

上海医药：内部提效，外部扩张

2010 年报点评

报告摘要：

- 业绩增长5.5%，基本符合预期。**2010年公司实现营业收入374.11亿元，同比增长19.67%；实现归属于上市公司股东的净利润13.68亿元，同比增长5.51%，扣除去年同期出售联华超市一次性收益影响后同比增长46.15%，每股收益0.69元，该业绩基本符合我们的预期；经营活动产生的现金流净额为16.86亿元，同比下滑11.76%，每股现金流0.85元，但远超每股收益，体现了公司一贯的稳健原则。公司2010年度利润分配预案为：以公司2010年末总股本为基数，每10股派发现金红利人民币1.40元（含税）。
- 继续贯彻聚焦产品战略，重点发展高毛利率产品。**公司工业销售收入为80.75亿元，同比增长10.34%，毛利率为51.37%，同比提升0.9个百分点。其中化学药品实现销售收入27.41亿元，同比增长13.16%，现代中药实现销售收入26.65亿元，同比增长1.62%，生物生化药品实现销售收入10.77亿元，同比增长31.49%。公司销售收入1亿元以上产品共有19个，其中，乌司他丁、头孢曲松钠的销售收入达到4亿元以上，丹参酮IIA 磺酸钠、羟基氯喹等重点产品的销售收入与去年同期相比增长30%以上。2011年2月，公司牵手复旦张江，计划在未来6年内出资1.8亿元与复旦张江共同进行四个药物品种的研究开发和产业化全面合作，展开未来产品线的战略储备工作。
- 专注分销业务，聚焦高端医药产品。**公司医药分销业务实现销售收入273.7亿元，同比增长23.60%，毛利率7.06%。目前，公司通过40多家附属公司及分公司和30多个物流中心形成了全国性的分销网络，有策略地覆盖了华东地区、华北地区和华南地区，拥有强大的终端网络和增值服务网点。公司分销业务的大部分收入来自于销售高端医药产品，主要包括进口药品和国际制药公司的附属公司在中国生产的药品。且公司专注于向医院及包括社区医疗中心和诊所在内的医疗机构直接分销产品，毛利率相对较高。
- 内部整合提效，外部并购扩张。**公司对内部企业股权和业务结构进行了进一步梳理，逐步推进建立四个统一的管理平台，促进各业务板块之间的协同效应，从而提升运营效率和内部整合效益。在医药流通领域，公司通过并购扩张向全国性大型医药商业企业转型：并购广州中山医，成功进入华南地区；收购中信医药、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；同时公司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。此外，公司斥资4.9亿元收购了上药集团所持有的上海新亚及上海华康的股权，实现抗生素业务注入。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价31元。**我们暂时维持对上海医药2011、2012年的业绩预测，即每股收益分别为0.89元、1.11元，维持12个月目标价31元及“增持-A”的投资评级。
- 风险提示：**公司内部管理与资产整合效果不达预期的风险。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	31,072.5	37,411.1	46,427.1	57,337.5	70,410.5
Growth(%)	14.0%	20.4%	24.1%	23.5%	22.8%
净利润	1,310.9	1,368.3	1,776.4	2,218.1	2,761.6
Growth(%)	67.9%	4.4%	29.8%	24.9%	24.5%
毛利率(%)	19.1%	18.2%	18.1%	18.1%	18.2%
净利率(%)	4.2%	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%
每股收益(元)	0.65	0.69	0.89	1.11	1.39
每股净资产(元)	4.15	4.58	5.08	5.57	6.05
市盈率	31.6	30.0	23.1	18.5	14.9
市净率	5.0	4.5	4.1	3.7	3.4
净资产收益率(%)	16.2%	15.0%	17.4%	19.5%	21.8%
ROIC(%)	18.2%	19.6%	24.3%	24.1%	28.2%
EV/EBITDA	12.5	16.6	13.9	11.3	9.1
股息收益率	0.1%	0.0%	1.7%	2.7%	4.0%

