

上市公司调研报告

医药流通业

业绩将持续向好 估值仍然偏高

分销业务是公司主要亮点

我们预计未来样本医院药品采购金额仍将保持 18%左右的增长速度，而上海和华东地区的增速将会保持在 20%以上的增长速度。上海医药作为全国排名第二、上海地区最大的医药商业企业，将受益于华东地区分销行业的快速增长。09 年即将执行的基本药品目录制度以及医疗资源向社区医院和农村卫生院下沉的政策，将有利于公司在上海地区市场份额的进一步提高。

零售和进出口业务将保持稳定增长

公司的零售业务受到社区药品零差价的冲击，但 OTC 类药品以及保健类药品仍将保持 15%以上的增长速度但我们判断零售业务仍能保持在 8%左右的增长速度。公司的进出口业务主要由子公司上海外高桥医药分销有限公司经营，其主要的经营项目为国内外进出口及转口贸易提供服务和经营平台。公司目前该业务增长状况较为稳定，每年的营业收入增长率保持在 10-15%左右。

集团整合对公司影响尚不确定

我们判断集团整合以后在资本市场的操作可能有两种方式：1、集团把资产分为医药工业和医药商业两类；2、集团把商业类资产和工业类资产整合在一起。我们认为按照第一种方式进行整合的可能性较大，目前上海医药集团和上实集团中的医药商业类资产较少，这些资产以盈利能力较弱的零售类资产为主，假设其进入上市公司后给公司的利润增厚将会十分有限。

盈利预测及投资建议

不考虑重组影响，按照目前的公司股价对应的 PE 分别为 55.2、46.9 和 37.5 倍，高于目前医药流通行业的平均市盈率。公司目前估值溢价较高的主要原因是基于对母公司重组的预期，但根据我们对重组方案的预测，公司的股价已经高于重组以后的价值，给与公司中性投资评级。但公司的各项业务目前进入较好的发展阶段，历史遗留问题也已经基本解决，母公司股权和资产重组以后将会给公司一个稳定的经营环境，我建议投资者关注该公司的发展，等待重组方案明朗后股价回落时再介入。

预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入（百万）	13,920	16,437	19,344	22,695
主营收入增长率	10.1%	18.1%	17.7%	17.3%
净利润（百万）	66.3	96.8	116.2	142.5
净利润增长率		46%	20%	22.6%
EPS（元）	0.12	0.17	0.20	0.25
P/E	78.1	55.2	46.9	37.5

上海医药（600849）

首次评级

中性

周鸣杰

zhoumingjie@csc.com.cn
021-68825070

赵献兵

zhaoxianbing@csc.com.cn
021-68825012

当前股价：9.37 元
目标价格 6 个月：6.00 元
调研日期：2009 年 01 月 13 日
分析日期：2009 年 01 月 13 日

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现（%）

1 个月	3 个月	12 个月
38.2/40.9	85.7/94.1	-46.2/19.1
12 月最高/最低价（元）		15.20/0
总股本（万股）		56,917
流通 A 股（万股）		37,173
总市值（亿元）		53.33
流通市值（亿元）		34.83
近 3 月日均成交量（万）		709
主要股东		
上海医药(集团)有限公司		5.00%

股价表现

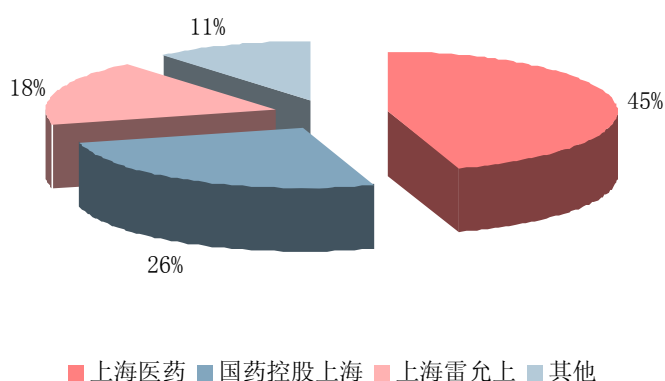


相关研究报告

分销业务是公司主要亮点

公司是上海地区最大的医药分销商：上海医药作为全国排名第二、上海地区最大的医药商业企业，在上海地区的医药分销优势十分明显。目前公司在上海地区医药分销市场的份额在 45%左右，而在三级医院的市场份额达到了 60%左右。

