡, 行业指数将跑输基准指数

第一创业证券有限责任公司

深圳市罗湖区笋岗路12号中民时代广场B座25-26层

TEL:0755-25832583 FAX:0755-25831718

P.R.China:518028 www.firstcapital.com.cn

北京市西城区金融大街甲9号金融街中心8层

TEL: 010-63197788 FAX: 010-63197777

P.R.China:100140

上海市张扬路生命人寿大厦11、32楼

TEL:021-58365919 FAX:021-58362238

P.R.China:200120