

研究员: 彭海柱
执业证书编号: S0570200010008
电话: 025-83290883
E-mail: penghaizhu@htsc.com.cn
地址: 南京市中山东路 90 号

上海医药(601607)

内部整合带来协同效应促公司保持较快增长

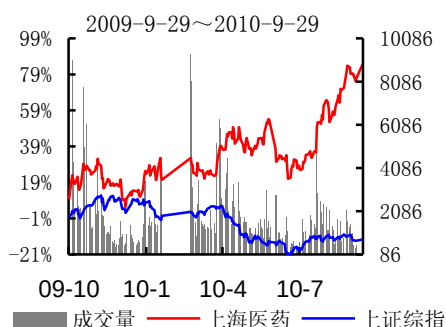
投资评级: 推荐(维持评级)

医药商业 II

当前价格(元): 21.80

目标价格(元):

股价走势图



相关研究

- 1 《上海医药(601607):拟发 H 股募资 80 亿加码并购 对公司构成利好》2010.9
- 2 《上海医药(601607):发行 H 股将进一步壮大公司实力》2010.9
- 3 《上海医药(601607):创反弹新高 择机关注》2010.9

投资要点:

- 1、2009 年 10 月在上海市国资委主导下, 上海医药公布重组方案: 公司换股吸收合并上实医药、中西药业, 购买上药集团、上实控股下面的医药资产, 打造“新上药”, 上实医药、中西药业退市。“新上药”囊括此前上药集团和上实集团旗下核心医药资产, 成为上海国资委下属的医药产业的唯一上市平台。本次换股吸收合并交易将由上海国盛和申能集团向上海医药异议股东提供收购请求权、向上实医药及中西药业全体股东提供现金选择权。
- 2、本次重组完成后, 新上药形成医药工业（包括研发、生产和制造）和医药商业（包括分销和零售）两大业务板块, 且这两块业务规模均比较大, 这在国内医药行业中是独一无二, 公司已经民为覆盖医药行业全产业链的大型综合性医药龙头企业。
- 3、上海医药 9 月 9 日公告称, 公司拟发行境外不超过总股本 25% 的 H 股, 本次发行 H 股对上海医药的有利影响主要体现在: 一是能够加快公司内部整合进程; 二是公司医药商业将更加全国化; 三是补充公司所需的流动资金, 进一步优化公司资本结构, 提升经营业绩和盈利水平。
- 4、《关于公立医院改革试点的指导意见》明确提出要逐步取消药品加成, 届时低成本并富有效率的整体药品配送将成为医院首要考虑问题。满足这个条件的只能是全国性或区域性的大型药品流通企业。而上海市又被列为首批进行试点的城市, 上海医药具有先行优势, 我们预期公司在未来医政环境中将会受益。
- 5、我们预测未来三年（2010-2012 年）的 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元和 1.07 元。当前医药股的 2010 年市盈率已经达到 50 倍左右, 公司的 2010 年预测市盈率为 31 倍左右。运用 DCF 模型计算得到公司每股价值为 22.09 元, 综合考虑, 我们认为公司目前仍然具有一定的投资价值, 继续给予“推荐”投资评级。

公司基本资料

总股本(万)	199264.33
流通 A 股(万)	82692.85
52 周内股价区间(元)	12.9-22.89
总市值(亿)	445.95
总资产(亿)	247.25
每股净资产(元)	4.52

主要经营指标预测

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(亿)	195.68	395.23	489.19	588.75
+/-%	18.25	27.19	23.77	20.35
净利润(百万)	173.33	1788	2157	2600
+/-%	103.56	6.30	20.64	20.53
EPS (元)	0.09	0.70	0.87	1.07
P/E	---	31.1	25.1	20.4

一、公司经过重组成为上海市国资委下属的唯一医药上市公司

2009 年 10 月在上海国资委主导下，上海医药公布重组方案：公司换股吸收合并上实医药、中西药业，购买上药集团、上实控股下面的医药资产，打造“新上药”，上实医药、中西药业退市。“新上药”囊括此前上药集团和上实集团旗下核心医药资产，成为上海国资委下属的医药产业的唯一上市平台。