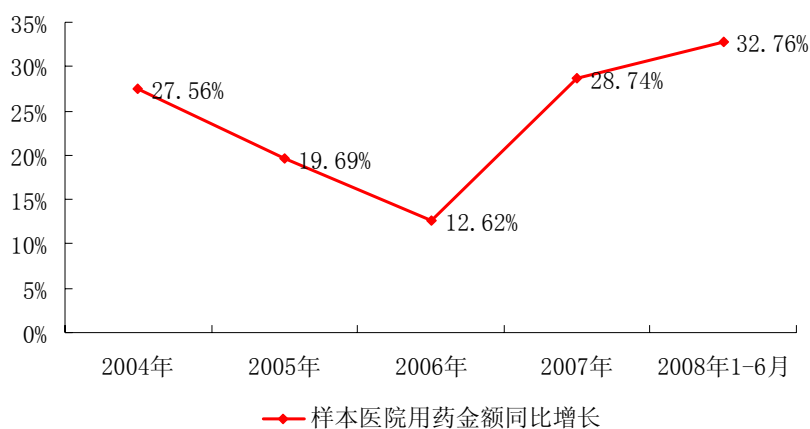
图 1：上海市医药分销市场份额



资料来源：中信建投证券研究所

医院用药采购金额增速加快，公司受益明显：受到医疗保障体制改革以及群众生活水平提高等因素的影响，医院用药金额的增长十分迅速。全国样本医院药品采购金额从 2006 年走出低谷以后，呈现了井喷式的增长，2008 年上半年同比的增速达到了 32.76%。上海及华东地区的医院用药采购金额增速大于全国平均水平，其 2008 年的同比增速在 35%左右。

图 2：样本医院药品采购金额同比增长速度



资料来源：中信建投证券研究所

目前公司分销业务的主要来源仍是上海地区纯销业务(目前公司在上海地区全部是纯销),上海及华东地区总体分销规模的扩大将使公司分销业务保持快速的增长。

图 3: 公司 2008 年纯销与分销占比情况

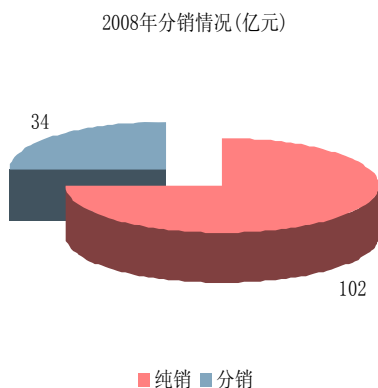
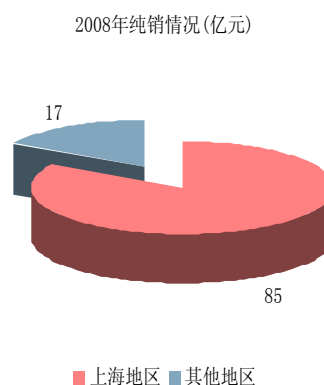


图 4: 公司 2008 年纯销情况



资料来源: 中信建投证券研究所

我们预计未来样本医院药品采购金额仍将保持 18%左右的增长速度,而上海和华东地区的增速将会保持在 20%以上的增长速度。

医改有利于公司未来发展: 09 年即将执行的基本药品目录制度以及医疗资源向社区医院和农村卫生院下沉的政策,将有利于公司在上海地区市场份额的进一步提高。

基本药品目录制度的配套方案以地区为单位进行药品配送招标的可能性较高,上海医药作为上海本地最大的医药流通公司,同时是上海市政府控股的公司,我们认为公司成为承担上海地区基本药品制定配送企业的可能性较大。

