

上海医药(601607.sh)

医药产业整合的战略性品种

葛峰 分析师

电话: 0755-82739750

eMail: gz2@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511010015

H股融资打开外延发展空间

公司即将在香港进行招股,有利于公司长期发展。一是启动融资有助于为公司未来在外延式发展上打开空间,二是发行H股有助于提升公司的国际影响力、加强国际合作,三是有利于公司建立一个更为市场化的激励机制。

走出上海,打造全产业链医药航母

政府推动下,上实集团重组上药集团顺利完成,历史问题逐步解决,进入快速发展轨道。重组后的新上海医药明确定位于总部设在上海的全国性大型医药集团,整体规模位居全国第二位。

未来成长展望

在医药分销业务领域,公司将通过并购继续深化华东、华北及华南的高端区域网络优势,同时通过股权、创新增值服务等方式加强战略合作伙伴合作,是现有格局下第一个从区域龙头走向全国布局的分销企业;在医药制造业务领域,公司聚焦优势品种、整合研发资源、并购创新药品种,将逐步提升制造业务盈利能力;在医药零售领域,公司在华东区域拥有较强的品牌优势,通过前期的内部整合已逐步产生效益,预计未来有望保持稳健增长态势。

风险提示

H股发行的规模存在不确定性。上海医药拥有较为庞大的医药资产,未来还会不断并购,存在管理和整合不力的风险。

盈利预测与投资建议: 中国医药产业整合的战略性品种

预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 1.11/1.25/1.58 元(其中经营性 EPS 分别为 0.96/1.25/1.58 元,分别同比增长 54%/31%/26%)。按照发行规模上限计算(暂不考虑绿鞋机制),摊薄后公司 2011-2013 年的主业 EPS 分别为 0.72/0.94/1.18 元,考虑到 H 股发行后外延并购可能提速,我们给予公司 2011 年 35 倍 PE,目标价 25.20 元(相当于 2012 年 26 倍 PE),维持买入评级。公司是中国医药产业整合的战略性品种,建议投资者着眼于长远,继续坚定持有,分享公司内生整合完成后、进入快速扩张阶段可能超预期的增长。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	19568	37411	54090	67998	84326
增长率(%)	18.25%	91.18%	44.58%	25.71%	24.01%
EBITDA(百万元)	719	2283	3539	4401	4785
净利润(百万元)	173	1368	2206	2500	3148
增长率(%)	111.43%	689.38%	61.24%	13.31%	25.91%
每股收益(元)	0.30	0.69	1.11	1.25	1.58
市盈率	45.97	31.81	17.99	15.88	12.61
市净率	4.35	4.76	3.50	2.87	2.34

数据来源:上海医药集团股份有限公司财务报表,广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	19.92
目标价格(元)	25.20
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	2.05%	-1.92%	9.65%
沪深 300	-4.48%	1.59%	2.95%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

1,992.64/826.93

主要股东:

上海医药(集团)有限公司

主要股东持股比例 39.91%

财务比率

ROE	14.98%
ROA	12.92%
资产负债率	57.81%
每股净资产(元)	4.58

2010 年报数据

目录

一、	H 股融资打开外延发展空间	3
二、	走出上海，打造全产业链医药航母	5
	（一）走过曲折路，迎来大发展	5
	（二）总部位于上海的全国性大型医药集团	6
三、	行业研究：政策及资金实力催生产业变局	9
	（一）中国医药行业黄金十年还远未结束	9
	（二）资金及政策催生产业变局	10
四、	未来成长展望	13
	（一）医药分销业务：深化高端区域优势，加强战略合作	13
	（二）制造业务：聚焦优势企业和优势品种	17
	（三）零售业务：内部整合完毕，未来有望稳健增长	19
五、	未来四大看点，构建增长动力	20
六、	五大医药集团对比研究：内部整合，上药先行	21
七、	风险提示	22
八、	盈利预测	22
九、	附录：新上海医药重组方案	23

一、H股融资打开外延发展空间

上海医药于2010年9月启动了H股IPO工作。去年9月8日，公司公告了《关于公司发行H股股票并在香港上市的议案》，并于今年3月和4月先后获得环保部、中国证监会及香港联交所批准，5月开始在香港进行H股招股。

表1：上海医药H股发行概况

要点	主要内容
发行股票种类	联交所主板上市的H股
发行时间	公司于2010年9月27日举行股东大会表决了H股发行事项，股东大会批准公司本次发行H股并上市的有效性为该决议经股东大会审议通过之日起18个月内
发行方式	公开发行及国际配售
发行规模	发行的H股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数15%的超额配售权
定价方式	定价不低于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%，即17.63元/股
发行对象	境外专业机构、企业和自然人及其他投资者
募投项目	境内外医药工业收购兼并
	医药商业网络建设及并购
	加大研发投入
	建设企业信息系统
	补充流动资金和优化财务结构

数据来源：公司公告，广发证券研究中心

我们认为，进行H股发行有利于公司长期发展，主要原因包括：（1）公司去年完成了庞大的医药资产重组，完成了内部整合的初步工作，但整个重组方案并未涉及外部融资。对于行业而言，无论是工业还是商业，目前正处于集中度提升的关键阶段，启动融资有助于为公司未来在外延式发展上打开空间。（2）发行H股对提升公司的国际影响力，加强在产业链的某些环节进行国际合作也是比较有利的一个方式。（3）发行H股也有利于公司建立一个更为市场化的激励机制。

基于现有业务的增长，我们预计公司2011-2013年EPS分别为1.11/1.25/1.58元（其中主业业绩分别为0.96/1.25/1.58元，分别同比增长54%/31%/26%）。按照发行规模的上限计算（暂不考虑绿鞋机制），摊薄后公司2011-2013年的EPS分别为0.72/0.94/1.18元，考虑到H股发行后外延并购可能提速，我们给予公司2011年35倍PE，目标价25.20元（相当于2012年26倍PE），维持买入评级。

公司是中国医药产业整合的战略性品种，建议投资者着眼于长远，继续坚定持有，分享公司内生整合完成后、进入快速扩张期的成长。H股融资完成后，公司在内部整合和外部扩张上还有较大的改善空间，业绩不排除有超预期的可能性。

表2：上海医药H股发行股数敏感性测试表

发行比例	发行股数 (亿股)	发行后总股本 (亿股)	最低融资规模 (亿元)	每股收益(元/股)			PE(倍)		
				2011E	2012E	2013E	2011E	2012E	2013E
0%	0	19.93	0	0.96	1.25	1.58	21	16	13
10%	2.21	22.14	39	0.86	1.13	1.42	23	18	14

15%	3.52	23.44	62	0.82	1.07	1.34	25	19	15
20%	4.98	24.91	88	0.77	1.00	1.26	26	20	16
25%	6.64	26.57	117	0.72	0.94	1.18	28	21	17
25%*	7.64	27.56	135	0.69	0.91	1.14	29	22	18

数据来源：公司公告，广发证券研究中心（*代表考虑实施绿鞋机制后的总股本，最低融资规模按照最低发行价17.63元/股计算）

表3：广发医药小组覆盖重点公司盈利预测及投资建议表

公司 代码	公司 名称	收盘价 (元/股)	总市值 (亿元)	总股本 (万股)	流通股 (万股)	EPS 2011E	EPS 2012E	EPS 2013E	PE 2011E	PE 2012E	PE 2013E	投资 评级
传统中药												
000538	云南白药	58.99	410	69427	62925	1.75	2.35	2.98	34	25	20	买入
000423	东阿阿胶	47.38	310	65402	65378	1.42	1.87	2.45	33	25	19	买入
600085	同仁堂	37.53	195	52083	52083	0.85	1.10	1.37	44	34	27	持有
600436	片仔癀	65.71	92	14000	6363	1.52	1.82	2.18	43	36	30	持有
600332	广州药业	17.97	146	81090	59100	0.46	0.58	0.71	39	31	25	持有
600993	马应龙	36.86	61	16579	16542	1.00	1.38	1.86	37	27	20	持有
现代中药												
600535	天士力	40.99	212	51642	48800	1.20	1.52	2.02	34	27	20	买入
600750	江中药业	27.49	86	31115	29588	0.93	1.23	1.55	30	22	18	买入
600518	康美药业	14.19	312	219871	219871	0.53	0.70	0.92	27	20	15	买入
000999	华润三九	20.40	200	97890	35524	1.03	1.26	1.58	20	16	13	买入
600479	千金药业	13.72	42	30482	30482	0.38	0.50	0.64	36	27	21	持有
600557	康缘药业	16.53	69	41565	30711	0.59	0.74	1.00	28	22	17	买入
600594	益佰制药	19.49	69	35276	35276	0.72	0.97	1.30	27	20	15	买入
600572	康恩贝	12.27	86	70360	51612	0.36	0.45	0.61	34	27	20	持有
000650	仁和药业	14.17	89	63025	47905	0.53	0.70	0.93	27	20	15	买入
600252	中恒集团	35.26	192	54587	52187	1.80	2.52	3.16	20	14	11	买入
000590	紫光古汉	14.10	29	20303	20294	0.47	0.60	0.74	30	24	19	买入
化学原料药												
600267	海正药业	36.92	194	52482	48378	0.97	1.30	1.62	38	28	23	买入
600521	华海药业	17.55	95	53861	44884	0.49	0.75	0.84	36	23	21	买入
600216	浙江医药	34.16	154	45006	44998	2.99	3.22	3.66	11	11	9	买入
002001	新和成	29.52	214	72595	71315	2.05	2.31	2.54	14	13	12	买入
000597	东北制药	19.52	65	33381	30092	1.70	2.35	2.91	11	8	7	买入
化学制剂												
600276	恒瑞医药	32.18	362	112415	111734	0.83	1.01	1.24	39	32	26	持有
600079	人福医药	22.89	108	47159	39832	0.67	0.89	1.07	34	26	21	买入
002422	科伦药业	63.17	303	48000	12000	2.01	2.67	3.35	31	24	19	买入
300146	汤臣倍健	103.01	56	5468	1368	2.71	4.21	6.23	38	24	17	买入
000522	白云山	16.22	76	46905	46903	0.59	0.78	1.01	27	21	16	买入
002262	恩华药业	20.20	47	23400	8676	0.45	0.64	0.87	45	32	23	持有
600062	双鹤药业	24.26	139	57170	57170	1.18	1.42	1.72	21	17	14	买入
002294	信立泰	36.77	134	36320	9120	1.24	1.65	2.15	30	22	17	持有
医疗器械												

