

张明芳 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

 吴斌 010-88088570
 wubin@cmschina.com.cn

2009年10月16日

上海医药 (600849.SH)/12.18元

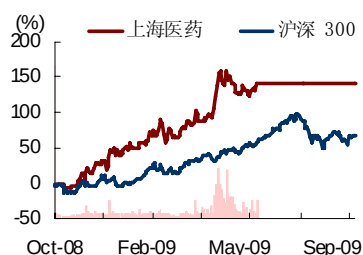
集团重组方案今日公布，新上海医药将是上海国资医药工商一体化巨头
日用消费·医药
暂不评级

基础数据

上证综指	2980
总股本(万股)	56917
已上市流通股(万股)	40019
总市值(亿元)	69
流通市值(亿元)	49
每股净资产(MRQ)	3.0
ROE(TTM)	6.2
资产负债率	74.7%
主要股东	上海医药(集团)有限公
主要股东持股比例	39.7%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现		28	147
相对表现	2	7	81



相关报告

- 1、上海医药—中报快速增长，集团重组方案近期出台 2009/8/25
- 2、上实医药—预计重组方案近期出台，将率先成为我国综合性医药巨头 2009/8/21
- 3、上海医药—收购河南新先锋 40% 股权，医药商业平台正在实施 2009/7/29

上药集团和上实集团旗下医药资产整合方案今日公布，上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业，并向上药集团增发购买上药集团旗下 13 家医药企业资产，向上海上实增发购买上实控股旗下全部 8 家医药企业资产。

□ 上药集团和上实集团旗下医药资产整合方案今日公布，基本符合我们在《上海医药—中报快速增长，集团重组方案近期出台》2009/8/25 中的预计：以上海医药为平台，整合吸收合并上实医药、中西药业两家上市公司，以及上药集团大部分医药资产和上实控股所有医药资产。具体吸收合并方式如下：

1、上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业。每股上实医药换 1.61 股上海医药，每股中西药业换 0.96 股上海医药。

2、上海医药向上药集团发行 4.55 亿股，作价 53.85 亿元购买上药集团下信谊药厂、第一生化等 13 家医药企业股权资产和部分实物资产。上药集团承诺另外 4 家企业上海新先锋、上海新亚、上海华康和新华联制药厂将在 24 个月内以适当方式注入上海医药。

3、上海医药向上海上实发行 1.69 亿股，作价 20 亿元购买上实控股旗下 8 家医药企业资产。

□ 全部交易完成后，上海市国资委仍是新上海医药的实际控制人。上海医药总股本将从目前的 5.68 亿扩大到新上海医药 19.93 亿。上药集团持股比例将从 39.69% 增加到 39.91%，上海上实直接持有 8.48%，上海国盛和申能集团至少持有 12.96%。整合后的新上海医药将是上海国资医药的工业商业一体化巨头。预计新上海医药 09 年和 2010 年扣除非经常性损益后净利润分别达到 8.6 亿和 10.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元和 0.52 元，净利润较原上海医药提高 4.7 倍，EPS 提高 65% 左右。公司横跨医药工商业，旗下子公司众多，我们可以按 A 股医药板块的目前 09 年预测 PE32 倍给予估值，预计上市后股价至少在 13.76 元以上，市值将超过 275 亿元。

□ 由于重组方案还需等待三家公司股东大会和证监会审核批准，我们暂不给予短期评级。新上海医药商业资产占据上海市 52.6% 和华东地区 16.3% 的市场份额，是我国第二大医药商业龙头，未来将充分受益于新医改药物集中招标和统一配送；工业资产包含众多驰名品牌，08 年过亿产品达 12 个，内部整合及工业商业一体化经营将催生更多过亿产品。我们给予其“A”的长期评级。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	13920	16548	20023	24027	28833
同比增长	10%	19%	21%	20%	20%
营业利润(百万元)	123	164	307	380	482
同比增长	1276%	33%	88%	24%	27%
净利润(百万元)	66	82	146	181	229
同比增长	-270%	24%	78%	24%	27%
每股收益(元)	0.12	0.14	0.26	0.32	0.40
PE	104.6	84.6	47.6	38.4	30.3
PB	4.2	4.1	3.9	3.6	3.3