虽然基本药品中的药品多是一些价格较低的普药品种,同时在政府招标采购时加价率很有可能由政府直接指定,但政府指定后配送企业维系与医院关系的费用大幅度的下降,配送基本药品的净利润率不一定降低。同时由于基本药品在不同的医疗机构中将会规定使用比率,医疗机构出于配送方便的角度也会倾向于选择基本药品的中标企业,这将使公司在高端药品市场的占有率有所提升。

公司分销业务发展情况预测:

公司 2008 年分销业务的整体增速在 25%,其主要的增长来自以下几个方面:

1. 医院纯销业务的大幅度增长,该业务在 2008 年的同比增长速度在 35%左右;
2. 公司扩大了在社区医院的市场份额,目前在社区医院的市场份额已经提高了 20%左右;
3. 精麻类药品成为公司业务新的增长点,2008 年公司精麻类药品销售额在 5000 万元。

我们预测公司 2009 年和 2010 年药品分销的业务规模将保持 15%的增长速度,其中纯销业务的增长速度在 20%。

零售和进出口业务保持稳定增长

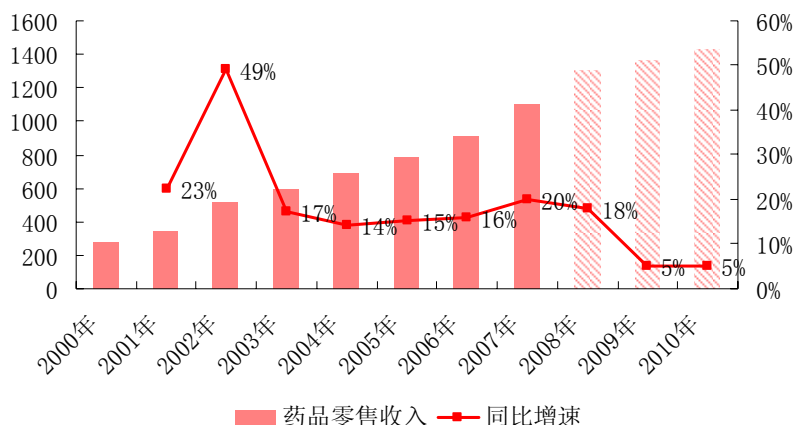
零售业务受到医改一定程度冲击，但仍将保持稳定增长

公司的零售业务主要是华氏大药房，2007 年华氏大药房实现销售收入 12 亿元，净利润约 1000 万元，2008 年华氏大药房实现净利润约 1500 万元。

按照目前医改的方案，社区医院将会取消药品加价，在低端品种方面将会给零售药房产生冲击，我们预计药品零售行业未来的增长率将会减缓，未来药品零售行业的增长率在 5% 左右。公司华氏大药房也将受到社区医院的部分冲击，但 OTC 类药品以及保健类药品仍将保持 15% 以上的增长速度，我们预计其未来的增长速度将维持在 8% 左右。

图 5：国内医药零售销售总额及同比增速预测

单位：亿元



资料来源：中信建投证券研究所

目前公司已经托管了上药集团旗下的雷允上药房以及信谊药房，上实集团旗下也有部分药品零售资产，预计将来极有可能整合进入上市公司，但这部分资产规模较小，对公司的零售业务净利润的增厚作用有限。

进出口业务

公司的进出口业务主要由子公司上海外高桥医药分销有限公司经营，其主要的经营项目为国内外进出口及转口贸易提供服务和经营平台。公司目前已经引进会员 120 多家，其中不乏全球知名的制药企业。

