



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

公司动态
研究报告

2010年11月30日

医疗保健

研究部

孙亮

分析员, SAC 执业证书编号: S0080208030080

sunl@cicc.com.cn

强静

联系人

qiangj@cicc.com.cn

推荐

上海医药(601607.CH)

强势布局华北、志在全国扩张

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	27,245	31,073	35,002	43,411
(+/-)	n.a.	14%	13%	24%
主营业务利润	5,213	5,848	6,858	8,055
(+/-)	n.a.	12%	17%	17%
净利润	781	1,311	1,430	1,730
摊薄每股盈利(元)	0.39	0.66	0.72	0.87
经营性每股盈利(元)	0.30	0.45	0.62	0.79
市盈率	60.8	36.2	33.2	27.4
市净率	6.3	5.7	5.0	4.3
EV/EBITDA	31.8	24.1	19.6	16.3

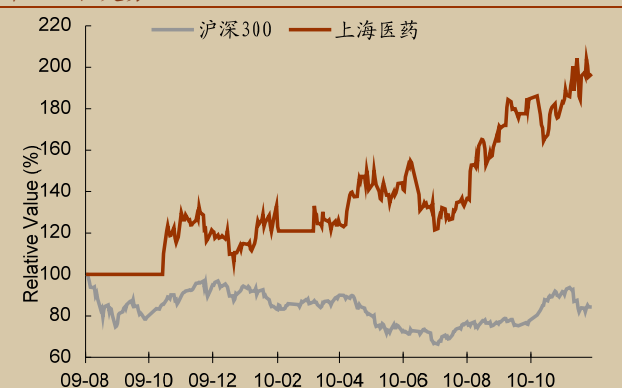
股票信息

	A股
当前股价	人民币 23.81
股票代码	601607.CH
日成交量(百万股)	8.2
52周最高价/最低价	人民币 19.06/12.18
总市值(百万元)	47,445
发行股数(百万股)	1,993
其中:流通股(百万股)	827
主要股东(持股比例)	上海医药(集团)(39.91%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[上海医药]	-0.29	+10.80	+18.34	+71.13
[沪深300指数]	+0.57	-5.62	+9.44	-10.78
[沪深300医药指数]	+4.44	+8.01	+21.66	+35.64

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

公司近况:

公司董事会 29 日通过收购 China Health System (CHS) 55.45% 股权草案, 正式涉足北方医药流通市场。CHS 实质性资产为海南中信医药, 其分销业务名列 2009 年度中国医药商业企业第 18 位。中信医药业务集中于北京, 市场占有率排名第三; 2009 年实现销售收入 43 亿元、净利润近 1 亿元。预计 2010 年销售收入净额超过 60 亿元。

评论:

进入华北、布局全国。结合收购爱心伟业和本次收购, 上海医药将构建北方地区医药分销平台, 并进一步向天津、河北等华北地区拓展, 形成以北京为核心的华北医药分销网络, 初步实现全国布局。至此, 上海医药全国战略架构基本确立, 未来有望持续推进并购扩张, 进一步巩固市场地位。

市场化转型、体现管理执行能力。此次收购是迄今为止医药流通领域最大的市场化并购, 是上海医药市场化运作的一个里程碑, 标志着上海医药完成了从保守国有体系向市场化运作的重大转变。通过内部资源整合, 发挥协同优势, 未来运作效率有望进一步提高。

估值与建议:

预计中信医药和爱心伟业 2010 年收入总和达 68 亿元, 同比增长约 35%。我们谨慎假设 2011 年收入同比增长 25%, 净利润率维持 2009 年水平。在此假设下, 2011 年中信医药和爱心伟业合计收入和净利润有望分别实现 85 亿元和 1.9 亿元。若上海医药于 2011 年 1 季度完成收购, 后三季度实现并表, 2011 年 EPS 有望增厚 0.04 元。

维持“推荐”评级

前期预测 2010 年、2011 年 EPS 为 0.72 元和 0.87 元, 考虑此次收购影响, 2011 年 EPS 增厚约 5%, 目前股价对应市盈率为 26x。公司未来将持续推行并购扩张和内部整合, 盈利仍有上调空间。维持“推荐”评级。

风险:

收购兼并带来的整合风险、医药政策风险。

医疗资源丰富、市场空间广阔

作为北方最大的医疗中心和卫生资源集聚中心，2009 年底，北京市医疗机构数达 6450 家（不含部队卫生机构），其中三级、二级、一级医疗机构分别为 51 家、114 家和 545 家，社区卫生服务中心（站）1395 家，全部医疗机构实有床位总数达 90,100 张。北京卫生机构业务总收入与上海基本持平，门诊人均医药费与住院人均医药费远高于上海。