资料来源：招商证券，业绩预测为原上海医药，非新上海医药，待方案通过后我们将调整。

一、上药集团和上实集团旗下医药资产整合方案公布

上药集团和上实集团旗下医药资产整合方案今日公布，以上海医药为平台，整合吸收上实医药、中西药业两家上市公司，以及上药集团大部分医药资产和上实控股所有医药资产。具体吸收合并方式如下：

1、上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业。每股上实医药换 1.61 股上海医药，每股中西药业换 0.96 股上海医药。换股完成后，上实医药和中西药业资产、负债全部并入上海医药，两家公司注销，股票成为空壳；上海医药股本将增加 7.99 亿股。

换股价格为三家公司首次审议换股合并事项的董事会决议公告前 20 个交易日股票均价，即上海医药、上实医药和中西药业换股价格分别为 11.83 元、19.07 元和 11.36 元。

上海医药异议股东有收购请求权，可以按每股 11.83 元向上海国盛和申能集团（两家均是上海国资委全资企业）出售股票；上实医药和中西药业全部股东有现金选择权，可以分别按每股 19.07 元和 11.36 元向上海国盛和申能集团出售全部或部分股票。

上实控股为了剥离医药资产，承诺所持有的上实医药 43.62% 共 1.6 亿股全部行使现金选择权。上药集团承诺所持有的中西药业股权不行使现金选择权。

2、上海医药向上药集团发行 4.55 亿股，作价 53.85 亿元购买上药集团下信谊药厂、第一生化等 13 家医药企业股权资产和部分实物资产（详见图 ×）。其中，第一生化 100% 股权、中华药业 100% 股权、上海施贵宝 30% 股权和上海味之素 38% 股权采用收益现值法评估。

上药集团旗下剩余未注入的医药资产中，抗生素生产企业上海新先锋、上海新亚和销售企业上海华康还需梳理整顿，生产达菲原料药的新华联制药厂由于 07 年甲氨喋呤、阿糖胞苷不良反应事件，仍在整顿中。上药集团承诺在重组完成后 24 个月内将这 4 家企业以适当方式注入上海医药。其余本次未注入的医药资产今后如果出售，上海医药有优先购买权。

3、上海医药向上海上实发行 1.69 亿股，作价 20 亿元购买上实控股旗下 8 家医药企业资产。其中，正大青春宝 55% 股权、胡庆余堂药业 51.0069% 股权、厦门中药厂 61% 股权、辽宁好护士 55% 股权和胡庆余堂国药号 24% 股权采用收益现值法评估。