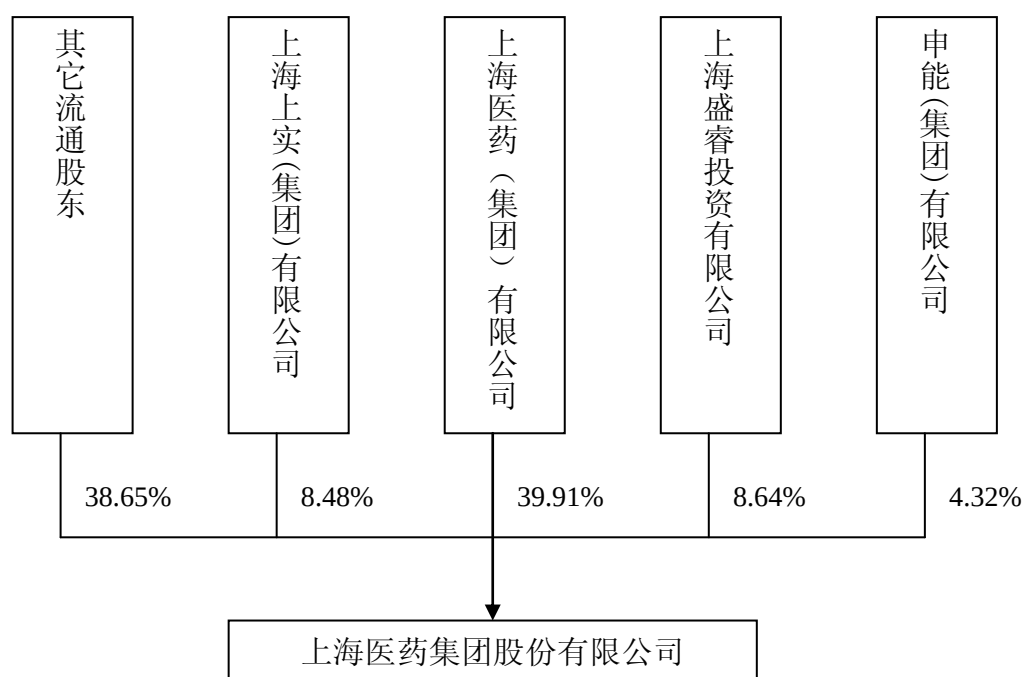
这次重大资产重组包括三项交易，即（1）上海医药以换股方式吸收合并上实医药和中西药业；（2）上海医药向上药集团发行股份购买资产；（3）上海医药向上海上实发行股份募集资金、并以该等资金向上实控股购买医药资产。

上海医药采用换股吸收合并的方式合并上实医药和中西药业，换股价格以上海医药、上实医药和中西药业三家上市公司在重大资产重组事项的董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价确定，分别为每股 11.83 元、每股 19.07 元和每股 11.36 元，由此确定换股比例，即上实医药与上海医药的换股比例为 1: 1.61，即每 1 股上实医药股份换取 1.61 股上海医药股份；中西药业与上海医药的换股比例为 1: 0.96，即每 1 股中西药业股份换取 0.96 股上海医药股份。

这次重组购买上药集团资产的评估值合计为 538,607 万元。公司以发行 45,528 万股作为支付对价，发行价格为每股 11.83 元；购买上实控股资产的评估值合计为 199,960 万元。公司以发行 16,902.82 万股作为支付对价，发行价格为每股 11.83 元。