图表 1：2009 年北京、上海和全国卫生资源与医疗服务情况

	等级医院总数	其中三级医院	诊疗人次 (亿人)	门诊人次均医药费 (元)	出院人次 (万人)	出院人均医药费 (元)	卫生机构业务总收入 (亿元)
全国	20291	1233	52	160	1331	5952	10341
北京	522	51	1	322	171	15029	563
上海	296	31	2	237	214	11276	574

资料来源：《2010 年中国卫生统计年鉴》，“北京市卫生资源与医疗服务简报”，中金公司研究部

北京医药市场规模居前且保持快速增长

在政府投入卫生费用比较充足、医疗保障较好、用药层次较高、用药人口基数较大、外来就医人数较多等多重因素推动下，北京是我国仅次于上海的第二大医药市场。

图表 2：2009 年中国五大医药市场

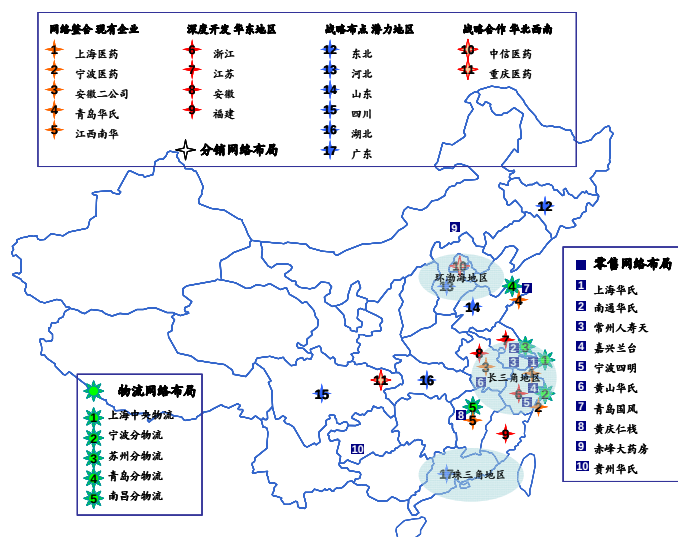
排名	地区	医药品总销售（亿元）
1	上海	598.76
2	北京	508.61
3	浙江	439.23
4	广东	433.51
5	江苏	413.41

资料来源：《2009 年度中国医药商业统计年报》，中金公司研究部

布局全国

公司原有分销网络主要覆盖以上海为辐射中心的华东地区。此次收购的完成，公司将迅速扩张至环渤海带的京津等北方地区，确定以北京为核心的第二个分销中心，从而形成布局全国的分销网络。

