



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

观点聚焦

2010 年 1 月 14 日

医药

研究部

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

上海医药(600849.CH)

内部整合启动，并购扩张提速

投资提示：

上海医药重组持续推进。商业领域并购扩张步伐加速，工业体系整合开启，体制改革也提上日程，新上药发展速度有望超出市场预期。

理由：

借助华东地区优势地位，商业内生增速提升到 20% 左右，公司开始全国性战略布局，2010 年并购带来收入将超过 50 亿元。外延式扩张推动商业获得 25-30% 的复合增长，超出此前预期，同时盈利能力不断提升。与百联集团合作增强零售终端竞争力，并获得潜在的网点整合空间。

工业体系通过建设中央工厂实施产能集约化运用，并进一步在产品、品牌、销售环节进行整合，加强专业化运作，工业销售净利润率将会获得持续改善，预期经过 3-5 年将从目前 10% 左右上升到 15%。

作为上海市国企市场化改革试点，新上药可能采取市场公开竞聘的方式遴选 CEO。另外据了解上海国资将会于今年启动下属企业股权激励试点工作，给新上药体制改革带来契机。加大机制改革力度，将对公司整合发展起到积极推动作用。

估值与建议：

整合提速，外部并购超出预期，我们据此调整财务模型，分别将 2010、2011 年业绩预期调增 7% 和 10% 至 11.3 和 14.3 亿元，每股收益 0.57 元和 0.72 元，对应动态市盈率 26x、21x。目前股价尚未完全反映重组带来的整合效应以及潜在价值提升，维持“审慎推荐”。

风险：

重组方案复杂，涉及企业众多，整合进度可能慢于预期。

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	27,245	30,191	39,972	49,280
(+/-)	n.a.	11%	32%	23%
主营业务利润	5,213	5,988	7,437	8,837
(+/-)	n.a.	15%	24%	19%
净利润	784	1,323	1,133	1,436
(+/-)	n.a.	69%	-14%	27%
经营性净利润	592	875	1,133	1,436
摊薄每股盈利(元)	0.39	0.66	0.57	0.72
经营性每股盈利(元)	0.30	0.44	0.57	0.72
市盈率	38.0	22.5	26.3	20.8
市净率	3.9	2.6	2.5	2.3

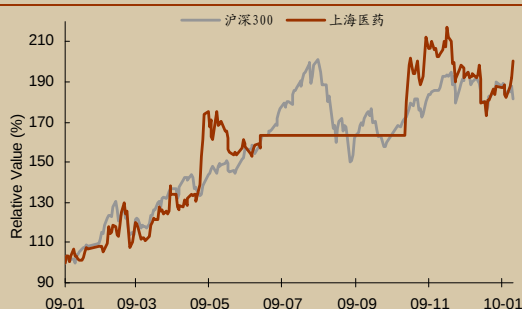
股票信息

	A股
当前股价	人民币
股票代码	600849.CH
日成交量(百万股)	32.42
52周最高/最低价	人民币12.18/16.80
总市值(百万元)*	29,834
发行股数(百万股)*	2002
其中：流通股(百万股)*	11.5%~38.7%
主要股东(持股比例)*	上药集团(39.89%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[上海医药]	+6.13	+3.11	+22.33	+6.43
[沪深300指数]	-3.40	-4.30	+5.60	-4.32
[沪深300医药指数]	+2.84	+4.40	+20.15	+2.16

最近估值走势



资料来源：彭博资讯、公司信息、中金公司研究部 *按公司重组后股本

近来事件

12/28/2009 重大重组获得证监会并购重组审核委员会审核通过
1/13/2010 签约并购广州、常州、山东等地 4 家分销企业，迈出外部扩张步伐

体制改革步伐加快

能否有效激活体制将是关系整合效果的关键因素，公司在管理环节方面的改革开始逐步开展，重组完成后将全面实施。据了解作为上海市国企市场化改革试点，新上药的 CEO 可能采取市场公开竞聘的方式产生，这对公司未来发展具备积极意义。另外据了解，上海国资将会于今年启动上市公司股权激励试点工作，给新上药的激励体制改革带来契机，公司还将酝酿在下属企业实施“超额完成，比例提取”的方式进行激励。二季度开始，公司就开始在全系统内实施财务整合，对下属企业资金实施“综合利用、按需调配”，提升资金运用效率，为未来的内生增长和外部扩张提供有效支持。

