



医药行业研究小组 赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@sigchina.com

业绩复苏，重组或提升价值

基本数据 (09Q1)

报告日股价 (元)	11.41
12mth A 股价格区间 (元)	4.30/12.4
总股本 (百万股)	215.59
无限售 A 股/总股本	99.96%
流通市值 (百万元)	2459
每股净资产 (元)	1.60
PBR (X)	7.11
DPS (Y08, 元)	不分配

主要股东 (Y08)

上药集团	55.09%
------	--------

收入结构 (Y08)

医药制剂	57.32%
药机	13.13%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号 ZB09-CT06

相关报告:

■ 动态事项:

中西药业 (600842) 公告, 公司控股股东上海医药 (集团) 有限公司及实际控制人上海实业 (集团) 有限公司正在筹划与公司相关的重大重组事宜, 相关各方将在本公告刊登后向相关部门进行政策咨询及方案论证。公司股票自 2009 年 6 月 18 日起停牌五个工作日。

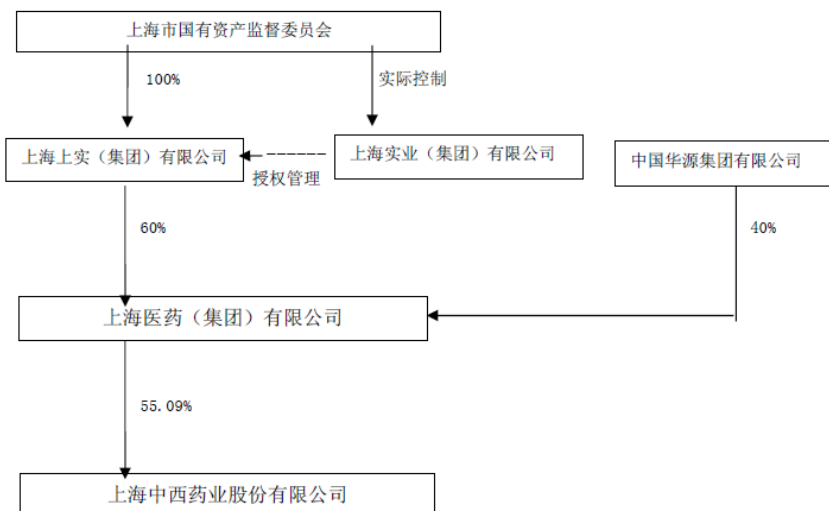
■ 事项点评:

“上实系”重组拉开序幕

上实医药的控股股东为上实集团。上海医药和中西药业的控股股东为上药集团, 而上海上实持有 60% 的上药集团股份, 因此为这两家公司的实际控制人。根据上海国资委的规划, 上实集团托管上海上实, 因此这 3 家上市公司也被统称为“上实系”。

自去年 7 月上实集团获得上药集团 60% 股权划拨后, 上实医药 (主营医药工业) 与上药集团 (主营医药工业和医药商业) 构成了同业竞争, 其中主要是上药集团母体主营的医药工业业务 (其中包括中西药业的部分业务) 于上实医药的冲突, 以及主营医药分销的上海医药和其他上实系的医药商业业务的冲突。上实医药董事长吕明方在今年 4 月股东大会上也曾表示, 正常情况下, 上药集团重组的初步方案将在 6 月底出台。因此, 本次上实系集体停牌宣告了上实系整合工作的启动。

图 1 公司与实际控制人之间的产权及控制关系的方框图



数据来源: 公司年报, 上海证券研究所

“理清思路、谋变图强”，公司主营业务快速发展

2008 年以来，公司求真务实，明确企业定位以及在市场竞争中的着力点，进一步确立了以市场为导向、突出培育核心竞争力的观念，全力以优质产品拓展市场，取得了较好的经营业绩。2008 年，公司实现营业收入 30897.2 万元，同比增长 25.38%，其中：医药制剂产业实现营业收入 23656.93 万元，同比增长 28.24%；药机产业实现营业收入 6503.56 万元，同比增长 20.97%。由于二级市场的股票投资收益同比减少，08 年实现主营业务利润 2989.04 万元，同比减少 35.21%，实现每股收益 0.054 元。09 年公司继续保持快速增长，09 年一季度实现主营业务利润 1093 万元，实现每股收益 0.05 元，同比增长 39.80%。