002223	鱼跃医疗	41.90	107	25558	22002	1.02	1.53	1.98	41	27	21	买入
600587	新华医疗	32.78	44	13439	13439	0.72	1.12	1.67	46	29	20	买入
002551	尚荣医疗	47.00	39	8200	1650	1.03	1.64	2.46	46	29	19	持有
300003	乐普医疗	22.78	185	81200	28139	0.68	0.92	1.29	34	25	18	持有
生物制剂												
002022	科华生物	14.12	70	49228	43681	0.56	0.74	0.88	25	19	16	买入
002007	华兰生物	34.81	201	57620	57612	1.35	1.80	2.20	26	19	16	买入
002038	双鹭药业	35.58	135	37947	31252	1.25	1.71	2.26	28	21	16	买入
医药流通												
600511	国药股份	18.55	89	047880	27764	0.80	0.97	1.20	23	19	15	买入
000028	一致药业	30.68	88	028815	23326	1.15	1.52	1.87	27	20	16	买入
600998	九州通	14.17	201	142052	15000	0.39	0.53	0.69	36	27	21	持有
600713	南京医药	12.89	45	034679	27396	0.15	0.20	0.25	86	64	52	无评级
综合类												
601607	上海医药	19.92	397	199264	82693	1.11	1.25	1.58	18	16	13	买入
600196	复星医药	11.76	224	190439	189962	0.57	0.70	0.91	21	17	13	买入

数据来源：wind资讯，广发证券研究中心

二、走出上海，打造全产业链医药航母

（一）走过曲折路，迎来大发展

上海医药旗下医药资产历史悠久。其历史最早可追溯至成立于1696年雷允上药业和1874年的胡庆余堂国药号；20世纪初，在现代民族工业萌芽的背景下，公司旗下许多核心企业的前身纷纷建立，包括中华药业和时称“远东第一大药厂”的信谊药业等等。在这样深厚的产业基础之上，建国后上海医药集团成为了新中国医药工业技术创新的多项先驱，包括建立国内第一家青霉素实验所和最早开发出多项当时先进的制剂工艺。1996年，原上海医药管理局下属多家企业改制组建成立上药集团，此后与多家外企开展合资与合作，迎来发展较好的一段时期；同时，上实集团也逐步开始涉足医药产业。

但上海医药的发展并非一片坦途。2002年，上药集团股东引入当时的央企华源集团，其中华源集团占40%股权，上海工业投资集团和上海华谊集团分别持有30%股权。2005年前后，华源集团由于在多个行业的快速扩张导致资金链紧张，陷入债务危机，旗下多家上市公司股权相继被冻结，股东的长期缺位和资金问题严重影响了上药集团的发展。

政府推动下，上实集团重组上药集团顺利完成，历史问题逐步解决。2008年，在上海市政府的推动下，上实集团开始介入上药集团的重组工作；2009年6月，上海医药、上实医药及中西医药正式进入重组程序；仅历时9个月，庞大的重组即圆满完成，新上海医药在上交所挂牌交易。

上海医药迎来大发展阶段。2009年下半年开始，公司分销网络全国性布局逐步展开，首先完善了在华东区域的布局；2010年4月收购广州中山医医药公司，布局华南区域；2010年10月和11月，并购位于北京的爱心伟业和中信医药公司，成功布局华北医药分销市场。2010年9月，公司高效启动了H股IPO工作，募集资金主要旨在加速优质医药工业及流通企业的并购；2011年4月，公司H股IPO申请获得中国证监会及香港联交所的批准。

表4：上海医药发展历程

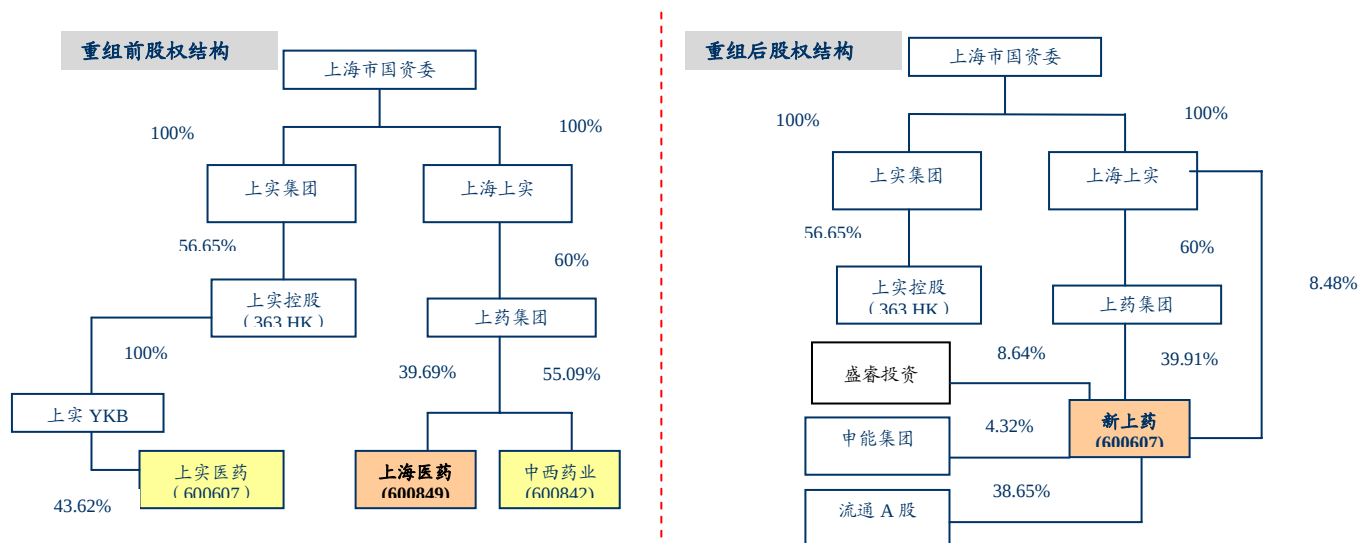
阶段	时间	标志性事件
17-19 世纪：中药老字号创立	1696 年	名医雷大升于康熙三十五年始创中药鼻祖之一“雷允上”
	1874 年	清末著名红顶商人胡雪岩始创江南药王-胡庆余堂国药号
1911-1934 年：中国现代民族工业萌芽的背景下，公司旗下部分核心企业的前身纷纷建立	1911 年	一代工商巨头黄楚九依托旗下 21 个医药企业形成庞大的上海新药业集团，龙虎人丹品牌驰名中外
	1916 年	德国药学博士霞飞创办“信谊”，产品畅销国内及东南亚，时称“远东第一大药厂”
	1927 年	中国最早生产“注射药”的四大民族企业之一
	1931 年	在民族制药业中率先成为“生物检验室”和“药理检定部”
1949-1990 年：曾经是新中国医药工业技术创新的多项先驱	1950 年代	建成国内第一家青霉素实验所，成功试制结晶青霉素、国内第一个正式投产青霉素钾盐；试制成功治疗结核病异烟肼原料药，打破了依靠进口的局面
	1960 年代	试制成功预防小儿麻痹症活菌疫苗糖丸制剂，其稳定性超过国际水平
	1980 年代	国内最早开发出“一步法”制粒工艺、旋转式拉丝灌装、高效包衣工艺、缓释制剂及三相（混悬型）气雾剂
1991-2007 年：改制及合资在一定程度上推动上药集团发展，但其股东债务危机使得公司发展并非一片坦途	1996 年	上海医药(集团)总公司由原上海医药管理局下属的企业改制组建而成，此后与施贵宝、罗氏等国际知名企业陆续建立合资公司；
	1998 年	上实控股收购杭州青春宝、上海三维生物技术，扩大在医药方面的投资
	2001-2003 年	上实控股相继收购胡庆余堂、胡庆余堂国药号、厦门中药厂
	2002 年	上药集团股东引入当时的华源集团，其中华源集团占 40% 股权，上海工业投资集团和上海华谊集团分别持有 30% 股权
	2005 年前后	上药集团大股东华源集团由于快速扩张导致资金链紧张，陷入债务危机，旗下多家上市公司股权相继被冻结，严重影响上药集团的发展
2008-至今：重组完成，H 股 IPO 启动，公司迎来大发展阶段	2007 年	上药集团大股东华源集团被华润集团重组，华润间接持有上药集团 40% 股权
	2008 年	7 月，上海国资委将上工投和华谊持有的上药集团 60% 股权无偿转让给上实集团，上药集团重组拉开序幕
	2009 年	6 月，上海医药、上实医药及中西药业停牌，正式进入重组程序
	2010 年	3 月，重组完成，新上海医药（601607.SH）在上交所恢复交易
	2010 年	9 月，H 股 IPO 启动
	2010 年	定位于高端区域的医药分销并购启动，走出华东，华南和华北布局实现重大突破
	2011 年	与跨国国企及国内大型企业深化战略合作
		4 月，获得中国证监会及香港联交所上市批准
		5 月，预计 H 股开始发行

数据来源：公司数据，广发证券研发中心

（二）总部位于上海的全国性大型医药集团

新上海医药实际控制人仍然为上海国资委，上实集团控股上海医药。上实集团副总裁吕明方先生任公司董事长，原上药集团副总裁徐国雄先生任公司总裁。

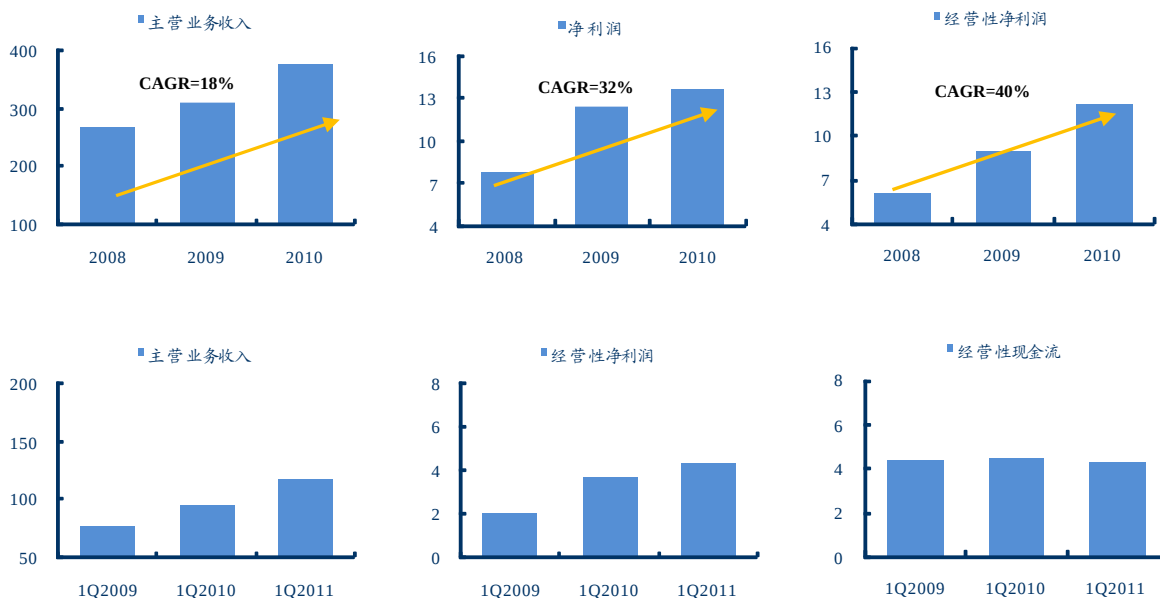
图1：上海医药重组前后股权结构图（H股发行前）



数据来源：公司数据（注：4月6日公司公告称上海上实增持公司股权至8.64%，未来12个月可能增持不超过2%（含本次增持））

重组后，上海医药亦取得了不错的经营业绩：2010年实现收入、净利润和经营性利润374亿、13.7亿和12.1亿，三年复合增长率分别为18%、32%和40%；2011年一季度，公司实现收入、净利润和经营性净利润119亿、8.5亿和4.3亿，分别同比增长21%、107%和17%。

