

这样的增持太不爽气！

原创：老裘 金融街老裘 1周前

(1)

昨天，上海医药的一则公告引起了业内分析师的注意。

公告是这样说的：9月6日，上实集团，也就是上海医药的大股东，通过下属全资子公司上实国际，增持了上海医药的H股，合计买入了14.3万股。

14万股是什么概念呢？上海医药的总股本是28.4亿股，所以昨天增持的股数约占公司总股本的0.005%，真心只有一点点，几乎可以忽略不计。

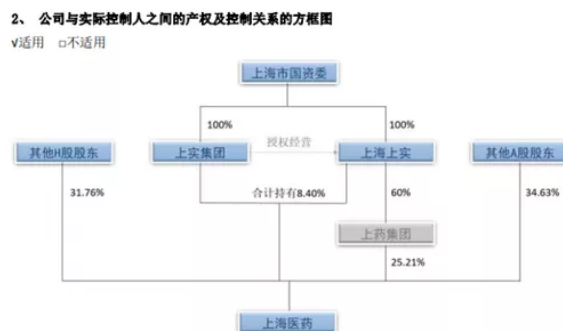
分析师们都私下说，这样的龟速增持，不知道什么时候才能买到公司所说的累计增持股份的比例不超过发行总股本的2%。

当然，还有一种可能，就是大股东也只是象征性的购买，总之不超过2%就行了，0.2%也可以。

(2)

上海医药，成立于1994年，前身是上海第四制药厂。上海医药的控股股东是上实集团，实际控制人是上海市国资委。

公司的股权架构在2018年年报里展示的非常清楚，就是下面这张图。



上海医药的业务包括了医药分销、医药工业和医药零售。其中，医药分销是最主要的收入来源，占比超过80%，其次是医药工业。零售业务最少，占比不到5%。

(3)

国内规模做的比较大的医药分销企业有国药集团、上海医药、华润医药和九州通。

上海医药在年报里说，自己的分销业务目前在全国位列前三，分销网络覆盖全国31个省、直辖市和自治区。

2017年以来，国家出台了“两票制”改革，这个号称医药流通领域的“重磅炸弹”对分销业务的影响非常大。

两票制改革前，医药流通公司是连接药厂和医院的中间商，医药流通公司从上游的制药公司收购药品后，转而调拨给二级经销商，或直接销售给医疗机构。

这种方式下会有产生很多中间的流通环节（二级经销商再卖给三级经销商等），药品加价严重。

两票制的改革，就是药品从药厂卖给一级经销商的时候开一次发票，经销商卖到医院的时候再开一次发票。这样一来，减少了二级、三级等经销商的利润分成，从而降低了药价。

“医保控费、两票制和带量采购”，本质是一样的，就是砍掉流通环节、减少药品加价和减轻医保负担。

比如带量采购，就可以通俗理解为“一票制”，也就是医院或医保局直接向药企采购，挤压中间流通环节。

这些政策加剧行业的兼并整合，大鱼吃小鱼。大分销商整合二、三级分销商，市场集中度提升。所以对上海医药这样的行业龙头来说，阵痛不可避免，但是机会也很大。

(4)

上海医药的第二块业务，也就是制药业务，主要聚焦消化系统和免疫代谢、心血管、抗感染、精神神经以及抗肿瘤五大领域，生产的药品超过800种。

2018年，销售收入过亿产品达31个，比2017年增加3个。在完成对广东天普的股权收购之后，上海医药引进了一批国际化的生物医药人才，推动向生物医药创新领域战略转型。

上海医药的这两块业务和华东医药很像，但华东医药有阿卡波糖，这个单一一大品一年可以贡献超过20亿元的营收，而上海医药还缺乏这样的拳头产品，比较大的硫酸羟氯喹片去年营收只有6.2亿元。

(5)

上海医药的第三块业务是她的医药零售业务。上海华氏大药房是华东地区拥有药房最多的医药零售公司之一，同时上海医药还拥有如雷允上、胡庆余堂国药号等知名医药零售品牌。

在零售业务方面，上海医药还有很多路要走。国药控股旗下的国大药房，是全国零售规模最大的零售药房，拥有门店接近4000家，而上海医药的门店数超过2000家。

(6)

上海医药的估值一直不高，可能主要有这样几个原因。

首先，可能是体制的问题。在不少人眼里国企一般代表着管理落后、效率低下；这个我们不否认，由于缺乏有效激励，加上管理层若不思进取，在一些企业里确实存在。

总体来说，上药这几年的表现也算是中规中矩吧。今年4月，上海医药公布了股权激励计划，授予215名激励对象2596万份股票期权，行权价是21.54元/A股。

在公司股票期权的行权条件中，最受投资者关注的还是公司层面的业绩考核目标。公司对业绩的考核主要体现在4个方面：

- 1) 收入：以2016-2018年平均营收为基数，2020-2022年营收的复合增速不低于10%，且分别不低于1750亿元、1850亿元和2000亿元；
- 2) ROE：2020-2022年公司加权平均净资产收益率分别不低于12.0%、12.2%和12.4%，且均不低于对标企业75分位，同时归母净利润均不低于上一年度；
- 3) 研发：2020-2022年的研发费用分别不低于9.0亿元、9.5亿元和10.0亿元；
- 4) 业绩综合指数：2020-2022年的业绩综合指数均不低于对标企业75分位，业绩综合指标由公司的ROE、工业板块收入增速、商业板块收入增速以及研发费用四个指标构成，分别占40%、30%、10%和20%的权重。

我们也期待上药的激励机制能更加完善，从而提升市场的估值。

(7)

第二个原因，可能是上海医药的管理层不太稳定。

上药上一次比较大的发展是在吕明方时代，完成了香港市场的上市，并购了北京科园信海。各种因素导致吕出走后，上药经过几次的高管更换，管理层不够稳定，市场对其战略性存疑。

不过在2016年10月，上级公司上实集团的执行董事、总裁周军，被任命为新一届董事长。相信这一次的管理团队将会更加稳定，提升市场的信任度。

最后一个原因，就是上海医药的ROE一直比较低，资产利用率不高。

我给大家看一下上海医药的ROE。

报告期	2019-06-30	2018-12-31	2017-12-31	2016-12-31	2015-12-31	2014-12-31
	中报	年报	年报	年报	年报	年报
杜邦分析						
净资产收益率(ROE)(%)	5.78	10.63	10.72	10.39	9.96	9.64
同比增长率	1.53	-0.92	3.26	4.24	3.39	8.69
因素分解：						
销售净利率	2.97	2.80	3.10	3.17	3.19	3.24
净利润/利润总额	79.91	83.40	77.96	82.55	80.64	78.74
利润总额/息税前利润	83.17	84.14	87.93	90.75	89.77	90.95
息税前利润/营业收入	4.47	3.99	4.52	4.23	4.40	4.52
归属母公司股东的净利润/净利润(%)	83.12	87.09	86.76	83.46	85.51	86.60
收益乘数	3.30	3.03	2.70	2.55	2.40	2.24
资产周转率	0.71	1.44	1.48	1.54	1.52	1.53

上海医药的roe长期在10%附近徘徊，净利率低，资产周转率低和杠杆率高是ROE的三个特征。

过去几年，上海医药不停的买买买，对于ROE的影响也非常巨大。

(8)

最后总结一下吧。作为上海的老牌国企，上海医药好不容易做了一次股权激励，相信股权激励的目标一定可以完成。

未来上药的看点就是整合好已经收购的资产，加大创新药的研发投入，稳健推进商业板块的全国化布局。

谢谢大家！