本次换股吸收合并交易将由上海国盛和申能集团向上海医药异议股东提供收购请求权、向上实医药及中西药业全体股东提供现金选择权。

图 1、重组后的上海医药股权结构



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

本次重组完成后，新上药形成医药工业（包括研发、生产和制造）和医药商业（包括分销

和零售）两大业务板块，成为覆盖医药行业全产业链的大型综合性医药龙头企业。新上药作为上海市国资委医药资产的唯一上市平台。

二、重组后的上海医药成为业内工商均居前列的医药公司

根据重组后公司第一份详细的定期报告数据，2010 年上半年，新上药实现营业收入 185 亿元（未含托管的抗生素业务），同比增长 21.66%，主要为医药产品销售增长所致；实现营业利润 11.28 亿元、利润总额 11.77 亿元、归属于上市公司股东净利润 7.66 亿元，比上年同期扣除联华超市股权出售获得一次性收益后的营业利润 7.43 亿元、利润总额 7.79 亿元、归属于上市公司股东净利润 4.57 亿元，分别增长 51.86%、51.20%、67.50%；实现每股收益 0.39 元。

图 2、上海医药主营收入结构

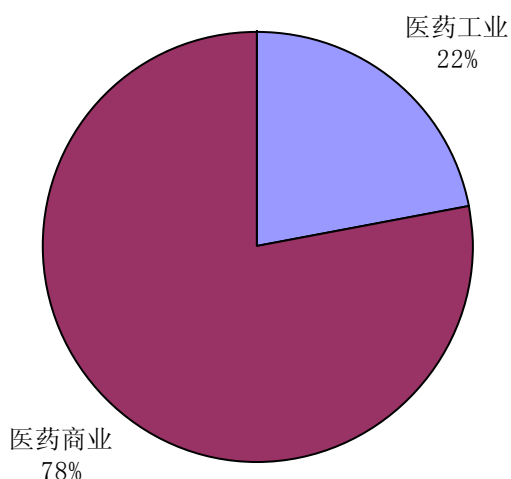
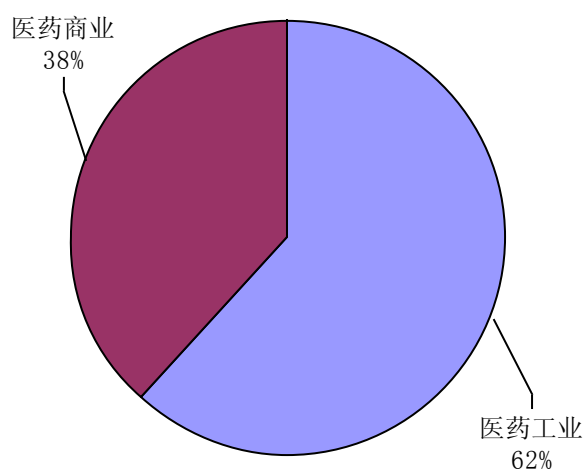


图 3、上海医药主营利润结构



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

图 4、公司医药工业收入结构

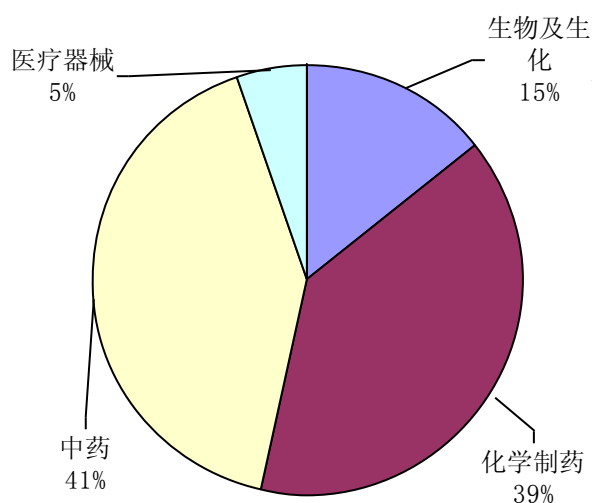
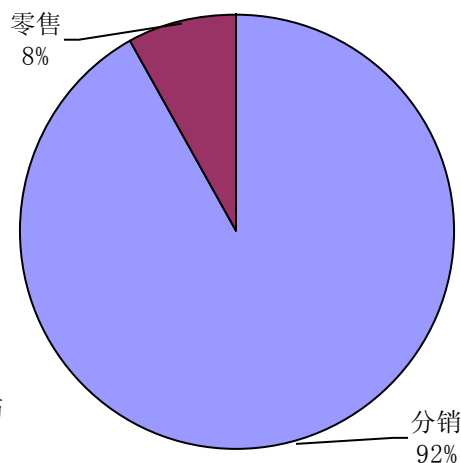