图2：上海医药2008-2010年、1Q2009-1Q2011利润表主要指标比较（单位：亿元）



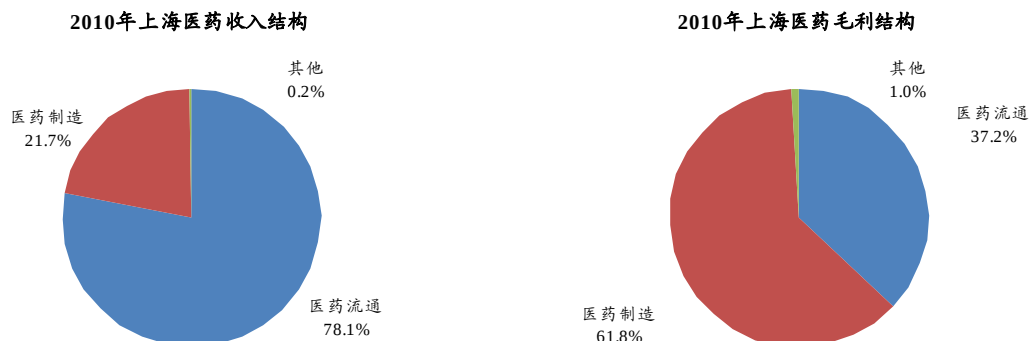
数据来源：公司数据，广发证券研发中心

从分业务角度看：2010年医药制造和医药流通分别贡献了收入的22%和78%，贡献了毛利的62%和37%。

医药制造业务中，化学药品实现销售收入27亿元，同比增长13%；中药实现销售27亿元，同比增长2%；其他药品实现销售7亿元，同比增长22%。

医药流通业务中，分销业务实现销售收入274亿元，同比增长25%；零售业务实现销售收入17亿元，同比增长13%。

图3：上海医药2010年收入及毛利结构图

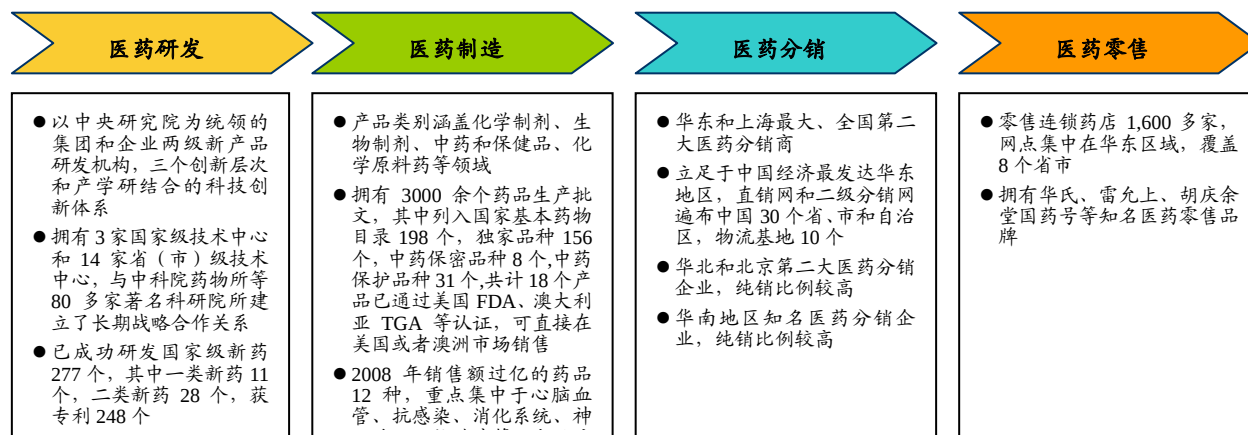


数据来源：公司数据，广发证券研发中心

新上海医药明确定位于总部设在上海的全国性大型医药集团。从产业链角度，整合后的新上海医药作为工商一体化经营的综合性医药龙头企业，整体规模位居全国第二位。

- 在医药研发领域：拥有中央研究院为平台的研发机构、三个国家级技术中心和14家省市级技术中心；
- 在医药制造领域：产品类别涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域；
- 在医药分销领域：是全国医药消费能力最强的华东地区和上海地区最大的分销企业；并成功切入华南和华北市场，现在是华北第二大、华南地区知名的医药分销企业；
- 在医药零售领域：拥有以华氏、雷允上、胡庆余堂国药号等知名医药零售品牌的零售连锁药店1600多家，网点集中在华东区域，覆盖8个省市。

图4：上海医药产业链示意图



数据来源：公司数据，广发证券研发中心

三、行业研究：政策及资金实力催生产业变局

（一）中国医药行业黄金十年还远未结束

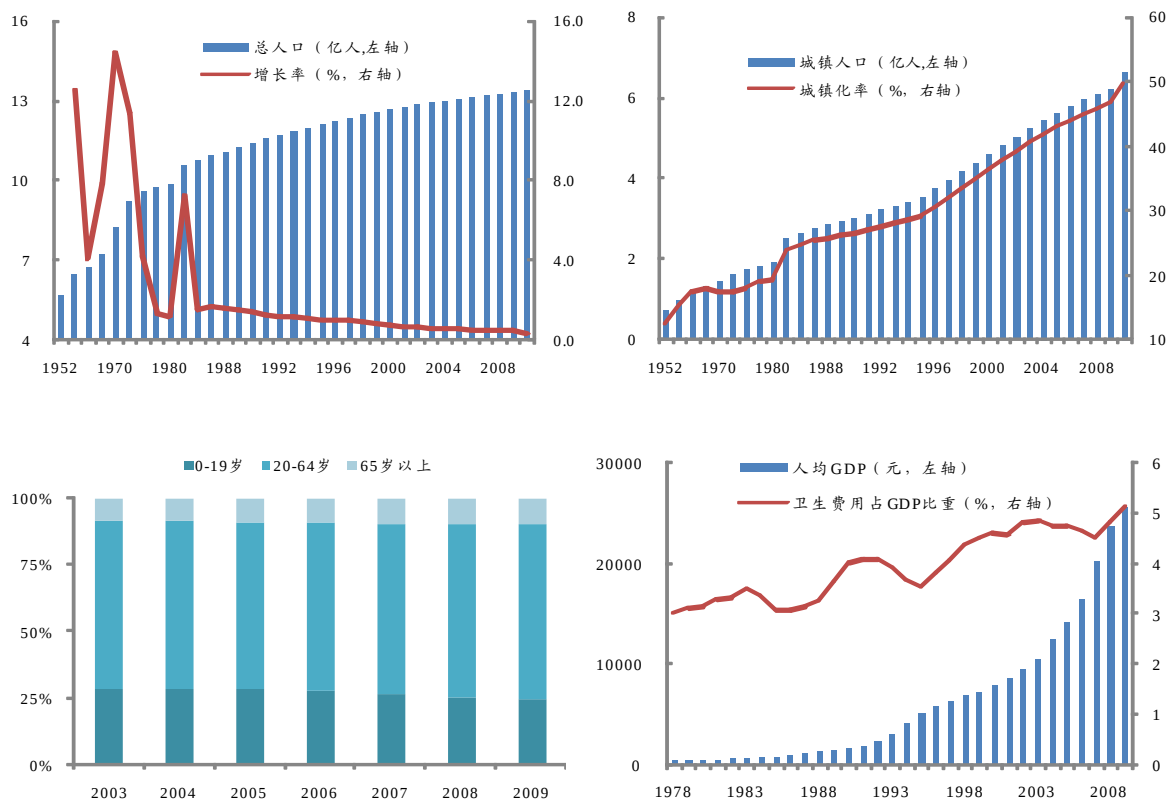
中国医药市场经历了“快速成长”的十年。在过去的10年中，卫生费用的增速一直快于GDP增长速度；卫生费用占GDP的比重也逐步从2001年的4.5%上升到2009年的5.1%。

医药行业本身存在促进需求稳定增长的长期驱动因素。中国是世界上人口最多的国家，庞大的人口基数及其数量的绝对增长、人口城镇化、老龄化以及居民保健意识的提高等是医药行业需求长期稳定增长的驱动因素，并且这些因素在未来仍将继续存在。

从国际经验看：在人均GDP达到15000美元的时候，医药需求将进入快速拉升期。从这个角度看，中国的药品需求快速拉升的时期还远远没有到来。

从国际对比的角度看，包括中国在内的新兴市场由于市场基数低、经济发展快，近几年人均医疗支出增长较快，推动了本国医药市场的快速发展；而成熟市场由于专利药逐步到期、新药研发难度加大以及政府财政支出的压力，近几年其国内市场增长较为缓慢。我们预计未来5年这种趋势仍会维持。

图5：中国人口基数大、城镇化比例上升、人口老龄化及经济发展图



数据来源：wind资讯，广发证券研发中心

表5：全球主要地区及国家人均医疗支出对比（美元，%）

区域	05年	09年	05-09CAGR (%)	2014年（预测）	2009-2014CAGR (%)
----	-----	-----	---------------	-----------	-------------------

美国	7076	7075	(0.0)	9967	7.0
日本	2449	2633	1.5	4545	11.5
欧洲	3464	3757	1.6	4415	3.3
巴西	416	653	9.4	1196	12.9
俄罗斯	293	434	8.2	1026	18.8
印度	40	53	5.8	129	19.5
中国	89	167	13.4	427	20.7

数据来源：H股招股书，广发证券研发中心

表6：国际主要医药市场增速对比（美元，%）

区域	2009 年销售额	2009 年增长率	2008 年增长率	2004-2009 年 CAGR (%)
北美地区	3221	5.5	1.9	5.2
欧洲	2476	4.8	7	6.6
亚洲/非洲/澳洲	1026	15.9	15	13.9
日本	903	7.6	2.1	3.9
拉美	4580	10.6	12.7	10.9
全球	8083	7	5.5	6.7