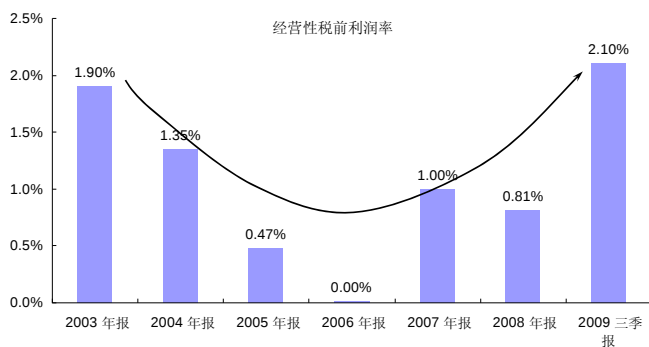
商业：区域一体化+并购扩张

华东地区是目前中国经济最为发达的地区，庞大的经济总量和人口数目为医药产业发展创造了良好的基础。华东地区医药流通规模达到全国 40% 比例，上海医药的商业发展具备天然的区位优势。

区域一体化提升运营效率

目前上海医药商业流通规模位居全国第二，牢牢占据华东地区老大的地位。区位优势加上较高的纯销比例（65%），上海医药的商业业务毛利率达到 8.5-9.0%，是同行业中最高的。然而 2003-2006 年期间由于经营问题，公司盈利能力出现大幅下降，近几年随着经营逐步进入正轨，经营性税前利润逐步回升，2009 年前三季度达到历史最高水平 2.1%。目前同行业领先者国药控股的经营性税前利润率为 3.5% 左右，公司与之比还有较大差距。随着公司强化商业流通区域一体化，规模效应加上内部整合，该项指标有望继续提升。2009 年商业销售收入约 190 亿元，预计经常性税前利润达到 4 亿元左右；2010 年预计内生增速将超过 20%，销售规模达到 230 亿元左右，考虑并购总体规模超过 270 亿元，经营性税前利润可望接近 5.5 亿元。

图表 1：上海医药分销业务经营性税前利润率变化趋势



资料来源：WIND, 中金研究部

并购拉开帷幕，成长速度加快

区域一体化整合同时，上海医药将借助政策和行业背景优势，积极实施并购，进行外延扩张。对于新进入市场，公司初期先在分销品种、营运资金以及物流管理等方面进行支持，实施逐步渗透，力争未来在物流网络方面进行全面覆盖。并购将加大加速商业扩张步伐，2010 年公司通过并购获得的收入增量将达到 50 亿元人民币，预计未来 3 年公司商业收入复合增速达到 25%~30% 左右，远高于 2004-2009 年复合 10.5% 的增速。

日前公司签署三个合作协议，分别介入到广州、山东和江苏市场。前期公司已经通过国风药业进入到山东市场，此次新合作伙伴将跟青岛国风药业形成东西呼应的态势，进一步加强山东市场渗透。公司旗下常州药业商业已经具备一定规模，此次合作将使上药在常州地区商业市场份额跃升到 90%。广州药业和国药控股是华南地区商业流通市场领导者，此次合作使上海医药进入到广州这一空白区域，对于今后开发华南市场意义重大。

图表 2：并购和潜在并购目标情况

公司名称	简介
广东中山医药有限公司	拥有建筑面积达 7000 平方米的标准化仓库及相应的配套设施，收入规模约 15 亿元
常州亚邦医药有限公司	大型药品流通企业，收入规模约 20 亿元
山东商联生化药业有限公司	位于山东济南，以代理进口新特药和独家医保特色中成药为主的医药商业公司，收入规模约 2 亿元
上海第一医药股份有限公司	以药品零售、批发为主业，拥有零售门店 110 多家，销售规模约 10 亿元