图表 3：布局全国分销网络



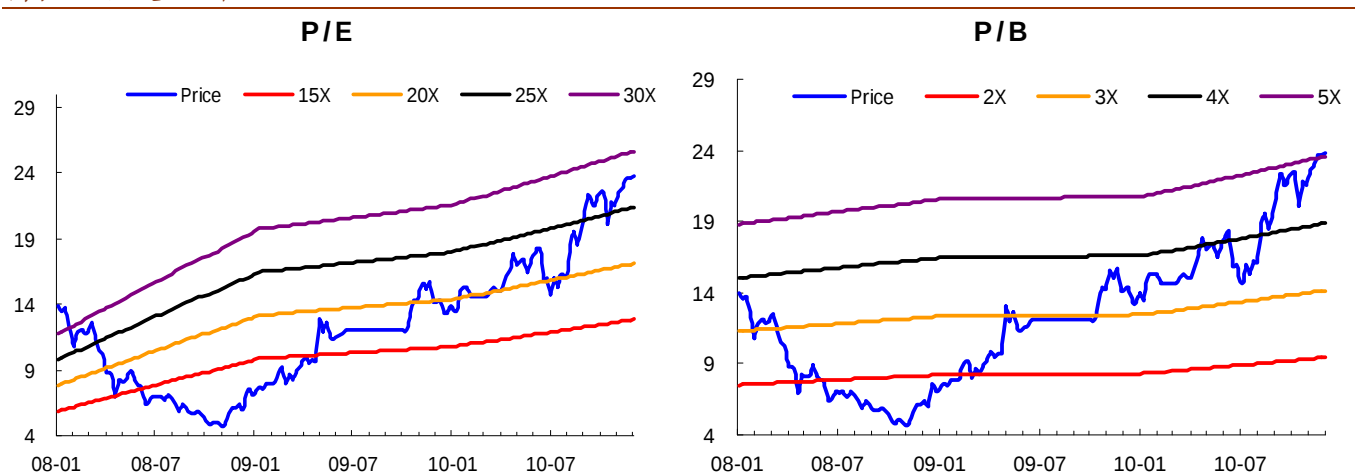
资料来源：公司资料，中金公司研究部

图表 4: 历史和预测的财务指标

(人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E	(人民币百万元)	2008 A	2009 A	2010 E	2011 E
损益表					资产负债表				
主营业务收入	15,225	31,073	35,002	43,411	货币资金	4,795	4,887	5,903	6,973
主营业务成本	-12,279	-25,145	-28,050	-35,240	短期投资	11	10	10	10
主营业务税金及附加	-42	-80	-94	-116	应收票据	247	369	416	515
主营业务利润	2,904	5,848	6,858	8,055	应收账款	5,432	4,853	5,550	6,776
营业费用	-1,314	-2,623	-3,072	-3,553	其他应收款	785	379	270	366
管理费用	-753	-1,647	-1,814	-2,082	预付账款	247	273	304	382
财务费用	-104	-198	-225	-209	存货	3,462	3,898	4,348	5,462
营业利润	559	1,126	1,779	2,212	流动资产合计	14,883	14,608	16,744	20,409
投资收益	779	963	426	443	总资产	22,487	22,084	24,695	28,941
营业外收入	49	140	120	120	短期借款	3,359	3,284	3,284	3,284
减: 营业外支出	-13	-82	-30	-29	应付票据	989	934	1,042	1,310
税前利润总额	1,375	2,146	2,295	2,746	应付账款	4,788	4,792	5,346	6,717
所得税	-309	-464	-413	-494	预收账款	231	248	280	347
少数股东损益	-188	-371	-452	-521	应付工资	376	333	372	467
净利润	878	1,311	1,430	1,730	应付股利	504	356	381	459
同比增减 (+/- %)	0.0%	67.9%	9.1%	21.0%	应交税金	426	254	283	355
现金流量表					其他应付款	1,332	1,048	1,169	1,469
净利润	878	1,311	1,430	1,730	一年内到期的长期负债	15	48	48	48
少数股东权益	188	371	452	521	流动负债合计	12,028	11,306	12,214	14,466
(-) 投资收益	-779	-963	-426	-443	长期负债合计	289	331	316	301
(-) 财务费用	104	214	225	209	少数股东权益	1,932	2,155	2,607	3,129
折旧和摊销	200	432	464	481	股东权益合计	8,200	8,260	9,525	11,013
营运资本的增加	89	319	170	-612	(人民币百万元)	2008 A	2009 E	2010 E	2011 E
其它	-63	92	156	15	财务指标				
经营活动产生的现金流量净额	816	1,906	2,063	2,093	主营业务利润率	19.1%	18.8%	19.6%	18.6%
固定资产投资	-186	-682	-590	-589	息税前利润率	5.5%	5.1%	5.6%	5.6%
长期投资和其它	990	929	-26	-45	净利润率	5.8%	4.2%	4.1%	4.0%
投资活动现金流量净额	804	301	-616	-634	净资产收益率	11.2%	15.9%	16.0%	16.8%
股权融资	504	611	-	-	总资产收益率	4.1%	5.9%	6.0%	6.5%
借款增加	-364	-486	-15	-15	总资产负债率	54.9%	52.8%	50.9%	51.1%
净利息支出	-104	-537	-225	-209	净资产负债率	-13.9%	-15.0%	-23.8%	-30.4%
股利支出	-145	-	-140	-165	流动比率	1.2	1.3	1.4	1.4
筹资活动现金流量净额	-16	-562	-379	-389	速动比率	0.9	0.9	1.0	1.0
现金及现金等价物净增加额	1,603	1,645	1,068	1,070	应收账款周转期	93.3	80.8	73.9	72.7
					存货周转期	51.5	56.6	56.6	56.6