数据来源：IMS，广发证券研发中心

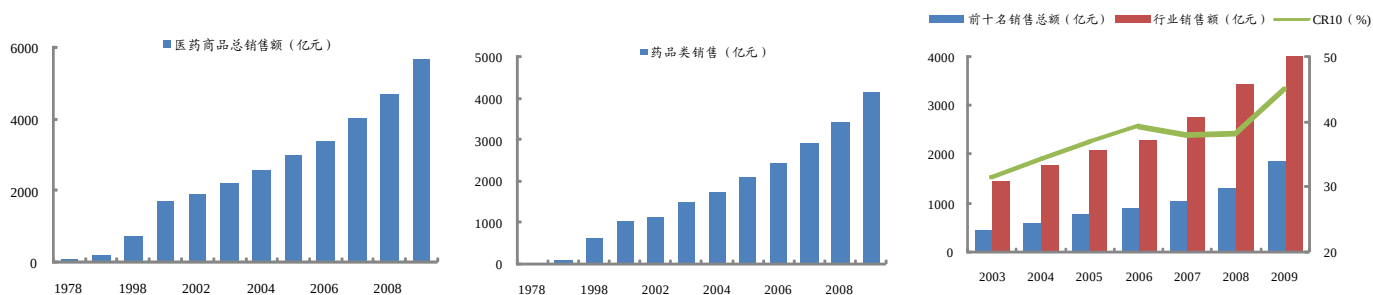
（二）资金及政策催生产业变局

1. 医药分销行业进入深度整合时期

（1）行业规模和集中度不断提升，区域市场发展各异

中国医药流通行业在成长中走向集中。1978年至今，全国医药商业类值合计销售规模不断扩大，其中药品分销规模占到其中的大部分金额。近10年，药品销售的年均复合增长率达到17%。同时，整个医药流通行业的集中度不断提升。前十名医药流通企业占有的市场份额从2003年的31%上升到了2009年的45%左右。

图6：中国医药流通行业商品总销售额及药品类销售额变化图



数据来源：中国医药商业协会，广发证券研发中心

表7：2009年中国前五大医药分销企业市场份额

排名	分销商	市场份额
1	中国医药集团总公司	12.4%
2	上海医药集团股份有限公司	4.6%

3	九州通医药集团股份有限公司	3.9%
4	广州医药有限公司	3.2%
5	南京医药股份有限公司	2.6%

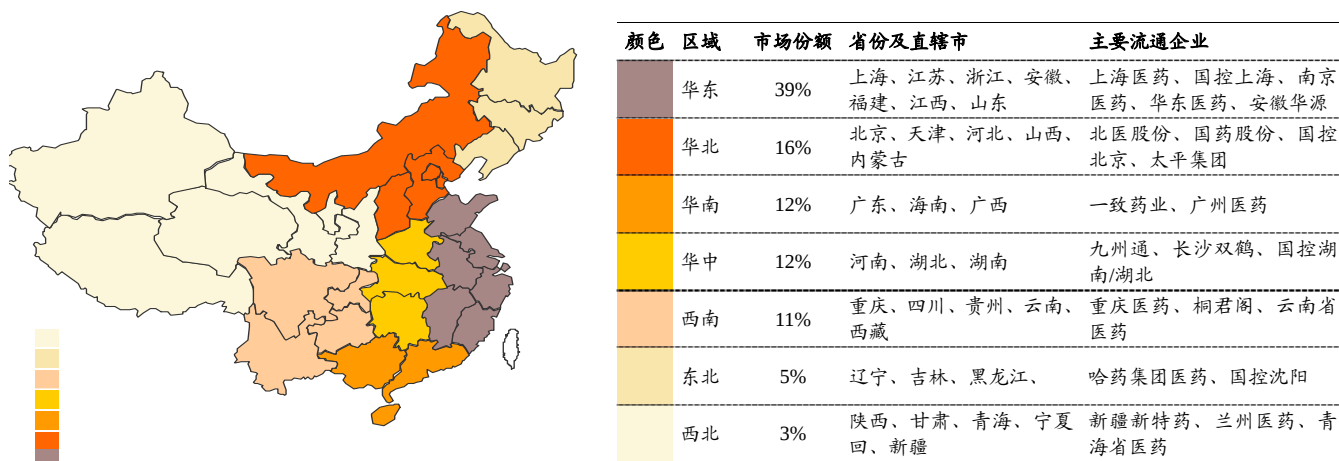
数据来源：H股招股书，广发证券研发中心

但是，比较明显的是，中国经济的梯度发展使得各区域的医药流通市场发展各异。从各主要区域市场的分布来看，华东、华北和华南是最大的三个区域市场。这三个市场也是中国经济最发达的三个区域，它们消费了中国大约70%的药品资源，并拥有一些共有的特征：（1）消费能力较强，高端药品消费多集中于此；（2）这些区域的流通市场运行相对规范一些；（3）医疗终端回款天数相对较短，比如上海地区医疗机构回款较快，而东北、西北地区则可能在180天以上。

历史沿革决定了占市场主导地位的是国有企业。现有的大型医药流通企业多起源于计划经济年代的医药站，彼时实行的是统购统销的药品采购模式；随着医药经济的发展，医药产品逐步出现了供过于求的局面，统购统销的模式不再适用，1984年政府在一定程度上放松了管制，一些企业开始从医药工业进入医药流通行业，也有很多新设立的医药流通企业开始涌现。当时的监管不严格、一哄而上造成了日后行业集中度低下、无序竞争的局面，但行业仍存在体制和思想的束缚。

此后，随着1999年原国家经贸委下发《医药流通体制改革指导意见（1999）1055号文件》，国内的医药流通行业的竞争程度有了实质性的提升，逐步形成了全国性和区域性垄断相混合的格局。但，不可避免的是国有企业仍然占到主导地位。比如，华东地区的上海医药、国控上海，华北地区的北医股份、国药股份、国控北京，华南地区的一致药业、广州医药等。

图7：中国分区域医药分销市场



数据来源：中国医药商业协会，H股招股书，广发证券研发中心

（2）行业进入深度整合阶段

随着国药控股、九州通的上市，上海医药重组完成，华润进入北药集团，2008-2010年医药流通行业经历了集中度快速提升的阶段。在政策鼓励建立大型医药分销企业的背景下，我们认为未来3-5年医药分销行业将进入深度整合阶段，整合的重点或许会逐步下沉至市级或县级市场。

从未来主要几大分销企业的并购路径上，我们判断：

- 国药控股：已基本完成了对全国绝大部分省区的网络布局，目前分销网络已覆盖全国29个省，对于二线城市的网络布局已经展开，未来这种布局主要仍是以并购方式为主，上市公司的地位保证了其并购资金的来源；
- 上海医药：已完成对华东区域六省一市的网络布局，未来将转变为深度布局华东区域的二线城市；华南和华北市场布局实现突破，未来将进一步巩固其优势；
- 南京医药：大规模扩张的速度会有所降低，前几年的快速增长基本建立了以华东区域为主的网络资源；下一轮主要是网络的细化和深度，也将向华东地区的二线城市扩张，但主要的方式将是借助于现有网络往下扩展业务；
- 北京医药：北京医药的网络主要分布在华东及华北部分地区（包括河北、北京、内蒙及山东等地）。过去北京医药在对外扩张上进展相对较慢，但在华润进入后也开始有所动作。我们预计，北京医药在华润集团正式进入后可能会加快对外扩张的速度，华北、华东及东北地区可能是未来网络布局的重点区域。
- 九州通：公司通过自建子公司的形式，在过去十年构建了全国的分销网络（以第三终端及零售药店为主要下游客户）。公司上市后对外扩张的模式可能会在一定程度上转变为并购，但仍然会相对谨慎。

2. 医药制造行业并购将进入集中期

我们认为医药制造行业的并购或将进入集中期。我们的逻辑基础主要来自于：（1）行业政策方面，从研发、生产、销售等各个方面和环节制定较高的行业标准、规范行业发展，许多政策的要求已经达到甚至超过欧美等发达国家水平，这些政策的颁布与实施会提高行业壁垒、加速行业优胜劣汰，促进行业集中度的提高；（2）资金优势方面，大型医药集团的纷纷上市，使得它们拥有更加充足的并购资金，或布局品种、或布局产业链的某个或多个环节。

研发方面：新药注册申请及获批上市的数量从05年至今，大幅回落，品种资源的优势凸显。我们认为基于品种的并购将越来越多。

表8：2005年至2009年药品注册申请受理量（个）

	国内申请	国外申请	补充申请	合计
2005 年	22166	518	3710	26394
2006 年	16728	448	4187	21363
2007 年	3245	603	3226	7075
2008 年	2634	593	3235	6462
2009 年	2336	614	3478	6428

数据来源：SFDA，广发证券研发中心

表9：2005年至2009年一类新药及仿制药批准上市数量（个）

	总数	一类新药			仿制药批准上市
		化药	中药	生物药	
2005	120	116	0	4	13318
2006	37	34	0	3	8598
2007	16	16	0	0	1636

2008	10	10	0	0	1415
2009	9	8	0	1	1712

数据来源：SFDA，广发证券研发中心

生产方面：新版GMP颁布将逐步淘汰落后产能。今年颁布的新版GMP认证加大了对软件系统和人员的要求，其参考欧盟GMP，基本等效于WHO GMP，采用药品GMP基本要求加附录的模式。新版GMP对制药企业软硬件都提出了更高要求，不但提高了厂房设备的净化、无菌标准，而且要求企业有严格的“自查”体系，能监督和及时发现、检测制药流程的漏洞，遏制不良药品事件的发生。

环保方面：2010年7月1日国内开始实施的新版《制药工业水污染物排放标准》对发酵类企业、化学合成类企业、混装制剂类企业、中药类企业、提取类企业、生物工程类企业的环保标准都分别做出规定，其中部分指标的标准甚至高于欧美发达国家的标准。这有利于我国制药企业保证可持续发展能力、增强国际竞争力、加速行业优胜劣汰和集中度提高，有利于企业之间良性竞争和发展。

而目前中国制药行业本身集中度低下、有较大的提升空间，伴随大型医药集团的上市、资金优势的推动，我们认为未来3-5年医药制造行业的并购将进入集中期。

表10：1988-2008年全球医药市场份额分布

1988		1998		2008	
公司	市场占有率	公司	市场占有率	公司	市场占有率
默克	3.9%	葛兰素	4.7%	强生	8.2%
葛兰素	2.9%	默克	4.5%	拜耳	6.2%
汽巴	2.8%	诺华	4.4%	辉瑞	6.2%
赫司特	2.5%	施贵宝	3.6%	葛兰素史克	5.8%
美国家庭产品	2.2%	强生	3.5%	罗氏	5.4%
Top 10	24.9%	Top 10	36.4%	Top 10	53.1%

数据来源：IMS，广发证券研发中心

表11：2005-2008年国内医药市场集中度

集中度	2005	2006	2007	2008
前 3 强	5.58%	5.07%	4.82%	5.19%
前 5 强	8.39	7.82	7.88	8.16
前 10 强	13.77	12.71	13.14	13.57
前 20 强	20.02	19.19	19.07	19.66
前 30 强	24.37	23.68	23.58	24.54
前 50 强	30.65	29.93	30.12	31.05