资料来源：中金研究部

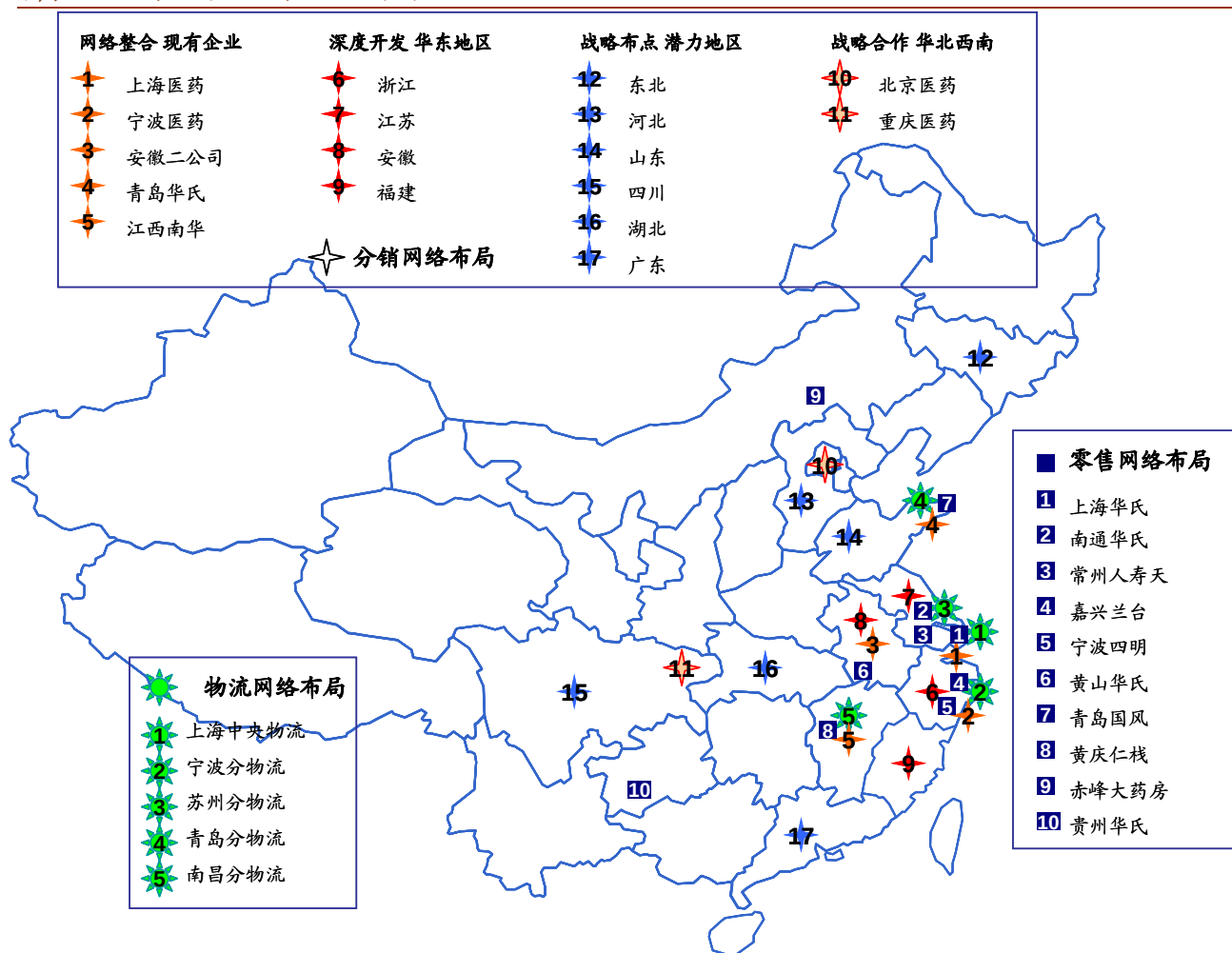
细分定位打造零售品牌

新上药资产注入完成后，将拥有“华氏”、“胡庆余堂”、“雷允上”等零售门店达 1600 家。公司将行品牌差别定位和引入多元化经营，在终端引入药妆和保健品。另外公司将进新业态探索，推出华氏健康商务卡吸引新的消费群体。公司可能增加胡庆余堂持股比例，在参茸名贵药材零售领域打造终端品牌。此外，公司已经与百联集团达成协议，除了业务领域合作，两者还互相拥有对方资产的优先受让权。这意味着对百联集团旗下的医药资产（主要是第一医药，600833），上海医药获得优先整合机会。零售网络将会成为流通产业链的有效延伸，并对工业产品形成互补和支持。