图 5、公司医药商业收入结构



资料来源：公司报告，华泰证券研究所

其中，医药商业实现销售收入 143 亿元，其中主要是分销业务所贡献；医药工业实现销售收入 41 亿元，主要是中药和化学药，生物生化药和医疗器械比重较小。在主营利润方面，医药工业为 21 亿元，贡献比达到 62%；医药商业主营利润 13 亿元，占比 38%。

在公司众多资产中，公司一些医药工业资产还是有些特色的。如中美施贵宝和上海罗氏均为合资企业，公司虽然不是控股的股权结构，但贡献利润相当高。而中药中的正大青春宝、厦门中药厂和中华药业的中药产品很多是独家或同类中最大的。

表 1、上海医药主要资产情况（万元）

公司名称	股权比例	10H归属于母公司股东净利润	主要产品和业务
化学制药			
常州药业	61%	5820	心血管类、解热镇痛类、维生素、抗生素类化学制剂等
信谊药厂	100%	5246	培菲康、利巴韦林、英康利等
三维制药	100%	9973	抗感染、心血管、神经类、糖尿病类、抗肿瘤药类原料药和制剂生产
中美施贵宝	30%	21342	心血管类、神经系统类、抗癌类创新药物
中西制药	90%	3299	精神类药品等化学制剂
上海罗氏	30%	27889	肿瘤药、疫苗等
信谊黄河	36%	-8.32	维生素类、解热镇痛药、磺胺类药物等
青岛国风	64%	1856	苦干颗粒、养心氏、快胃片、红源达等
上海味之素	38%		医药用氨基酸
中药			
正大青春宝	55%	9035	中药注射剂、保健品等
胡庆余堂药业	51%	3451	胃复春、铁皮枫斗晶等
厦门中药厂	61%	1276	新癪片、八宝丹等
辽宁好护士	55%	90	乳癖消片等
药材公司	100%	3570	通过下属控、参子公司如雷允上、津村等进行中药领域的生产销售
中华药业	100%	2527	龙虎、天坛、清凉工坊三个品牌的清凉系列产品等
生物/生化制药			
三维生物	100%	-159	赛格力、安科瑞等
第一生化	100%	7947	丹参酮IIA磺酸钠、糜蛋白酶等
广东天普	40.8%	8215	凯力康（尤瑞克林）、天普洛安（乌司他丁）、洛欣（尿激酶）等
医疗器械			
上海医疗器械	100%	1456	手术室设备、光学诊断设备、口腔治疗设备、医疗保健设备等
医药商业			
上医股份	38.7%		医药分销
信谊天一	100%	126	信谊药厂的销售公司
进出口公司	100%	78	医药进出口业务

资料来源：公司报告，华泰证券研究所整理

三、拟发 H 股，将进一步壮大公司实力

上海医药 9 月 9 日公告称，公司拟发行境外上市外资股（H 股）并申请在香港联交所主板挂牌上市。公司本次发行 H 股规模股数不超过发行后公司总股本的 25%，并授予联席簿记管理人不超过本次发行的 H 股股数 15% 的超额配售权。定价原则为不低于本次 H 股发行董事会决议公告日前 20 个交易日公司股票交易均价的 90%。募投方向分为三类：一是境内外医药工业收购兼并，并根据 2009 年重大资产重组时的承诺，于 2011 年 12 月 31 日前适时收购上海医药（集团）有限公司持有的抗生素业务资产，以实现现有医药工业业务的整合。二是医药商业网络建设及并购，公司将优先重点在长三角、珠三角和环渤海地区等战略性地区新增分销网点，并向全国市场发展，增强对上游药品供应商的议价能力和控制能力。三是加大研发投入和公司信息化水平。