数据来源：南方所，广发证券研发中心

四、未来成长展望

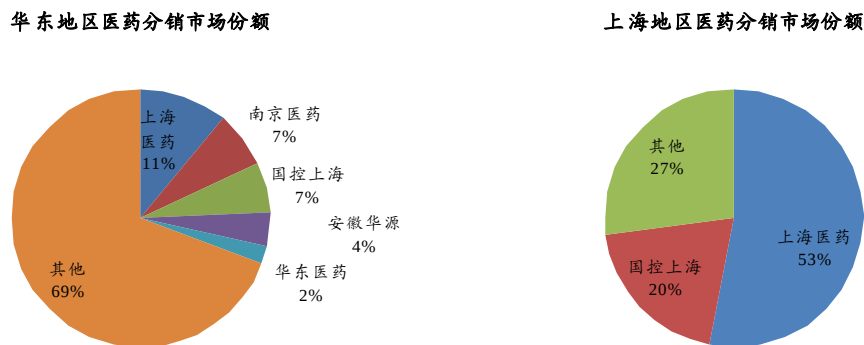
（一）医药分销业务：深化高端区域优势，加强战略合作伙伴合作

1. 深化高端区域布局优势

公司的分销业务在上海及华东地区具备先发优势。其在华东地区和上海地区分别占

有11%和53%的市场份额，其中直接覆盖各级医院的纯销业务占比约60%。

图8：华东及上海地区医药分销市场份额



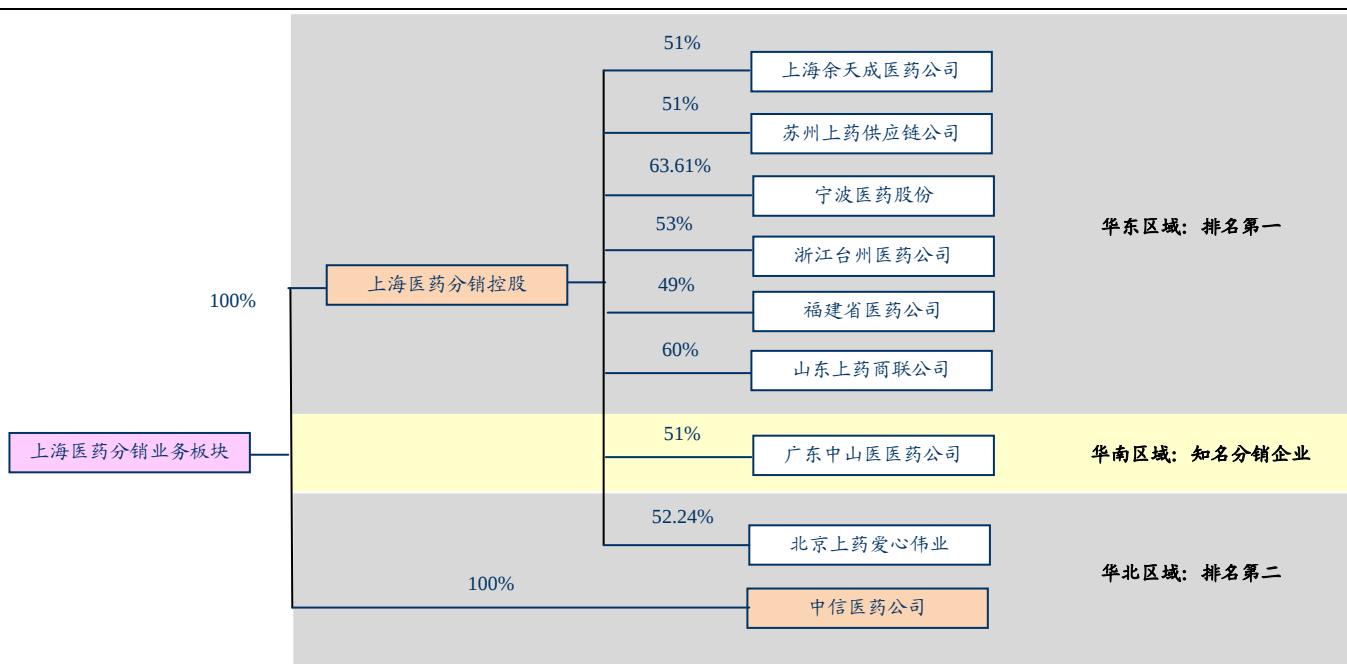
数据来源：中国医药商业协会，H股招股书，广发证券研发中心

公司通过并购进一步完善了华东区域布局，并实现华南和华北区域布局的重大突破，至此，公司完成了对三大高端区域的战略性布局。我们认为，这三个区域消费能力强、市场容量大、运作相对规范，具备很强的辐射能力和示范效应，对上海医药分销网络价值的提升有非常重大的意义，代表其已成功从区域走向全国布局。

- 2009年12月建立苏州上药供应链，收购河南商丘新先锋和宁波医股；
- 2010年3月与福建省华侨实业集团签署全面战略合作框架协议，6月完成重组其下属福建省医药公司，加快对福建省医药流通市场的整合；
- 2010年4月收购了广州中山医医药公司51%的股权；
- 2010年11月先后收购主要覆盖北京医院纯销市场的爱心伟业和中信医药公司。

我们认为，公司此后的分销领域并购将转变为深度布局华东区域的二线城市、完善华南及华北区域布局，其他区域的核心城市也可能有战略性布局。H股顺利发行后，也将为公司在分销领域的并购提供强大的资金支持。

图9：上海医药分销板块主要一级和二级子公司及其区域地位

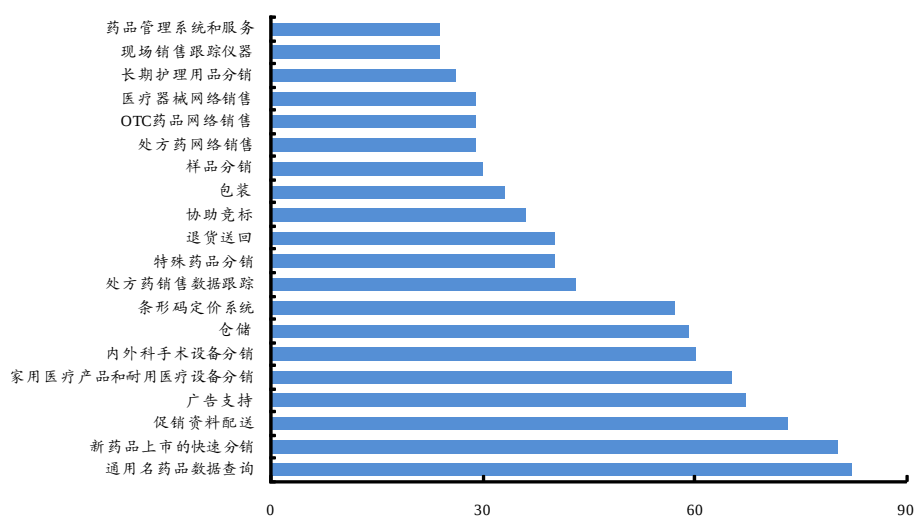


数据来源：公司数据，广发证券研发中心

2. 深化产业链战略伙伴合作，提升增值服务能力

从国际经验看，除了通过并购带来规模效应以及严格的成本控制以外，国外的医药流通企业还积极地探索了多种盈利模式的多元化。这些新兴的盈利模式，一方面带来更高水平的毛利率，另一方面提升企业对下游客户的服务质量。比如，美国有的医药流通企业能够为客户提供IT、营销、药事咨询等方面的服务，这些服务对企业 and 下游客户、制造商之间的关系起到了积极的作用。从另一个角度来看，当下游客户和制造商都融入到企业所营造的完善的供应链当中以后，医药流通企业就从一个简单的“搬运工”的角色转化为“咨询专家”了。

图10：美国医药流通企业提供多种增值服务的概率（单位：%）



数据来源：美国医药商业协会，广发证券研发中心

以美国三大医药分销企业为例。从收入来看，药品的分销仍然是三个公司主要的收入来源，但其他的业务也贡献了不少的利润。CAH公司有50%以上的利润是来源于非药品分销业务，它是几个公司当中多元化程度最高的；MCK公司的药品分销信息系统服务业务发展得也不错；此外，ABC公司通过并购而涉入的长期护理产品分销业务也给公司贡献了15%的利润。

表12：美国三大医药分销企业主要业务收入及利润贡献情况

	ABC	CAH	MCK
各业务占收入的比例			
处方药分销	97%	80%	95%
内外科手术设备分销	-	13%	4%
药品分销信息系统服务	-	4%	2%
自动化服务	-	3%	-
长期护理业务	3%	-	-
各业务占净利润的比例			
处方药分销	85%	45%	83%
内外科手术设备分销	-	29%	8%
药品分销信息系统服务	-	15%	9%
自动化服务	-	12%	-
长期护理业务	15%	-	-

数据来源：美国医药商业协会，citigroup，广发证券研发中心

中国也将走过同样的道路。随着医疗体制的变革和信息技术更为广泛的运用，医药流通行业的物流、财务管理和信息管理功能将上升为竞争的第一要素，未来国内的医药流通企业将逐步定位于追求内部精细化管理和提供增值服务的专业物流配送商。要提升公司增值服务的提供能力，加强与上下游及相关领域战略伙伴的合作深度和广度乃是重要的前提之一。

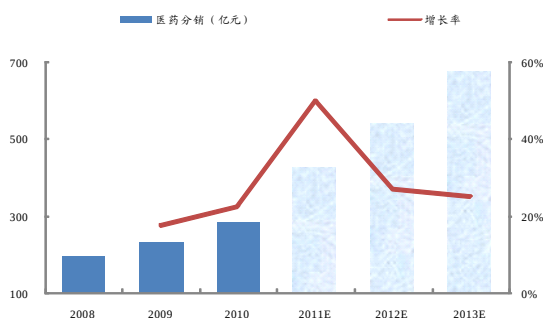
2011年4月，上海医药启动了一系列战略合作事项：

- 2011年4月12日，公司上海举行了“跨国企业高端药品、高值耗材及疫苗中国区域深化战略合作启动仪式”。上海医药2011年将与其医药分销业务板块的69家跨国医药企业供应商在高端药品、高质耗材及疫苗三大业务领域深化战略合作，为跨国药企在新产品医院准入、政府招标、政策信息提供、渠道维护等多方面提供业务支持。预计2011年上海医药向以上供应商采购的协议总量将突破200亿元人民币；
- 2011年4月15日，上海医药与辉瑞公司签订了谅解备忘录，双方约定将利用各自优势在中国医药市场开展广泛合作。包括：双方将就辉瑞公司生产的一种创新药品在中国市场的注册、商业化和分销进行合作；同时，双方未来将进一步扩大合作领域，包括：双方将在中国市场继续加强合作推广辉瑞公司生产的用于预防儿童肺炎球菌疾病的“沛儿”（7价肺炎球菌结合疫苗）；股权投资及其他药品的商业化、分销、研发、生产制造等；
- 2011年4月20日，上海医药及下属控股子公司上海医药分销控股与中国邮政集团公司下属子公司中邮物流签订全面战略合作框架协议书。上海医药和中邮物流将利用各自优势资源，在基本药物配送、特殊药品（麻醉药品、精神类药品