公司目前的业务增长状况较为稳定，每年的营业收入增长率保持在 10-15% 左右。

医药工业发力在 2010 年

公司医药工业的将来的定位是以 OEM 业务为主，与美国百利高公司的合同目前进展较为缓慢，我们预计公司的 OEM 业务在 2010 年开始进入实质性的进展。

集团整合对公司影响尚不确定

集团整合事件回放

2008 年 6 月 30 日，公司的控股公司即上海医药集团公司的实际控制人上海市国资委将其持有的上药集团 60% 的股权无偿转让给上海上实，上海上实成为公司的实际控制人；

2008 年 10 月 23 日，公司公布收购报告书，报告书中承诺将于 2009 年 6 月 30 日前提出将上实集团控制的所有医药类资产整合到一个平台上来的具体方案；

2008 年 12 月 30 日，上实医药董事长吕方明出任上海医药董事长，同时他也是上药集团董事长。

集团整合方案预测：

1. 目前上药集团尚有 40% 的股权在华润公司手中，所以要整合上药集团资产，首先必须将这 40% 的股权也放入上实集团。

2. 上实集团整合股权后，首先要选定医药类资产整合的平台，我们认为上药集团成为整合平台的可能性远大于上实集团，因为上药集团无论是在医药类资产的数量和盈利能力，还是在业内的知名度都超过上实集团；

3. 医药类资产全部整合在一个平台上以后，接下去最主要的任务是实现集团内资产进入资本市场平台。

我们判断集团整合以后在资本市场的操作可能有两种方式：

1、集团把资产分为医药工业和医药商业两类，医药工业和医药商业资产将来分别选择独立的平台进入独立的上市公司，其中商业类资产选择上海医药进行整合；

目前上海医药集团和上实集团中的医药商业类资产较少，这些资产以盈利能力较弱的零售类资产为主，假设其进入上市公司后给公司的利润增厚将会十分有限。

2、集团把商业类资产和工业类资产整合在一起，选择单一的平台进入资本市场，上海医药将成为该单一上市公司的商业事业部。

在这种整合模式下，上海医药目前的股价是否低估或高估在整合方案公布之前都很难判断。

盈利预测及投资建议

我们预计公司 2008-2010 年的营业收入分别可以达到 164.6 亿元、193.7 亿元和 227.3 亿元，实现净利润分别可以达到 9680 万元、1.16 亿元和 1.43 亿元，按照目前的股价对应的 PE 分别为 55.2、46.9 和 37.5 倍，高于目前医药流通行业的平均市盈率。公司目前估值溢价较高的主要原因是基于对母公司重组的预期，但根据我们对重组方案的预测，公司的股价已经高于重组以后的价值，给予公司中性投资评级。但公司的各项业务目前进入较好的发展阶段，历史遗留问题也已经基本解决，母公司股权和资产重组以后将会给公司一个稳定的经营环境，我建议投资者关注该公司的发展，等待重组方案明朗后再介入。

表 1：公司产品盈利预测

单位：百万元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
分销业务				
营业收入	11,556	13,800	16,390	19,473
毛利率	7.0%	7.0%	7.0%	7.1%
1、纯销业务	8,600	10,400	12,480	14,976
毛利率	8.0%	8.0%	8.0%	8.0%
2、分销业务	2,956	3,400	3,910	4,497
毛利率	4.0%	4.0%	4.0%	4.0%
医药零售				
营业收入	1,000	1,100	1,265	1,366
毛利率	25.0%	25.0%	25.0%	25.0%
进出口业务				
营业收入	1,000	1,100	1,210	1,331
毛利率	10.0%	10.0%	10.0%	10.0%
医药工业				
营业收入	383	460	506	556
毛利率	21.1%	18.0%	22.0%	22.0%
总营业收入	13,939	16,460	19,371	22,726
综合毛利率	8.87%	8.72%	8.79%	8.69%

风险分析

- 1、 医改方案中基本药品的配送政策至今尚未公布，具体的执行方案尚不能确定；
- 2、 集团整合方案目前尚未确定；

评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点
周鸣杰 医药行业分析师 上海交通大学博士

作者简介

地址

赵献兵 经济学硕士 高级经济师	副总分析师 P.Chem.组负责人
北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010