资料来源: 公司资料, 中金公司研究部

图表 5: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金公司研究部

图表 6：可比公司估值

公司名称	代码	收盘价 2010-11-29	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率 2009A	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2010E	Growth 2009-2011E
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E		2009A	2010E			
大宗原料药																	
海正药业	600267	42.47	20,546	0.56	0.73	0.94	75	58	45	10	9	0.3%	14%	13%	7.7	1.98	29%
华海药业	600521	20.07	9,008	0.37	0.30	0.47	55	66	42	40	48	0.5%	14%	7%	4.7	4.94	13%
浙江医药	600216	36.34	16,355	2.70	2.95	3.39	13	12	11	10	10	2.2%	52%	36%	5.2	1.01	12%
新和成	002001	28.23	20,493	1.40	1.64	1.88	20	17	15	15	12	3.5%	44%	27%	5.1	1.10	16%
海普瑞	002399	158.00	63,216	2.02	3.39	4.89	78	47	32	64	38	0.0%	118%	26%	8.6	0.84	56%
仙琚制药	002332	23.23	7,931	0.26	0.36	0.48	89	65	48	45	45	1.3%	12%	11%	7.7	1.79	36%
华北制药	600812	16.68	17,157	-0.37	0.35	0.63		47	27	109	25	0.0%	-34%	32%	17.6	0.74	64%
新华制药	000756	9.03	2,775	0.22	0.28	0.32	40	32	28	15		0.6%	7%	11%	2.5	1.60	20%
中间值			5,692				83	58	43	48	38	0.3%	15%	11%	7.1	1.19	37%
品牌中药																	
云南白药	000538	67.00	46,516	0.87	1.29	1.67	77	52	40	13	11	0.3%	18%	21%	10.6	1.34	38%
同仁堂	600085	40.42	21,052	0.55	0.65	0.78	74	62	52	7	7	0.6%	10%	11%	6.7	3.30	19%
广州药业	600332	18.28	10,803	0.26	0.37	0.45	70	50	40	4	3	0.3%	7%	9%	4.3	1.57	32%
东阿阿胶	000423	51.43	33,636	0.60	0.93	1.21	86	56	43	20	17	0.7%	21%	31%	17.5	1.33	42%
片仔癀	600436	84.73	11,862	0.93	1.16	1.41	91	73	60	16	14	0.6%	17%	18%	13.5	3.11	24%
康美药业	600518	23.37	39,597	0.30	0.44	0.60	79	53	39	63	41	0.1%	14%	16%	8.3	1.25	43%
贵州百灵	002424	38.88	9,145	0.47	0.63	0.84	82	62	46	60	51	0.0%	35%	13%	5.1	1.86	33%
中间值			10,288				74	50	39	30	17	0.6%	16%	14%	8.1	1.57	32%
现代中药																	
天士力	600535	43.85	21,399	0.65	0.84	1.03	68	52	43	11	11	0.9%	16%	20%	10.2	2.00	26%
康缘药业	600557	20.39	8,475	0.39	0.48	0.64	53	42	32	45	35	0.7%	16%	16%	6.6	1.44	29%
上海凯宝	300039	55.19	9,678	0.39	0.79	1.12	141	70	49	109	61	0.5%	11%	9%	8.3	1.02	69%
誉衡药业	002437	86.53	12,114	0.93	1.30	1.87	93	66	46	72	58	0.0%	54%	16%	6.0	1.59	42%
桂林三金	002275	27.70	12,576	0.68	0.78	0.96	41	36	29	31	27	2.0%	24%	18%	7.5	1.85	19%
仁和药业	000650	26.70	11,218	0.39	0.56	0.72	68	48	37	48	34	1.1%	28%	23%	13.0	1.36	35%
中间值			7,641				68	48	37	47	35	0.5%	19%	14%	7.3	1.53	31%
化学制剂药																	
恒瑞医药	600276	60.19	45,108	0.89	1.09	1.36	68	55	44	17	14	0.0%	29%	25%	13.7	2.32	24%
科伦药业	002422	165.81	39,794	1.78	2.70	3.47	93	61	48	64	41	0.0%	27%	6%	5.9	1.56	39%
华东医药	000963	36.32	15,765	0.87	0.80	1.02	42	46	36	26	26	0.9%	33%	26%	11.6	5.65	8%
康芝药业	300086	88.38	8,838	0.98	1.69	2.51	91	52	35	72	13	0.0%	33%	26%	4.7	0.86	60%
恩华药业	002262	27.70	6,482	0.23	0.36	0.51	119	76	54	75	58	0.2%	15%	17%	15.3	1.60	48%
华邦制药	002004	53.88	7,112	0.97	0.97	1.25	56	56	43	37		0.0%	16%	14%	8.0	4.12	13%
中间值			9,018				71	52	39	44	37	0.0%	23%	17%	7.0	1.58	39%
生物制药																	
双鹭药业	002038	63.12	15,968	0.96	1.14	1.58	65	55	40	17	13	0.0%	28%	23%	12.6	1.98	28%