本次发行 H 股对上海医药的有利影响主要体现在：一是能够加快公司内部整合进程，公司定于明年底前收购抗生素类资产有望提前，同时，也有能力整合集团内其它优质项目。二是公司医药商业将更加全国化，上海医药的现有商业主要在华东地区，融资到位，公司的商业将向外地发展，从而与国药形成真正意义上的竞争。三是募集资金到位将补充公司所需的流动资金，进一步优化公司资本结构，提升经营业绩和盈利水平。

四、公司医院改革，公司有望受益

上海医药是今年初在整合上海市医药资产基础上形成的大型医药集团。公司无论是医药工业和医药商业在全国都具有重要影响，这种工商并举的公司在全国也是独一无二的。而《关于公立医院改革试点的指导意见》明确提出要逐步取消药品加成，从而使医院不再有销售药品进行“创收”动力，而医院与药品不再有利益联系后，医院必然会考虑低成本的整体药品配送问题。满足这个条件的只能是全国性或区域性的大型药品流通企业。国家商务部又明确表示要对医药流通企业进行“抓大放小”，因而全国性或区域性的大型药品流通企业将明显受益。而上海市又被列为首批进行试点的城市，由于上海医药自身的特点及在上海市具有显著的区位优势，我们预期公司可能会在本次试点中摸索一套适应未来医政环境下的医药工商结合的运营模式，这将是公司未来最大之看点。

五、盈利预测及投资评级

盈利预测主要假设：

- 1、公司内部整合效益提升，带来期间费用率稳步下降；
- 2、公司营业收入增速保持平稳；
- 3、暂不考虑 H 股增发因素。

由此预测未来三年（2010-2012）的 EPS 分别为 0.70 元、0.87 元和 1.07 元。

公司盈利预测

利润表

单位:百万元

会计年度	2009**	2010E	2011E	2012E
营业收入	31073	39523	48919	58875
营业成本	25145	31618	39135	47100
营业税金及附加	80	138	176	247
营业费用	2623	3241	3997	4798
管理费用	1647	2067	2544	3056
财务费用	198	188	332	380
资产减值损失	256	65	74	86
公允价值变动收益	1	0	0	0
营业利润	2088	2205	2661	3208
营业外收入	140	0	0	0
营业外支出	82	0	0	0
利润总额	2146	2205	2661	3208
所得税	464	418	504	608
净利润	1682	1788	2157	2600
少数股东损益	371	398	427	467
归属母公司净利润	1311	1390	1730	2133
EBITDA	2707	2582	3189	3787
EPS (元)	0.66	0.70	0.87	1.07

**因为公司 09 年底 10 年初完成的重组,为使预测保持连续,我们用的是公司备考模拟合并表的数据,而摘要中的 09 年数据,是公司重组前的数据,特此说明。下面的三表也是如此。

DCF 估值

我们详细预测了在显性期(2010-2012 年)公司的经营情况,公司的盈利能力随着营销的加强和产品结构优化而显著增强,其主要指标如前预测;在半显性期(2013—2017 年),公司盈利能力保持稳定,但增长率预计保持在 8%左右的增长水平。假设永续增长率为 2%,WACC 值为 7.43%。

最终得到公司合理价值为 22.09 元,其合理价值范围为 17.93—28.18 元

WACC(%)	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%
4.43%	30.45	39.36	55.60	94.51	313.25
5.43%	23.86	29.29	37.86	53.50	90.95
6.43%	19.36	22.96	28.18	36.44	51.49
7.43%	16.10	18.63	22.09	27.12	35.08
8.43%	13.63	15.49	17.93	21.27	26.12
9.43%	11.70	13.12	14.91	17.26	20.48
10.43%	10.16	11.27	12.63	14.36	16.63

当前医药股的 2010 年市盈率已经达到 50 倍左右,公司的 2010 年预测市盈率为 30 倍出头。结合当前市场情况,我们认为公司目前仍然具有一定的投资价值,继续给予“推荐”投资评级。