等)配送、高值药品直送业务(DTP)、现代医药物流中心建设和物流供应链金融支持等领域开展全面合作,创建覆盖全国的新型医药配送物流网络。

我们认为,与包括辉瑞在内的跨国药企加强战略合作,符合公司布局高端区域分销网络的战略方向;而与拥有全国网络的中邮物流合作,则是开创了一种新的配送物流网络模式。这两个合作方向,都会对公司分销网络核心价值的提升有着极其正面的作用。

图11: 上海医药分销业务发展趋势

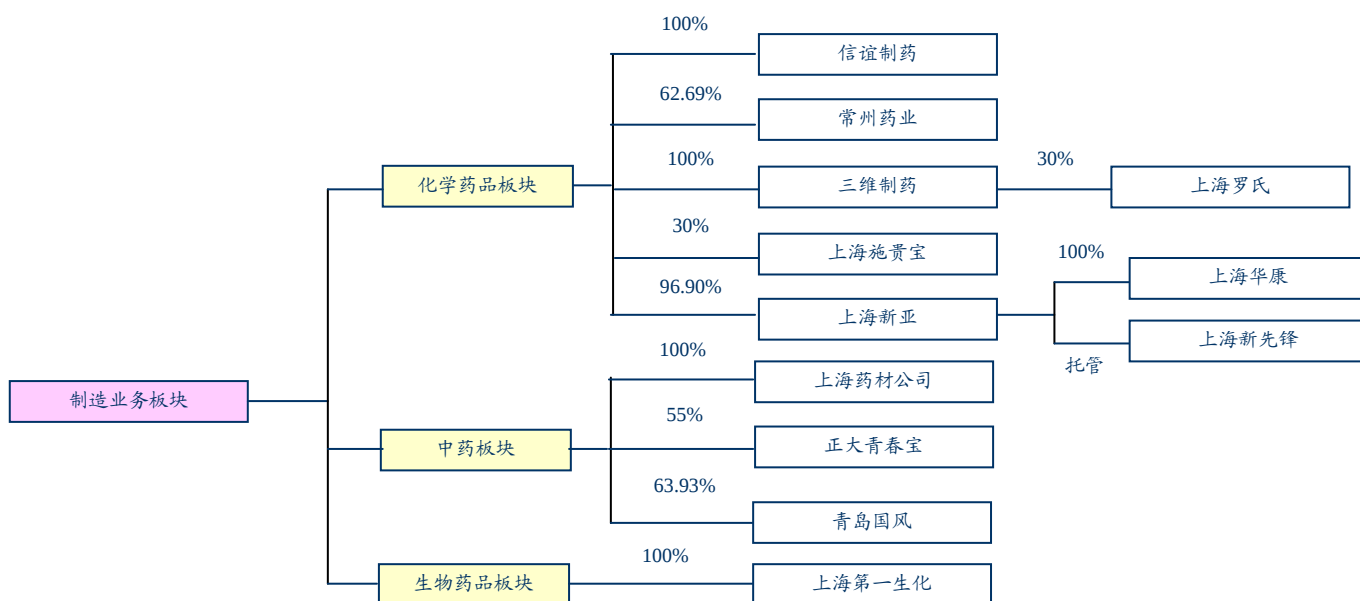


数据来源: 公司公告, 广发证券研发中心

(二) 制造业务: 聚焦优势品种, 并购优势企业

公司制造业务主要分为三大板块。化药板块拥有抢仿药为代表的信谊制药、化药普药为代表的常州药业、抗生素原料药及制剂为代表的上海新亚以及一批质地不错的合资企业(上海施贵宝、上海罗氏等); 中药板块的核心企业为上海药材公司及正大青春宝; 生物药品板块的核心企业为历史悠久的上海第一生化。其中, 中药板块已布局东北及华北等地, 化药及生物药板块仍主要分布在华东区域。我们预计完成H股发行后其基于创新药品种的布局将更加完善。

图12: 上海医药制造业务细分板块及其核心子公司



数据来源: H股招股书, 广发证券研发中心

公司拥有种类丰富、品牌知名度高的产品组合。上海医药的产品类别涵盖化学制剂、生物制剂、中药和保健品、化学原料药等领域，拥有3000多个产品生产批文、156个独家品种、18个通过美国FDA和澳大利亚TGA认证的产品；也拥有信谊（仿制药品牌）、龙虎（清凉系列品牌）、胡庆余堂（传统中药品牌）、正大青春宝（保健品品牌）和雷氏（传统中药品牌）等驰名商标。

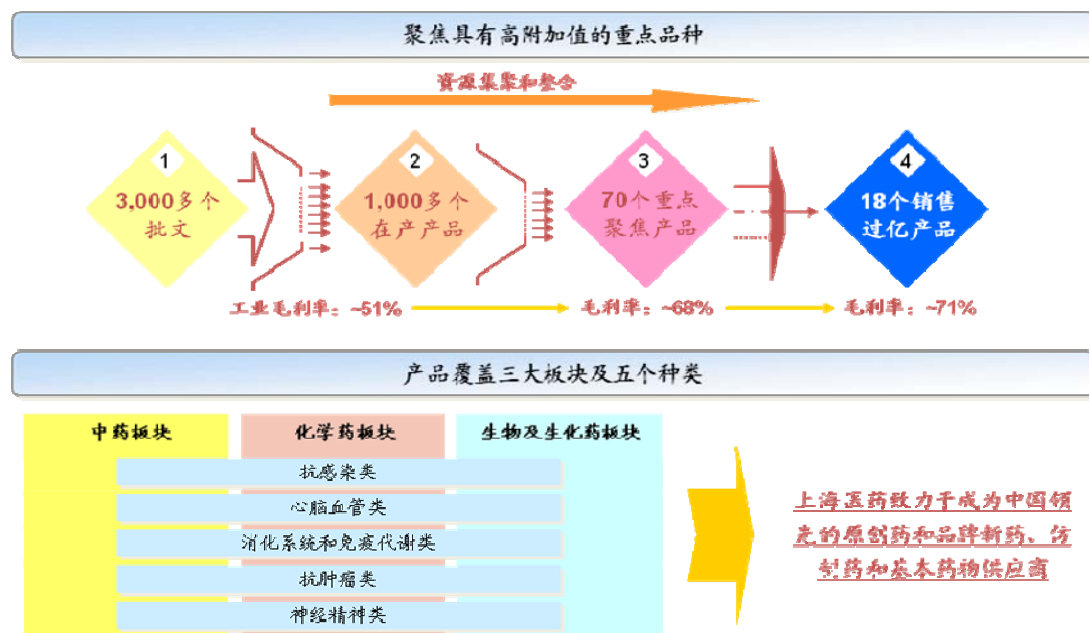
表13：上海医药拥有丰富的品种资源（2009年数据）

产品类别	产品数量	品种名称	销售额（万元）
产品生产批文	3000 多个	注射用头孢曲松钠	53,429
目前生产及销售	1000 多个	参麦注射液	41,839
独家品种	156 个	乌司他丁制剂	37,159
中药保密品种	8 个	抗衰老片	19,511
中药保护品种	31 个	注射用头孢噻肟钠	19,321
		注射用头孢替安	16,994
获 FDA 及 TGA 认证产品	18 个	龙虎清凉系列	16,776
		丹参酮 II A 磺酸钠注射液	15,622
		培菲康	15,601

数据来源：公司数据，广发证券研发中心

上海医药在医药制造板块实施优势品种聚焦战略。公司重点发展毛利率高、市场增长率高、市场容量大的产品，通过统筹生产、营销及资金等资源，实施重点投入，从而加大重点产品销售幅度，提升整体盈利空间。根据产品的技术水平、市场规模及潜力、赢利空间、产品周期等综合因素，公司确定了60-70个重点聚焦产品（含抗生素品种），主要产品集中于中枢神经系统、消化道和新陈代谢、全身性抗感染药、抗肿瘤和免疫调节、心血管系统五大领域。

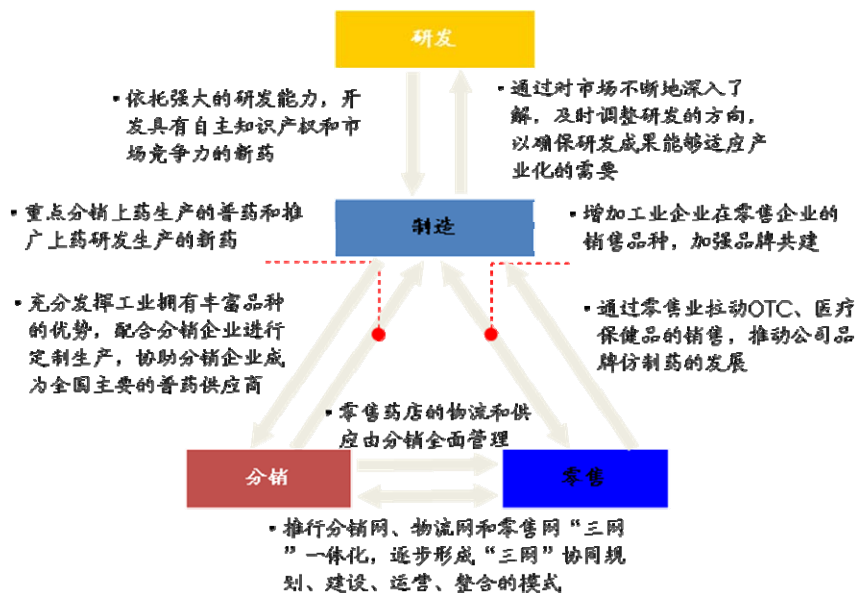
图13：上海医药制造业务品种聚焦战略



数据来源：公司调研，广发证券研发中心

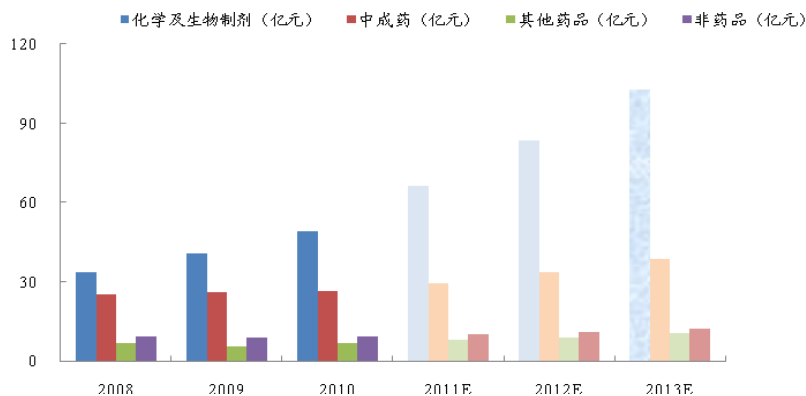
整合后的上海医药拥有均衡的全产业链优势，公司正在全面推进内部资源对接，进一步提升工、商业协同发展的核心竞争优势。目前，公司生产的头孢哌酮等品种已实现销售内部总代理。