评级：
增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格：
31.00 元

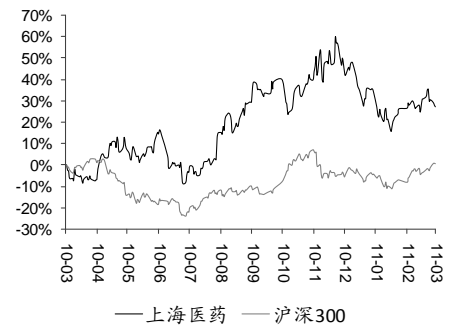
期限： 12个月 上次预测： 31.00元

现价(2011年03月09日)： 20.48元

报告日期：
2011-03-10

总市值(百万元)	41,028.53
流通市值(百万元)	17,026.46
总股本(百万股)	1,992.64
流通股本(百万股)	826.93
12个月最低/最高	14.15/26.19元
十大流通股股东(%)	21.18%
股东户数	75,925

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(8.62)	(17.80)	26.93
绝对收益	1.13	(10.95)	27.89

洪露

 021-68766073
 执业证书编号

首席行业分析师

 honglu@essence.com.cn
 S1450511020023

报告联系人

陈宁浦

 021-68765361
 chennp2@essence.com.cn

前期研究成果

上海医药：收购中信医药，加快全国扩张

2010-11-30

上海医药：内部整合提效，外延并购发展

2010-11-01

上海医药：内外并举，加速发展

2010-08-05

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间			2011-3-8
利润表						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	2009	2010	2011E	2012E	2013E	成长性					
营业成本	31,072.5	37,411.1	46,427.1	57,337.5	70,410.5	营业收入增长率	14.0%	20.4%	24.1%	23.5%	22.8%
营业税金及附加	25,144.5	30,619.9	38,023.8	46,942.2	57,595.8	营业利润增长率	74.6%	-0.6%	32.0%	26.1%	24.9%
销售费用	79.9	103.4	128.3	158.4	194.6	净利润增长率	67.9%	4.4%	29.8%	24.9%	24.5%
管理费用	2,622.9	3,006.1	3,691.0	4,546.9	5,569.5	EBITDA 增长率	50.5%	12.0%	16.2%	21.3%	21.6%
财务费用	1,646.7	1,799.9	2,182.1	2,683.4	3,281.1	EBIT 增长率	53.7%	-0.1%	24.9%	22.8%	22.9%
资产减值损失	198.3	206.6	109.1	42.0	-17.0	NOPLAT 增长率	37.0%	5.6%	20.8%	21.6%	22.6%
公允价值变动收益	255.8	30.8	30.0	25.0	25.0	投资资本增长率	-2.1%	-2.3%	22.7%	4.8%	-0.9%
投资和汇兑收益	1.3	0.4	-1.2	-1.0	-1.0	净资产增长率	12.5%	14.1%	11.8%	11.4%	10.9%
营业利润	962.7	431.9	480.0	520.0	560.0	利润率					
营业外净收支	2,088.3	2,076.6	2,741.7	3,458.6	4,320.6	毛利率	19.1%	18.2%	18.1%	18.1%	18.2%
利润总额	58.0	96.0	75.0	80.0	85.0	营业利润率	6.7%	5.6%	5.9%	6.0%	6.1%
所得税	2,146.3	2,172.5	2,816.7	3,538.6	4,405.6	净利润率	4.2%	3.7%	3.8%	3.9%	3.9%
净利润	464.1	393.6	507.0	654.6	815.0	EBITDA/营业收入	7.7%	7.1%	6.7%	6.6%	6.5%
资产负債表	1,310.9	1,368.3	1,776.4	2,218.1	2,761.6	EBIT/营业收入	7.4%	6.1%	6.1%	6.1%	6.1%
货币资金	2009	2010	2011E	2012E	2013E	运营效率					
交易性金融资产	4,887.2	6,338.3	8,254.1	9,275.9	11,463.7	固定资产周转天数	41	35	28	22	18
应收账款	10.4	3.2	2.0	1.0	-	流动营业资本周转天数	43	35	35	38	33
应收票据	4,853.4	7,307.6	8,659.6	11,341.8	13,927.8	流动资产周转天数	158	170	175	169	166
预付款项	369.0	421.5	508.8	596.9	713.7	应收账款周转天数	50	54	60	62	63
存货	272.7	1,583.7	1,621.7	1,668.7	1,726.3	存货周转天数	44	43	42	39	37
其他流动资产	3,714.5	5,040.7	5,500.4	6,487.0	7,732.0	总资产周转天数	247	242	233	215	204
可供出售金融资产	500.5	12.1	9.4	9.4	9.4	投资资本周转天数	118	96	85	78	65
持有至到期投资	218.5	116.4	110.0	100.0	90.0	投资回报率					
长期股权投资	-	-	-	-	-	ROE	16.2%	15.0%	17.4%	19.5%	21.8%
投资性房地产	1,486.7	1,484.2	1,457.0	1,536.0	1,600.5	ROA	7.6%	6.3%	7.3%	7.9%	8.4%