三网建设助力业务拓展

为了尽快实施区域性一体化以及外部扩张战略，上海医药未来几年将着力进行分销、零售网络建设和拓展物流体系的覆盖面。当前公司物流体系主要围绕华东地区进行布局，具体以上海为中心，在青岛、宁波、苏州、南昌建设了分物流中心；未来，借助华东地区的物流网络辐射，公司计划对江苏、浙江、安徽、福建等省商业渠道开发进行深度挖掘。随着整个医药物流产业结构调整加速，上海医药将会逐步把分销网络延伸到东北、山东、河北、湖北、四川、广东等潜力地区，进行全国性战略布局。

图表 3: 上海医药三大商业网络布局



资料来源：中金研究部

工业开启产业链整合

新上药具有品种齐全的工业体系，但是旗下的子品牌、制造企业众多，集团内部各企业品种存在重合现象。此次重组完成后，预计新上药将对相关生产制造环节实施集中和整合。

建设生产基地，整合制造业

公司将陆续启动大浦东制剂基地、星火原料药基地和奉贤中成药基地的建设，整合制造业资源。

2010 年上半年天普生化在周康的生产基地建设将正式开工，下半年其它工厂的建设搬迁也将陆续启动。

三维制药位于桃浦的工厂用地已经列入收储计划，工厂将把原料搬迁到星火基地，而制剂生产转移到中西药业的生产线。

上海农药厂也将进行清理，政府给予土地补偿 5 亿元，此举将使每年减少折旧约 2000 万。生产集中措施，为生产集约化创造基础，推升生产效率，并使企业逐步摆脱

历史包袱，进入新的发展轨道。为鼓励新上药产业整合行动，搬迁过程中，上海市政府和浦东新区政府将对固定资产投资合计给予 20% 比例的财政补贴。

品牌和品种整合

与此同时对品牌和品种的整合也开始实施。工业领域 50 多家附属企业进行归并，公司将以信谊为主要品牌，同时推动第一生化、新亚、新先锋等细分品牌建设。公司在体系内部积极实施批文转移，消除内部竞争，发挥协同效应。另外对于销售模式也开始进行大刀阔斧改革，改变前期大包模式，建立“自主销售为主，区域性代理为辅”的销售体系。一系列整合之后，公司将在浦东建立“100 亿元工业生产基地+100 亿元生产物流基地”，争取利用 3—5 年把工业净利润率做到 15% 以上。

抗生素资产清理，合适时机注入

此次重组，上海医药集团旗下抗生素业务的部分化学药厂由于股权关系复杂或者涉及法律诉讼，暂不注入。目前集团已经开始对这些资产进行清理整顿，希望适当时机注入上市公司。

图表 4：上海地区工业基地和商业物流中心布局



资料来源：中金研究部

估值与建议：

因为整合提速，外部并购超出预期，我们据此调整财务模型，分别将 2010、2011 年业绩预期调增 7% 和 10% 至 11.3 和 14.3 亿元，每股收益 0.57 元和 0.72 元，对应动态市盈率 26x、21x。目前股价尚未完全反映重组带来的整合效应以及潜在价值提升，维持“审慎推荐”。