图14：上海医药全产业链优势



数据来源：公司调研，广发证券研发中心

图15：上海医药药品制造业务发展趋势



数据来源：公司公告，广发证券研发中心

(三) 零售业务：内部整合完毕，未来有望稳健增长

公司医药零售业务整体在华东区域亦拥有较强的品牌优势。据南方所统计，2009年上海医药拥有华东地区最大的零售药店网络，2010年医药零售规模达到17.25亿元，1682家药房（1187家直营店、495家特许经营店），覆盖9个省、市及自治区。

表14：上海医药医药零售业务分布

地区	直营店	特许经营店	总计
----	-----	-------	----

识别风险，发现价值

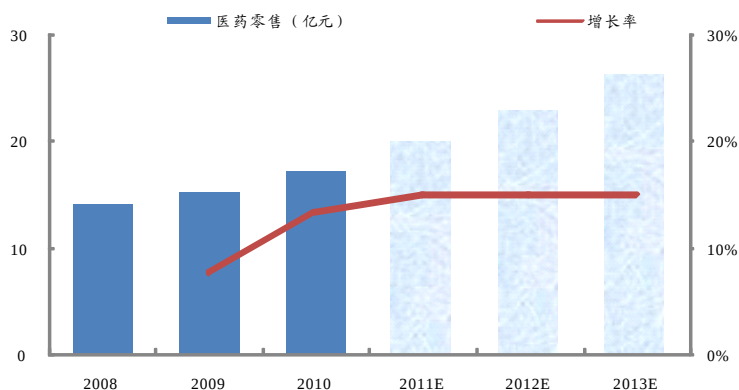
2011-05-06 第 19 页

华东地区			
上海	436	323	759
江西	363	0	363
浙江	60	15	75
山东	86	0	86
江苏	78	9	87
安徽	42	4	46
其他地区			
内蒙古	60	144	204
贵州	40	0	40
广东	22	0	22
合计	1,187	495	1,682

数据来源：H股招股书，广发证券研发中心

上海医药在内部率先启动零售业务板块的整合工作，2010年3月基本完成。至此，信谊及雷允上大药房集中到华氏大药房旗下，在物流成本节约、人员费用控制等方面逐步体现出正面效应。在整合效应的推动下，我们预计公司的零售业务将会保持平稳增长的态势。

图16：上海医药药品零售业务发展趋势



数据来源：公司公告，广发证券研发中心

五、未来四大看点，构建增长动力

未来四个方面的看点将构成公司中长期的增长动力源泉：资源集成、制度建设、营销改革以及研发转型。

资源集成主要体现在内部资源对接及工商联动上面。重组完成后，上海医药建立了比较有效的管理中心，通过管理中心推动工商联动，从而促进产业资源整合。上海医药拥有的全产业链体系是推动工商联动的重要基础。我们认为，在保持上海分销控股公司第三方分销平台的基础上，其分销网络、零售网络能够在一定程度上拉动公司工业产品的销售。

制度建设则主要体现在组织架构及激励机制上面。在组织架构基本搭建完毕之后，公司采取了相对市场化的激励机制：即集团层面和子公司层面都推行了经营责任人分享企业超预算经营成果的绩效考核制度。其中，子公司管理团队能够分享超预算经营成果3.5-5%的部分，这与以往相比有了较大幅度的提升。从更长的发展周期来看，我们认为公司还可能考虑其他的激励方式，以保证管理团队和核心骨干的稳定性和积极性。

营销改革从产品聚焦与区域资源互补入手。经过产品梳理，公司从3000多个产品批文、1000多个在产产品中，筛选出60-70个重点聚焦产品和18个销售上亿的品种，未来营销资源的投入重点将向此倾斜，工业综合毛利率也有望得到提升。

研发未来将在业内资深人士带领下建立统一研发平台下的市场化管理模式。公司聘任了原第二军医大药学院院长姜远英先生担任副总裁，主管研发与技术创新工作。姜远英先生是医药研发方面的资深人士，现任上海市药学会副理事长，解放军药学会专业委员会副主任委员等职，曾牵头负责多项国家、军队、上海市重大研发项目或重大研发平台，是国家重点学科“药学一级学科”学科带头人，第二军医大学重大新药创制综合大平台的牵头负责人，教育部、卫生部国家级规划教材“临床药物治疗学”主编。我们认为在姜总的带领下，上海医药的研发工作将走上更加专业化的道路。

公司的研发体系实行的是中央研究院与下属公司二级研究院相结合的两级管理模式，产品立项将走市场化企业化管理的发展道路。

六、五大医药集团对比研究：内部整合，上药先行

我们在下表中对主要的五家医药集团进行了对比研究（其中三家国有企业、两家民营企业），供投资者参考。总体看来，上海医药最大的优势在于：（1）已率先实现了内部产业链的整合和管理架构的梳理，未来的对外扩张将会拥有较为坚实的内部基础；（2）上海政府的大力度支持。

国药集团拥有较好的央企背景及政府资源，本身也拥有了覆盖全国的医院分销网络、优秀的疫苗及血制品平台以及产品研发平台，在全国医药产业链中影响最大；

华润集团也拥有较好的央企背景及政府资源；集团业务涉及电力、地产、消费品等多个领域，影响力大，与地方国资谈判有优势；我们看好华润内部的专业化管理、业绩文化及对激励机制的积极态度；

上海医药作为上海市国有医药资产整合的平台，必将受到当地政府在产业、税收、土地政策等方面的大力支持；加上公司本身在华东地区工业及分销网络深厚的影响力，未来持续增长可以期待；此外，我们认为上海医药在五大医药集团中，已率先实现了内部产业链的整合和管理架构的建设，未来的对外扩张将会拥有较为坚实的内部基础。

复星医药的优势则重点体现在灵活的民营机制、严格而系统的投资和决策流程以及敏锐的产业投资眼光；公司多次在产业或公司基本面的低谷挖掘出具有潜在战略投资价值的标的，作为长期产业投资子公司或推动其上市，从而获得良好的资本回报；

华立集团作为民营企业，机制也相对灵活，但目前规模还偏小。旗下昆明制药及武汉健民相继推出了股权激励草案；集团在2006年将医药确定为集团的核心产业，通过2-3年的业务梳理，旗下武汉健民及昆明制药的经营有了较为明显的改善，华立药业正在谋求转型。显著不同于其他医药集团的是，华立集团对于医药产业未来的发展模式可

能更多的是投入5-10亿元在本部发展自有医药产业，与国外研发机构合作，引入大病种领域的抢仿药。

表15：五大医药集团对比

公司名称	股东性质	医药产业地位	医药产业规模	医药工业规模	主要医药上市公司	主要医药非上市公司	优势
国药集团	央企	主业	886 亿元	近 100 亿元	国药控股（1099.HK）	中国生物集团	✓ 央企背景 ✓ 董事长宋志平先生兼任建材集团董事长，与地方国资谈判有优势 ✓ 集团旗下的国药励展等公司拥有多种资源 ✓ 目前已拥有覆盖全国的医院分销网络、优秀的疫苗及血制品平台以及产品研发平台
					国药股份（600511）	上海医工院	
					一致药业（000028）		
					天坛生物（600161）		
					现代制药（600420）		
华润集团	央企	战略业务单元	409 亿元	约 130 亿元	华润三九（000999）	上海医械集团	✓ 央企背景 ✓ 华润集团涉及电力、地产、消费品等多个领域，与地方国资谈判有优势 ✓ 业绩文化深厚，管理专业化，激励机制完善
					东阿阿胶（000423）	北医股份	
					双鹤药业（600062）	紫竹药业	
					万东医疗（600055）	安徽华源	
上药集团	上海国资	主业	374 亿元	70 亿元	上海医药（601607）		✓ 上海市医药资产整合平台 ✓ 内部资产整合和管理架构基本成形 ✓ 在华东地区工业及分销网络影响力深厚
复星集团	民营	战略重点产业	46 亿元	32 亿元	复星医药（600196）		✓ 民营机制比较灵活 ✓ 严格的投资和决策流程 ✓ 敏锐的产业投资眼光
华立集团	民营	核心产业	33 亿元	16 亿元	武汉健民（600976）	华立生命科技	✓ 民营机制比较灵活
					昆明制药（600422）	华方医药	

数据来源：各公司网站，公司公告，广发证券研发中心

七、风险提示

H股发行的规模存在不确定性。

上海医药拥有较为庞大的医药资产，未来还会不断并购，存在管理和整合不力的风险。

八、盈利预测

根据以上分析，按照现有股本计算，我们预计上海医药2011-2013年的EPS分别为1.11/1.25/1.58元（其中主业业绩分别为0.96/1.25/1.58元）。

我们盈利预测包含的主要假设见下表。

表16：上海医药2008-2013E收入预测表

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
医药分销（亿元）	196.84	231.18	283.48	425.22	540.03	675.04

增长率		17%	23%	50%	27%	25%
毛利率	7.9%	7.8%	7.1%	6.8%	6.9%	6.9%
医药制造合计(亿元)	74.73	81.42	91.52	113.64	137.10	164.14
增长率		9%	12%	24%	21%	20%
毛利率	47.6%	50.3%	51.4%	47.0%	48.0%	49.0%
化学及生物制剂(亿元)	33.42	40.60	48.95	66.47	83.36	102.88
增长率		21%	21%	60%	25%	23%
中成药(亿元)	25.13	26.21	26.64	29.31	33.70	38.76
增长率		4%	2%	10%	15%	15%
其他药品(亿元)	6.73	5.61	6.83	7.86	9.03	10.39
增长率		-17%	22%	15%	15%	15%
非药品(亿元)	9.44	9.00	9.10	10.01	11.01	12.11
增长率		-5%	1%	10%	10%	10%
医药零售(亿元)	14.14	15.22	17.26	19.84	22.82	26.24
增长率		8%	13%	15%	15%	15%
毛利率	22.7%	23.7%	23.5%	23.5%	23.5%	23.5%
其他业务(亿元)	3.97	2.81	3.35	3.52	3.69	3.88
增长率		-29%	19%	5%	5%	5%
毛利率	58.5%	58.5%	50.2%	51.0%	51.0%	51.0%
分部间抵消	-14.31	-16.66	-19.04	-21.32	-23.67	-26.04
增长率		16%	14%	12%	11%	10%
毛利率	13.4%	11.7%	4.1%	4.0%	4.0%	4.0%
总收入	274.41	312.28	373.82	540.90	679.98	843.26
增长率		14%	20%	45%	26%	24%
毛利率	18.9%	18.6%	17.8%	16.3%	16.1%	15.9%