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	14608	14712	18148	23417
现金	4887	6719	8316	10009
应收账款	4853	7063	8742	10521
其他应收款	379	0	0	0
预付账款	273	0	0	0
存货	3715	338	357	2004
其他流动资产	501	593	734	883
非流动资产	7477	6639	6320	4417
长期投资	1487	172	172	0
固定资产	3603	3678	3570	3414
无形资产	806	912	912	912
其他非流动资产	1581	1877	1666	91
资产总计	22084	21351	24469	27834
流动负债	11306	9274	10234	10999
短期借款	3284	7900	9052	10999
应付账款	4792	703	449	0
其他流动负债	3229	670	733	0
非流动负债	364	84	84	84
长期借款	84	84	84	84
其他非流动负债	280	-0	-0	-0
负债合计	11670	9358	10319	11084
少数股东权益	2155	2553	2980	3447
股本	1993	1993	1993	1993
资本公积	3776	3776	3776	3776
留存收益	2486	3672	5402	7535
归属母公司股东权益	8260	9440	11170	13304
负债和股东权益	22084	21351	24469	27834

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1906	-2975	654	-1571
净利润	1682	1788	2157	2600
折旧摊销	421	189	196	199
财务费用	198	188	332	380
投资损失	-963	0	0	0
营运资金变动	319	-3271	-2031	-4758
其他经营现金流	248	-1869	0	8
投资活动现金流	301	994	123	1697
资本支出	764	1262	-97	-1174
长期投资	-10	-2249	0	-201
其他投资现金流	1055	7	26	322
筹资活动现金流	-562	3813	820	1567
短期借款	-472	4616	1152	1947
长期借款	-29	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	416	0	0	0
其他筹资现金流	-477	-803	-332	-380
现金净增加额	1645	1832	1597	1693

利润表

单位: 百万元

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	31073	39523	48919	58875
营业成本	25145	31618	39135	47100
营业税金及附加	80	138	176	247
营业费用	2623	3241	3997	4798
管理费用	1647	2067	2544	3056
财务费用	198	188	332	380
资产减值损失	256	65	74	86
公允价值变动收益	1	0	0	0
投资净收益	963	0	0	0
营业利润	2088	2205	2661	3208
营业外收入	140	0	0	0
营业外支出	82	0	0	0
利润总额	2146	2205	2661	3208
所得税	464	418	504	608
净利润	1682	1788	2157	2600
少数股东损益	371	398	427	467
归属母公司净利润	1311	1390	1730	2133
EBITDA	2707	2582	3189	3787
EPS (元)	0.66	0.70	0.87	1.07

主要财务比率

会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	14.0%	27.2%	23.8%	20.4%
营业利润	74.6%	5.6%	20.7%	20.6%
归属于母公司净利润	67.9%	6.0%	24.5%	23.3%
获利能力				
毛利率(%)	19.1%	20.0%	20.0%	20.0%
净利率(%)	4.2%	3.5%	3.5%	3.6%
ROE(%)	15.9%	14.7%	15.5%	16.0%
ROIC(%)	28.2%	16.4%	17.8%	16.3%
偿债能力				
资产负债率(%)	52.8%	43.8%	42.2%	39.8%
净负债比率(%)	29.27%	85.32%	88.54%	100.00%
流动比率	1.29	1.59	1.77	2.13
速动比率	0.95	1.55	1.74	1.95
营运能力				
总资产周转率	1.46	1.82	2.14	2.25
应收账款周转率	6	6	6	6
应付账款周转率	5.67	11.51	67.90	209.67
每股指标 (元)				
每股收益(最新摊薄)	0.66	0.70	0.87	1.07
每股经营现金流(最新摊薄)	0.96	-1.49	0.33	-0.79
每股净资产(最新摊薄)	4.15	4.74	5.61	6.68
估值比率				
P/E	32.67	30.81	24.75	20.07
P/B	5.18	4.54	3.83	3.22
EV/EBITDA	15	16	13	11

华泰证券上市公司投资价值等级评判标准

一报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入：相对强于市场表现20%以上；

推荐：相对强于市场表现5%~20%；

观望：市场表现-5%~+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现5%以下。

免责条款：

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正确性和完整性不作保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成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投资银行业务服务。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。