主营产品将能受益于医改带来的行业发展机遇

公司的主营业务为医药制剂和药机业务。公司医药制剂类的主要产品分为两大类，一是心血管类产品丹香冠心针剂（08 年占公司主营收入 29%）；二是治疗红斑狼疮产品硫酸羟氯喹（08 年占公司主营收入 21%）。这两项产品 08 年分别取得了 40.51%（丹香冠心针剂）和 35.53%（硫酸羟氯喹）的收入增长。丹香冠心针剂属于丹参系列的心血管类用药，与普通的复方丹参注射液相比较，其生产企业少，竞争小，公司丹香冠心针剂的品牌知名度在同类品种中处于领先地位，并连续数年被评为上海市名牌产品。硫酸羟氯喹是公司的全国独家品种，主要适用于盘状红斑狼疮、系统性红斑狼疮以及风湿类疾病的治疗，疗效显著。该产品的毛利率 08 年达到了 83.06%。

在药机业务上，虽然 08 年受到金融危机的冲击，出口业绩有较大滑坡。但公司改变营销思路，通过设立外销部全力拓展国外市场，并在全球范围内积极寻找代理商，为远东药机的产品走向国际市场奠定了基础。

期待重组方案公布，未来发展前景充满变数

从现有业务板块看，公司的母公司上药集团虽然有一些具有一定影响力的品牌，如信宜、雷允上等，但总体业务资质一般。其主要业务有，由“信谊”品牌领衔的处方药事业部；以雷允上为首的中药事业部；以“华联”品牌领衔的原料药事业部；由“龙虎”品牌领衔的非处方药事业部；和以头孢噻肟钠产品为主要产品的抗生素事业部。公司的实际控制人上实集团旗下有正大青春宝、厦门中药厂、杭州好护士、杭州胡庆余堂、杭州胡庆余堂国药号等优质医药资产。

目前，上实集团对于上实医药的战略一直是比较明确的，即作为医药工业平台来整合资产。在上药集团重组尚未启动前，上实医药下属子公司通过引进境外战略投资者来加强制药产业的力量，这也在一定程

度上证明上实集团把上实医药作为医药工业平台的意图。

本次停牌涉及的上海医药则由于报表合并口径的频繁变动，导致近几年来公司收入和利润增速波动幅度很大。2008 年年报显示，公司的主营业务为药品分销和药品零售。目前，核心的分销业务增长高于行业平均水平，符合目前各个区域分销龙头的共性，但公司整体的盈利水平落后于同行业领先公司。

如果为了解决同业竞争而将上实系的医药资产划分为工业和商业，则作为本次停牌另一当事人中西药业则处境较为微妙。因为作为医药工业类企业，中西药业的主要运营指标在医药工业企业中并不突出。无论最终“上实系”资产整合的结果如何，都将对公司今年的业绩产生重大影响。我们将拭目以待最终的方案。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“跑赢大市”评级

由于重组方案还未公布，这给公司今年的业绩带来许多不确定性因素。如果不考虑后续资产整合，我们预测公司 09、10 年摊薄 EPS 约为 0.17、0.26 元，对应 09、10 年动态 PE 为 67.12、43.88 倍。公司所处的化学制剂的 PE 中值为 09 年 25.56 倍，10 年 20.44 倍。目前公司的估值在整个行业中处于较高的位置，考虑到后续资产重组方案有可能超过预期，我们给予公司“跑赢大市”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日 (¥,百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	246.44	308.97	494.34	632.41
年增长率 (%)	7.05%	25.38%	59.99%	27.93%
归属于母公司的净利润	40.32	11.64	36.31	56.73
年增长率 (%)	N.A	-71.13%	211.96%	56.24%
每股收益 (元)	0.19	0.05	0.17	0.26
PER (X)	60.05	228.2	67.12	43.88

注：有关指标按最新股本摊薄

附表 1 上实医药物损益简表及预测（单位：百万元人民币）

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	246.44	308.97	494.34	632.41
营业总成本	285.95	305.91	441.29	551.01
营业税金及附加	3.03	3.63	5.51	6.69
营业费用	38.84	51.39	98.87	126.48
管理费用	56.82	66.50	108.75	126.48
财务费用	11.34	12.07	14.83	18.97
资产减值损失	47.17	16.28	22.51	28.65
投资收益	85.64	26.83	0.00	0.00
营业外收入	5.00	2.75	0.00	0.00
营业外支出	1.17	5.42	0.00	0.00
利润总额	49.97	27.23	53.05	81.40
所得税费用	6.89	8.87	13.26	20.35
净利润	43.08	18.35	39.79	61.05
归属于母公司所有者的净利润	40.32	11.64	36.31	56.73
少数股东权益	2.76	6.72	3.48	4.32
EPS(当年股本)(元)	0.19	0.05	0.17	0.26

数据来源：WIND，上海证券研究所整理；

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下, 我公司或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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。