风险：

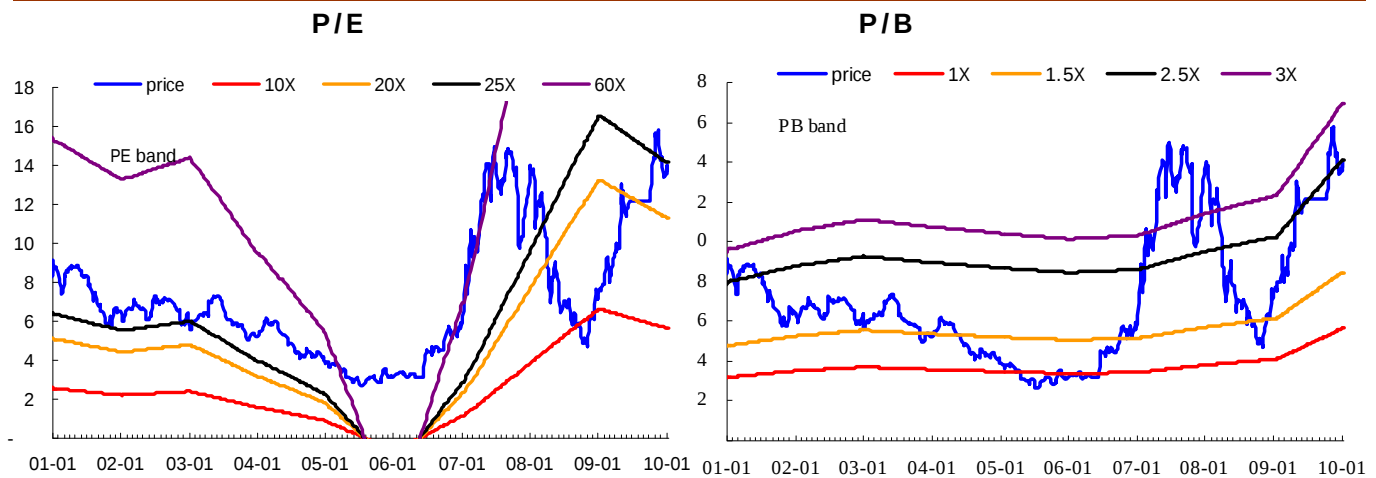
重组方案复杂，涉及企业众多，整合进度可能慢于预期。

表 5: 可比公司估值

(人民币百万元)	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	(人民币百万元)	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
损益表					资产负债表				
主营业务收入	15,225	30,191	39,972	49,280	货币资金	4,795	3,831	3,587	3,832
主营业务成本	-12,279	-24,120	-32,424	-40,307	短期投资	11	11	11	11
主营业务利润	2,904	5,988	7,437	8,837	应收票据	247	356	472	581
营业费用	-1,314	-2,717	-3,256	-3,764	应收帐款	5,432	4,881	6,502	8,016
管理费用	-753	-1,583	-1,866	-2,183	其他应收款	785	957	1,337	1,648
财务费用	-104	-225	-230	-229	预付帐款	247	273	366	455
营业利润	559	1,273	1,680	2,198	存货	3,462	3,982	5,353	6,654
净利润	878	1,323	1,133	1,436	流动资产合计	14,883	14,165	17,455	20,982
现金流量表					总资产	22,487	25,003	28,911	33,056
经营活动产生的现金流量净额	1,457	1,252	968	1,502	短期借款	3,359	3,359	3,359	3,359
投资活动现金流量净额	324	192	-694	-693	应付票据	989	579	778	967
筹资活动现金流量净额	-244	-870	-518	-564	应付帐款	4,788	4,472	6,012	7,474
(人民币百万元)	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E	预收帐款	231	330	437	538
财务指标					应付工资	376	393	528	656
主营业务利润率	19.1%	19.8%	18.6%	17.9%	应付股利	504	301	348	410
息税前利润率	5.5%	5.6%	5.8%	5.9%	应交税金	426	203	273	339
净利润率	5.8%	4.4%	2.8%	2.9%	其他应付款	1,332	1,600	2,151	2,674
净资产收益率	11.1%	13.6%	9.7%	11.4%	预提费用	0	0	0	0
总资产收益率	4.1%	5.6%	4.2%	4.6%	一年内到期的长期负债	15	15	15	15
总资产负债率	54.9%	46.3%	49.2%	50.6%	其他流动负债	0	0	0	0
净资产负债率	-13.9%	-1.7%	0.3%	-1.7%	流动负债合计	12,028	11,262	13,915	16,449
流动比率	1.2	1.3	1.3	1.3	长期负债合计	289	274	259	244
速动比率	0.9	0.9	0.9	0.9	股东权益合计	8,200	11,290	12,102	13,156
应收帐款周转期	93.3	91.2	91.2	91.2					
存货周转期	51.5	60.3	60.3	60.3					
分红比例	8.7%	5.5%	5.5%	5.5%					