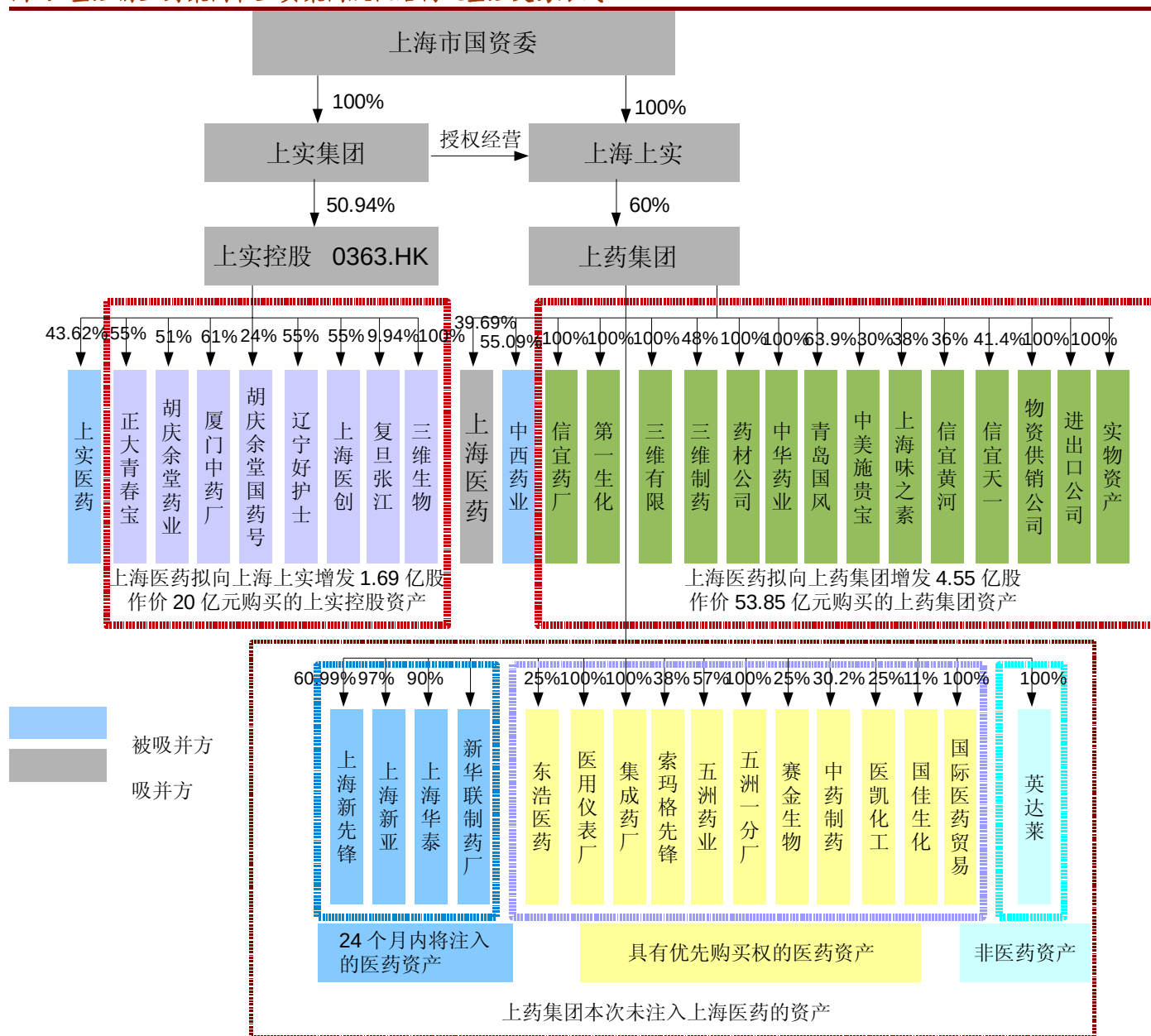
表1：吸收合并后的新上海医药股本达到19.93亿

股本变化（亿股）	
原上海医药股本：	5.69
换股上实医药增加：	5.92
换股中西药业增加：	2.07
向上药集团定向增发：	4.55
向上海上实定向增发：	1.69
新上海医药股本：	19.93