固定资产	595.3	261.1	240.0	220.0	200.0	ROIC	18.2%	19.6%	24.3%	24.1%	28.2%
在建工程	3,603.1	3,646.9	3,580.3	3,550.3	3,577.2	费用率					
无形资产	344.3	319.3	230.4	183.9	162.5	销售费用率	8.4%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%
其他非流动资产	805.6	875.9	864.2	862.6	842.4	管理费用率	5.3%	4.8%	4.7%	4.7%	4.7%
资产总额	422.4	758.0	793.3	863.0	932.7	财务费用率	0.6%	0.6%	0.2%	0.1%	0.0%
短期债务	22,084.3	28,169.0	31,831.3	36,696.5	42,978.4	三费/营业收入	14.4%	13.4%	12.9%	12.7%	12.5%
应付账款	3,284.2	4,790.6	3,790.6	2,990.6	2,390.6	偿债能力					
应付票据	5,840.2	8,183.7	10,313.3	13,118.1	16,568.6	资产负债率	52.8%	57.8%	58.2%	59.6%	61.8%
其他流动负债	934.4	1,875.0	2,500.2	3,343.8	4,418.3	负债权益比	112.1%	137.0%	139.5%	147.7%	161.5%
长期借款	835.9	899.9	899.5	909.5	919.5	流动比率	1.29	1.30	1.36	1.38	1.38
其他非流动负债	84.3	66.1	66.1	66.1	66.1	速动比率	0.95	0.98	1.04	1.06	1.07
负债总额	279.7	301.1	437.8	497.4	711.6	利息保障倍数	11.53	11.05	26.14	83.30	-252.42
少数股东权益	11,670.0	16,284.8	18,538.8	21,883.2	26,545.3	分红指标					
股本	2,154.7	2,749.7	3,176.3	3,709.0	4,372.2	DPS(元)	0.01	-	0.36	0.56	0.83
留存收益	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6	1,992.6	分红比率	2.0%	0.0%	40.0%	50.0%	60.0%
股东权益	6,267.0	7,146.5	8,123.6	9,111.7	10,068.3	股息收益率	0.1%	0.0%	1.7%	2.7%	4.0%
现金流量表	10,414.3	11,884.3	13,292.5	14,813.3	16,433.1	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EPS(元)	0.65	0.69	0.89	1.11	1.39
折旧和摊销	263.5	1,779.0	1,776.4	2,218.1	2,761.6	BVPS(元)	4.15	4.58	5.08	5.57	6.05
资产减值准备	114.6	401.2	247.5	257.8	266.6	PE(X)	31.6	30.0	23.1	18.5	14.9
公允价值变动损失	159.3	30.8	30.0	25.0	25.0	PB(X)	5.0	4.5	4.1	3.7	3.4
财务费用	0.3	-0.4	-1.2	-1.0	-1.0	P/FCF	38.6	13.4	-28.1	52.9	18.5
投资收益	112.8	218.5	109.1	42.0	-17.0	P/S	1.3	1.1	0.9	0.7	0.6
少数股东损益	-43.3	-431.9	-480.0	-520.0	-560.0	EV/EBITDA	12.5	16.6	13.9	11.3	9.1
营运资金的变动	371.3	410.7	533.3	665.8	829.0	CAGR(%)	19.7%	26.4%	24.2%	23.8%	23.1%
经营活动产生现金流量	521.2	-464.1	319.5	515.1	1,153.5	PEG	1.6	1.1	1.0	0.8	0.6
投资活动产生现金流量	664.1	1,686.1	2,534.5	3,202.9	4,457.6	ROIC/WACC	1.9	2.1	2.6	2.5	3.0
融资活动产生现金流量	-46.1	-2,743.0	263.6	300.0	340.0	REP	1.5	2.2	1.4	1.3	1.1
资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯	-390.3	2,325.4	-1,817.4	-1,971.1	-2,259.9						

分析师简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳分析师第三名。

分析师声明

洪露声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15% 以上;
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5% 至 5%;
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5% 至 15%;
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15% 以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
- B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034