天坛生物	600161	25.22	13,000	0.41	0.50	0.56	61	50	45	31	28	0.0%	29%	22%	14.0	2.89	17%
华兰生物	002007	55.06	31,726	1.06	1.38	1.61	52	40	34	38	32	0.5%	44%	33%	17.0	1.70	23%
智飞生物	300122	43.05	17,220	0.58	0.72	0.97	74	60	44	63	51	0.0%	64%	19%	7.4	2.01	30%
科华生物	002022	21.40	10,535	0.42	0.50	0.63	52	43	34	41	35	0.9%	30%	27%	13.5	1.85	23%
通化东宝	600867	17.99	10,344	0.13	0.21	0.27	140	87	66	53	49	0.0%	5%	7%	6.3	1.89	46%
中间值			10,535				65	54	43	41	38	0.3%	19%	19%	8.4	1.85	30%
医疗服务																	
爱尔眼科	300015	44.58	11,903	0.35	0.46	0.66	129	98	68	64	57	0.8%	13%	9%	9.8	2.58	38%
通策医疗	600763	21.89	3,509	0.14	0.30	0.41	158	74	54	80	46	0.0%	11%		15.4	1.03	72%
中间值			7,706				143	86	61	72	52	0.4%	12%	9%	12.6	1.81	55%
医疗器械																	
鱼跃医疗	002223	51.30	13,111	0.40	0.64	0.98	130	81	52	99	57	0.2%	28%	28%	22.6	1.41	57%
乐普医疗	300003	32.83	26,658	0.36	0.50	0.67	91	65	49	79	58	0.8%	20%	20%	13.2	1.79	37%
新华医疗	600587	27.21	3,657	0.31	0.42	0.59	89	65	46	53	38	0.4%	7%	8%	5.2	1.67	39%
万东医疗	600055	19.72	4,268	0.32	0.24	0.31	62	83	63	45	49	0.3%	13%	10%	7.7		0%
中间值			4,100				90	76	51	72	58	0.2%	17%	11%	6.5	1.67	38%
综合性制药企业																	
丽珠集团	000513	42.79	10,711	1.63	1.58	1.90	26	27	22	16	15	0.0%	25%	18%	4.9	3.34	8%
哈药股份	600664	25.83	32,081	0.78	0.89	1.06	33	29	24	24		1.9%	16%	17%	5.4	1.77	16%
复星医药	600196	15.14	28,833	1.31	0.58	0.70	12	26	22	9	21	0.7%	48%	14%	3.8	0.97	-27%
双鹤药业	600062	33.73	19,283	0.84	0.99	1.22	40	34	28	28	23	0.7%	14%	15%	5.3	1.66	20%
三九医药	000999	27.49	26,910	0.72	0.87	1.09	38	31	25	27	23	1.1%	21%	20%	7.1	1.39	23%
中间值			15,503				39	32	26	25	23	0.4%	16%	16%	5.2	1.49	22%
医药流通企业																	
国药股份	600511	27.53	13,181	0.47	0.57	0.71	58	48	39	13	12	0.0%	24%	23%	11.1	2.12	23%
上海医药	601607	23.81	47,445	0.09	0.75	0.92		32	26	6	5	0.0%	10%	16%	4.9	0.14	225%
一致药业	000028	38.38	9,372	0.67	0.87	1.16	57	44	33	31	27	0.3%	27%	24%	12.1	1.39	32%
南京医药	600713	14.63	5,074	0.13	0.16	0.23	110	91	64	33		0.0%	9%	5%	5.0	2.93	31%
中间值			5,528				68	66	39	32	27	0.0%	11%	6%	6.6	0.77	18%
全行业中间值			8,245				74	53	41	43	37	0.2%	16%	14%	7.3	1.58	31%

资料来源：WIND，中金公司研究部

北京

中国国际金融有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

China International Capital
Corporation (Singapore) Pte.
Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

United Kingdom

China International Capital
Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

香港

中国国际金融(香港)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

北京建国门外大街证券营业部

北京市朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号
邮编: 200020
电话: (86-21) 6386-1195
传真: (86-21) 6386-1180

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: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及
欧瑞蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

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: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

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: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018



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