资料来源：公司公告，招商证券研究

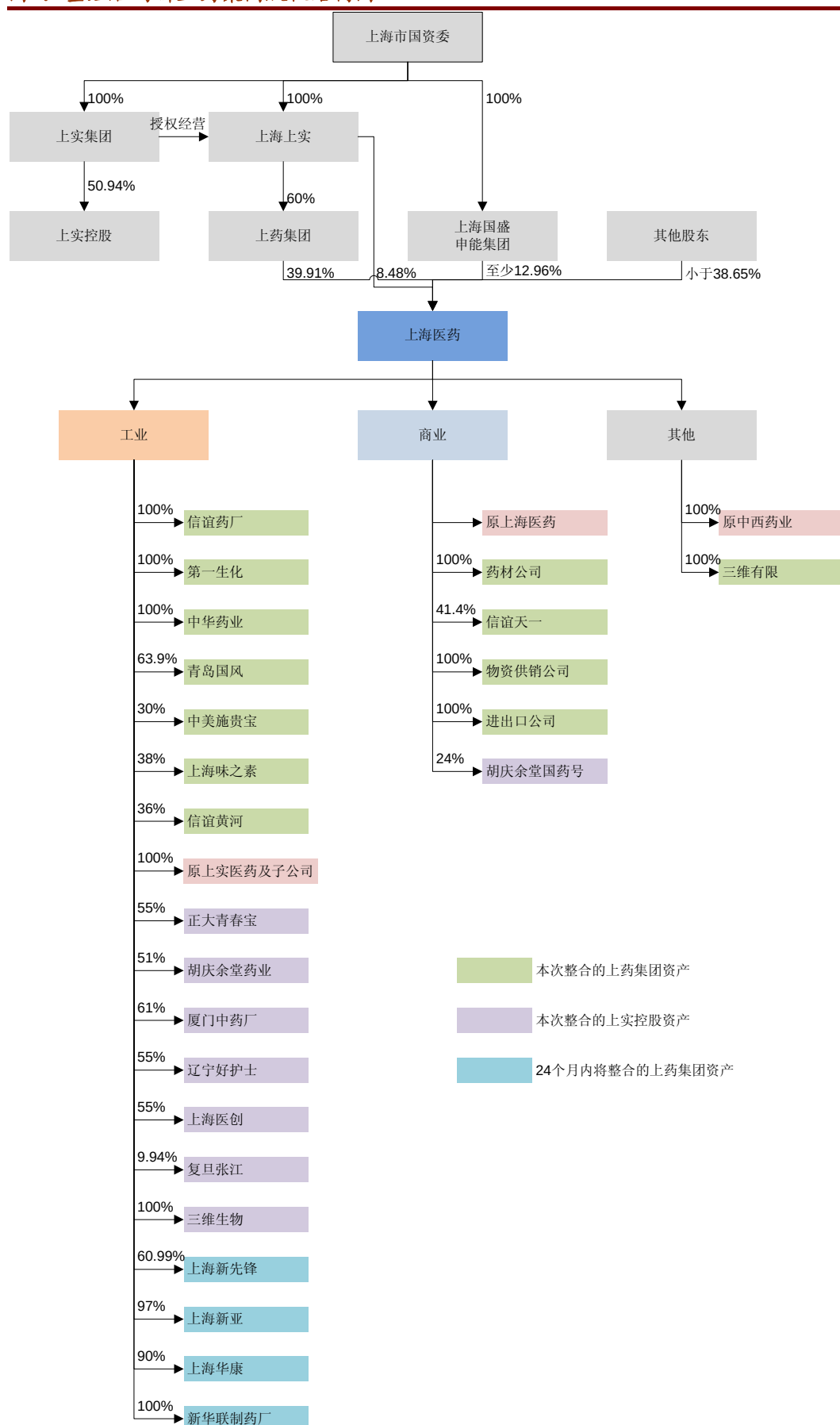
全部交易完成后，上海医药股本将从 5.68 亿扩大到 19.93 亿。其中，上药集团持股比例从 39.69% 增加到 39.91%，上海上实直接持有 8.48%，上海国盛和申能集团至少持有 12.96%。上海市国资委仍是上海医药的实际控制人。