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 6: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

图表 7：可比公司估值(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)

公司名称	代码	收盘价(元) 10-1-13	总市值 (百万元)	流通市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			股息收益率	净资产收益率			市净率		
					2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2008A	2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	42.34	9,787	7,523	0.18	1.31	1.51	240	32	28	0.2%	3%	18%	18%	7.0	6.0	4.9
哈药股份	600664	18.24	22,654	14,780	0.69	0.78	0.90	26	23	20	3.2%	16%	15%	16%	3.9	3.5	3.0
复星医药	600196	20.36	25,201	13,960	0.56	1.42	0.81	36	14	25	0.5%	18%	34%	15%	6.3	4.5	3.9
双鹤药业	600062	22.88	13,080	7,228	0.67	0.86	1.07	34	27	21	0.6%	14%	14%	16%	4.2	3.4	3.1
三九医药	000999	20.83	20,390	7,214	0.51	0.66	0.83	41	31	25	1.0%	17%	17%	18%	6.4	5.3	4.5
三精制药	600829	19.62	7,585	7,585	0.70	0.81	0.96	28	24	20	3.8%	20%	18%	17%	5.1	4.3	3.6
上实医药	600607	22.80	8,386	8,386	0.53	1.41	0.52	43	16	44	0.7%	10%	21%	9%	4.2	3.2	3.3
太极集团	600129	12.87	4,226	4,226	0.07	0.14	0.22	180	91	59	0.0%	2%	3%	5%	3.6	3.5	3.2
中间值			11,433	7,554				39	25	25	0.7%	15.2%	17.7%	15.7%	4.7	3.9	3.5
医药流通企业																	
国药股份	600511	28.83	13,804	8,004	0.40	0.47	0.66	71	61	44	0.5%	25%	19%	24%	16.6	11.6	10.4
上海医药	600849	14.90	8,481	5,963	0.39	0.66	0.57	38	23	26	0.3%	5%	12%	9%	3.9	2.6	2.5
一致药业	000028	26.88	7,181	6,270	0.54	0.72	0.94	50	38	29	0.4%	28%	26%	26%	12.3	9.4	7.3
海王生物	000078	16.32	10,649	7,169	0.04	0.00	0.00	438			0.0%	3%	0%	0%	15.1		
南京医药	600713	9.52	2,865	2,263	0.10	0.21	0.29	94	45	33	0.1%	6%	10%	13%	5.9	3.9	3.6
第一医药	600833	12.00	1,912	1,912	0.13	0.00	0.18	96		68	0.6%	6%	0%	0%	6.1		
英特集团	000411	7.53	1,562	1,533	0.09	0.12	0.16	82	61	46	0.0%	15%	15%	16%	11.6		
桐君阁	000591	10.30	2,020	1,117	0.11	0.00	0.12	94		87	0.0%	6.2%	0.0%	5.3%	5.9		4.8
中国医药	600056	27.04	6,468	6,468	0.68	0.76	1.26	40	36	21	0.0%	13%	19%	35%	6.1	5.0	3.2
中间值			6,468	5,963				82	41	38	0.1%	6.2%	11.7%	12.6%	6.1	5.0	4.2
全行业中间值			6,277	4,226				64	45	36	0.3%	14.6%	14.1%	15.7%	7.6	6.3	5.4

资料来源：WIND, 中金研究部

北京

中国国际金融有限公司

北京市建国门外大街1号

国贸大厦2座28层

邮编: 100004

电话: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

香港中环港景街1号

国际金融中心第一期29楼

电话: (852) 2872-2000

传真: (852) 2872-2100

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号

SK大厦1层

邮编: 100022

电话: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号

免税商务大厦裙楼107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号世贸丽晶城

欧美中心1层

邮编: 310012

电话: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号

粤海天河城大厦40层

邮编: 510620

电话: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198



本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其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。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的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、刊登、发表或引用。