图1：重组前上药集团和上实集团股权结构及重组交易方式



资料来源：公司公告，招商证券研究

图2：重组后的新上药集团股权结构图



资料来源：公司公告，招商证券研究

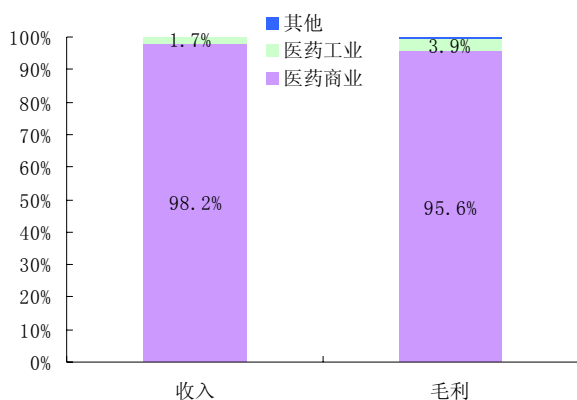
二、新上海医药将是上海国资医药工商一体化巨头

重组后的新上海医药 08 年收入达到 272 亿元，扣除非经常性损益后净利润 6.2 亿元，净利润规模在医药上市企业中居于前列。新并入的医药工业资产 08 年收入占比 25.3%，贡献毛利比例达 62.4%。新上海医药已经成为医药工业、商业一体化经营的综合性医药巨头。

重组后的新上海医药预计 09 年和 2010 年扣除非经常性损益后净利润分别达到 8.6 亿和 10.3 亿元，对应 EPS 分别为 0.43 元和 0.52 元，净利润较原上海医药提高 4.7 倍，EPS 提高 65% 左右。公司横跨医药工商业，旗下子公司众多，我们可以按 A 股医药板块的目前 09 年预测 PE32 倍给予估值，预计上市后股价至少在 13.76 元以上，市值将超过 275 亿元。

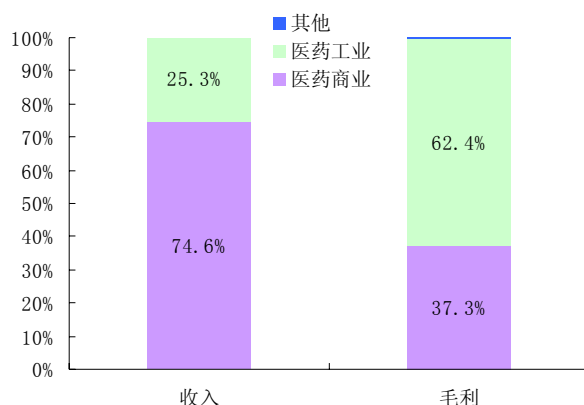
由于重组方案还需等待三家公司股东大会和证监会审核批准，我们暂不给予短期评级。新上海医药商业资产占据上海市 52.6% 和华东地区 16.3% 的市场份额，是我国第二大医药商业龙头，未来将充分受益于新医改药物集中招标和统一配送；工业资产包括一大批驰名品牌，08 年过亿产品达 12 个，内部整合及工业商业一体化经营将催生更多过亿产品。我们给予其“A”的长期评级。

图3：原上海医药08年收入毛利结构



资料来源：公司公告，招商证券研究

图4：新上海医药08年医药工业毛利占比62.4%



资料来源：公司公告，招商证券研究

表2：新上海医药08年税前收入是我国医药行业第2位巨头

序号	企业名称	08 年收入(亿元)
1	中国医药集团总公司	453
2	新上海医药	319
3	北京医药集团有限责任公司	241
4	广州医药集团有限公司	173
5	扬子江药业集团公司	156
6	天津医药集团	132
7	哈药集团有限公司	126
8	石家庄制药集团有限公司	93
9	四川科伦实业集团有限公司	86
10	华北制药集团有限责任公司	74

资料来源：公司公告，招商证券研究

附：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	4781	5523	6384	7453	8749
现金	629	1037	1030	1030	1044
交易性投资	36	9	8	8	8
应收票据	33	37	40	48	58
应收款项	2214	2620	3126	3751	4501
其它应收款	156	86	100	120	144
存货	1364	1623	1951	2341	2809
其他	348	110	129	154	185
非流动资产	2345	2233	2081	1987	1902
长期股权投资	332	338	338	338	338
固定资产	1052	848	795	746	701
无形资产	526	447	402	362	326
其他	435	600	545	541	537
资产总计	7126	7756	8464	9440	10651
流动负债	5127	5582	6164	6910	7831
短期借款	1999	1920	1845	1813	1800
应付账款	2337	2617	3176	3812	4574
预收账款	156	107	129	154	185
其他	635	937	1014	1131	1272
长期负债	41	84	25	25	25
长期借款	3	25	25	25	25
其他	38	59	0	0	0
负债合计	5167	5666	6189	6936	7857
股本	569	569	569	569	569
资本公积金	579	578	578	578	578
留存收益	493	542	642	767	925
少数股东权益	317	401	485	590	722
母公司所有者权益	1641	1689	1790	1914	2072
负债及权益合计	7126	7756	8464	9440	10651

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	489	286	178	145	155
净利润			146	181	229
折旧摊销			108	99	90
财务费用			64	62	62
投资收益			(10)	(10)	(10)
营运资金变动			(215)	(301)	(361)
其它			87	115	145
投资活动现金流	(174)	350	46	(5)	(5)
资本支出			(5)	(5)	(5)
其他投资			51	0	0
筹资活动现金流	(335)	(272)	(231)	(140)	(136)
借款变动			(74)	(32)	(13)
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(45)	(56)	(71)
其他			(112)	(52)	(52)
现金净增加额	(20)	363	(7)	0	14

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	13920	16548	20023	24027	28833
营业成本	12698	15101	18361	22033	26440
营业税金及附加	21	23	20	24	29
营业费用	626	720	861	1033	1225
管理费用	310	352	420	505	605
财务费用	114	160	64	62	62
资产减值损失	37	127	0	0	0
公允价值变动收益	(1)	(6)	0	0	0
投资收益	10	106	10	10	10
营业利润	123	164	307	380	482
营业外收入	32	75	0	0	0
营业外支出	8	52	0	0	0
利润总额	147	187	307	380	482
所得税	51	57	77	95	120
净利润	95	129	230	285	361
少数股东损益	29	47	84	105	133
母公司所有者净利润	66	82	146	181	229
EPS (元)	0.12	0.14	0.26	0.32	0.40

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	10%	19%	21%	20%	20%
营业利润	1276%	33%	88%	24%	27%
净利润	-270%	24%	78%	24%	27%
获利能力					
毛利率	8.8%	8.7%	8.3%	8.3%	8.3%
净利率	0.5%	0.5%	0.7%	0.8%	0.8%
ROE	4.0%	4.9%	8.1%	9.4%	11.0%
ROIC	3.9%	5.6%	6.7%	7.6%	8.8%
偿债能力					
资产负债率	72.5%	73.1%	73.1%	73.5%	73.8%
净负债比率	28.1%	25.1%	22.1%	19.5%	17.1%
流动比率	0.9	1.0	1.0	1.1	1.1
速动比率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
营运能力					
资产周转率	2.0	2.1	2.4	2.5	2.7
存货周转率	9.3	10.1	10.3	10.3	10.3
应收帐款周转率	6.6	6.8	7.0	7.0	7.0
应付帐款周转率	5.9	6.1	6.3	6.3	6.3
每股资料(元)					
每股收益	0.12	0.14	0.26	0.32	0.40
每股经营现金	0.86	0.50	0.31	0.26	0.27
每股净资产	2.88	2.97	3.14	3.36	3.64
每股股利	0.05	0.05	0.08	0.10	0.12
估值比率					
PE	104.6	84.6	47.6	38.4	30.3
PB	4.2	4.1	3.9	3.6	3.3
EV/EBITDA	31.7	25.0	21.2	18.7	16.0

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBPB）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

吴斌，中国科学院研究生院企业管理硕士，武汉大学生物技术学士，2009年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。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或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

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

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和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。