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

表17：上海医药2008-2013E利润表主要假设

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
毛利	144,644	171,632	679,112	879,306	1,093,712	1,341,081
%销售收入	8.7%	8.8%	18.2%	16.3%	16.1%	15.9%
营业税金及附加	-2,325	-2,488	-10,337	-16,227	-20,399	-25,298
%销售收入	0.1%	0.1%	0.3%	0.3%	0.3%	0.3%
营业费用	-71,981	-65,742	-300,609	-340,767	-414,787	-505,956
%销售收入	4.3%	3.4%	8.0%	6.3%	6.1%	6.0%
管理费用	-35,229	-43,005	-179,994	-229,882	-282,191	-337,304
%销售收入	2.1%	2.2%	4.8%	4.3%	4.2%	4.0%

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

九、附录：新上海医药重组方案

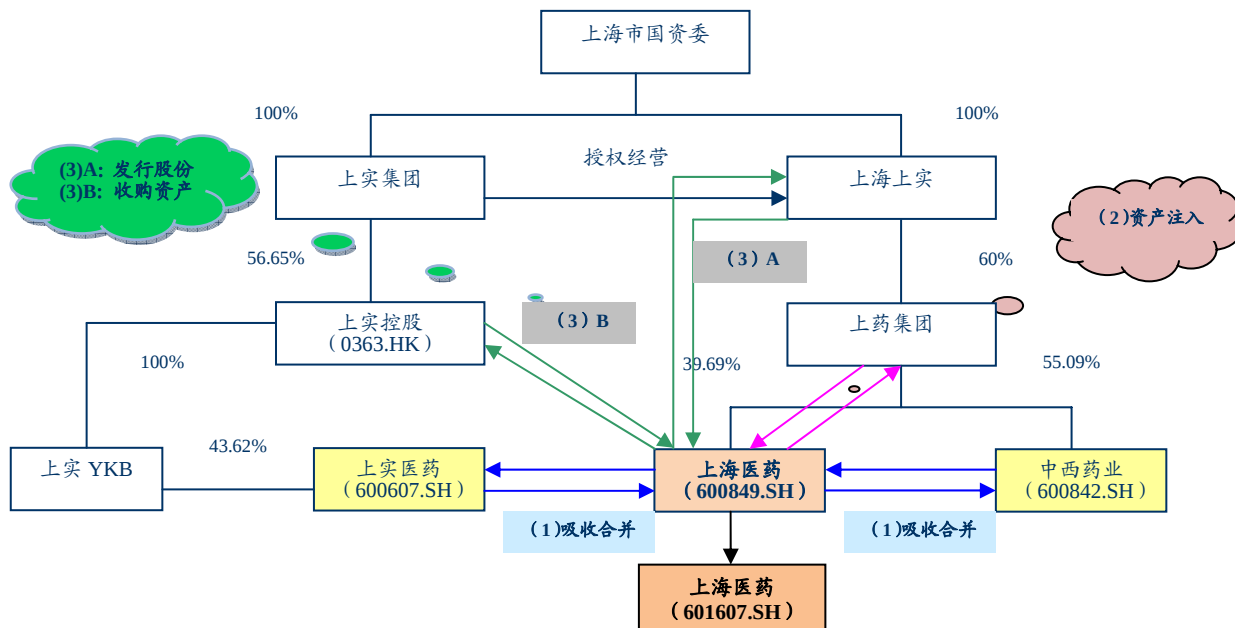
新上海医药由原上海医药集团和上实集团旗下的医药资产整合而成。2009年10月16日，原上海医药、上实医药及中西药业三家公司联合公告了医药资产重大重组的方案。方案主要要点如下：

1、上海医药拟以换股方式吸收合并上实医药和中西药业，换股比例分别为（1.61:1）和（0.96:1）。吸收合并完成后，上实医药和中西药业将终止上市并注销法人资格，上海医药则作为存续公司，将依照《换股吸收合并协议》的约定接收上实医药和中西药业的所有资产、负债、业务、人员及其它一切权利与义务。

2、上海医药拟向上药集团发行4.55亿股A股限售流通股股票，收购上药集团医药部分成熟医药资产。该资产的评估值合计为53.8亿元，最终作价以经政府主管部门备案或核准的评估值为准。上药集团承诺在本次重组完成后的24个月内将其持有的上海新先锋、上海新亚、上海华康以及新华联制药厂的全部股权或资产以适当方式注入上海医药；本次重大资产重组实施完毕后，就其所有下属控股或参股企业，给予上海医药以优先购买权。

3、上海上实以20亿元现金认购上海医药发行的1.69亿股A股股份，上海医药以该次发行募集资金向上实控股购买正大青春宝等医药资产。该资产评估值为20亿元，最终作价以经政府主管部门备案或核准的评估值为准。

图17：原上海医药集团及上实集团医药资产整合示意图



数据来源：公司数据，广发证券研发中心

表17：上海医药重组方案分析之第一步

整合前上实医药的基本情况和主要财务指标

股本结构		财务指标（2008）			
总股本（万股）	36781	销售收入（亿元）	32.08	ROE（%）	9.80
流通A股（万股）	36781	净利润（亿元）	1.97	资产负债率（%）	26.65
上实控股持有（%）	43.62	净资产（亿元）	20.08	EPS（元/股）	0.54

业务结构 拥有生物制品业务、化学药品业务和医疗器械业务三大板块

整合前中西药业的基本情况和主要财务指标

股本结构		财务指标（2008）			
总股本（万股）	21559	销售收入（亿元）	3.09	ROE（%）	4.11
流通A股（万股）	21551	净利润（亿元）	0.12	资产负债率（%）	51.40
上药集团持有（%）	55.09	净资产（亿元）	2.83	EPS（元/股）	0.05

业务结构 拥有药品制造（心脑血管和精神类药品）和制药器械两大业务板块

吸收合并的比例计算及其现金选择权

计算基础		董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价		
上海医药均价（元）	11.83		换股比例	新增股本（万股）
上实医药均价（元）	19.07	上实医药：上海医药	1:1.61	59218
中西药业均价（元）	11.36	中西药业：上海医药	1:0.96	20697
合计新增股本				79915

关于现金选择权

- 1、上实控股出于自身战略发展的需要，拟通过行使现金选择权全部转让目前其持有的上实医药 43.62%股份
- 2、上海国盛和中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

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

表18：上海医药重组方案分析之第二步（该数据为2008年数据）

拟购买的上药集团资产的基本情况：PE=15 倍，PB=2.3 倍					
企业名称	持股比例	销售收入	净利润	评估 净资产	主要业务情况
信谊药厂	100%	171968	4915	85233	化学制剂企业，拥有 10 家工业企业、4 家销售公司、3 家市级研发中心，拥有培菲康等 3 个国家一类新药以及“利巴韦林气雾剂、英康利”等专利产品
第一生化	100%	40030	6996	80890	生物制剂企业，主要产品包括丹参酮 IIA 磺酸钠、糜蛋白酶等
三维有限	100%	52836	3088	74334	主要通过其下属子公司三维制药从事原料药研究、生产、销售等经营活动
三维制药	48%	52814	6282	146299	化学制剂业务，主要业务包括抗感染类、心血管类、神经类、抗糖尿病类、抗肿瘤类等原料药和制剂生产。已取得罗氏在中国大陆生产销售“磷酸奥司他韦”原料和制剂的正式授权。
药材公司	100%	271130	5112	104483	主要业务为药材、饮片及中成药的生产和销售
中华药业	100%	6402	1531	18600	主要产品包括“龙虎”、“天坛”和“清凉工坊”三大品牌涵盖的清凉系列产品
青岛国风	63.93%	38557	-772	48775	主要从事现代中成药、合成药、海洋药物及生物制剂的生产和销售。苦甘颗粒、养心氏、快胃片、红源达作为四大主力产品，占青岛国风年销售收入 80%。
中美施贵宝	30%	189775	26683	131503	主要优势领域在治疗心血管疾病、代谢及传染性疾病、中枢神经系统疾病、皮肤疾病以及癌症的创新药物
上海味之素	38%	11486	883	24950	生产和销售各种医药用氨基酸
信谊黄河	36%	1943	-447	2	主要产品包括：维生素类、解热镇痛类、黄胺类、抗癫痫类及其他类
信谊天一	41.43%	49708	584	1917	信谊药厂的销售平台
物资供销公司	100%	22567	259	7140	医药原料药代理销售，同时也是上药集团部分医药原料集中采购平台
进出口公司	100%	38589	231	9230	医药进出口业务
中央研究院在研产品、机器设备等	-			4746	
其他固定资产	-			2691	
合计			35743	538479	
发行股份的基本情况					
发行价格（元/股）	11.83	即：董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价			
发行数量（万股）	45518				
后续事项	1、承诺在本次重组完成后的 24 个月内将其持有的上海新先锋等股权以适当方式注入上海医药				
	2、本次发行的股份自发行完成之日起 36 个月内不予转让				

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

表19：上海医药重组方案分析之第三步（该数据为2008年数据）

拟购买的上实控股资产的基本情况：PE=14 倍，PB=2.0 倍					
企业名称	持股比例	销售收入	净利润	评估净资产	主要业务情况
上实医药科技	100%			194553	医药控股公司
正大青春宝	55%	95958	19545	245349	保健品和中药注射剂
胡庆余堂药业	51%	25753	788	33425	口服中成药，主要产品包括胃复春片和铁皮枫斗晶
厦门中药厂	61%	16771	3891	25901	口服中成药，主要产品包括新癪片和八宝丹等
辽宁好护士	55%	18219	852	18220	口服中成药，主要产品包括乳癖消片等
胡庆余堂国药号	24%	14454	1583	22896	著名的药品连锁零售企业
上海医创	55%	-	4	677	主要从事中药研发，现有主要项目为密骨胶囊和复方仙蓉颗粒
复旦张江	0.66%	3199	-2340	257	生物医药研发等
复旦张江	9.28%	3199	-2340	3618	生物医药研发等
MERGEN	70.41%	-	-	2574	持有三维生物 100%股权
三维生物	100%	1233	-2198	2574	主要产品包括赛格力和安柯瑞

发行股份的基本情况

发行价格（元/股）	11.83	即：董事会决议公告日前 20 个交易日的 A 股股票交易均价
发行数量（万股）	16903	

数据来源：公司公告，广发证券研发中心

资产负债表					
单位：百万元					
至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
流动资产	6,502	20,707	23,624	31,073	36,718
货币资金	1,222	6,338	7,948	10,822	11,560
应收及预付	3,296	9,313	10,694	13,977	17,367
存货	1,974	5,041	4,979	6,270	7,788
其他流动资产	9	15	3	3	3
非流动资产	2,155	7,462	8,339	8,927	9,232
长期股权投资	283	1,484	2,684	2,799	2,929
固定资产	855	3,660	3,417	3,252	3,252
在建工程	37	319	552	793	816
无形资产	451	1,376	1,308	1,707	1,860
其他长期资产	529	623	379	375	375
资产总计	8,657	28,169	31,964	40,000	45,951
流动负债	6,258	15,918	17,180	22,052	24,068
短期借款	1,691	4,791	5,329	6,328	4,660
应付及预收	4,562	11,090	11,852	15,724	19,408
其他流动负债	5	37	0	0	0
非流动负债	76	367	66	66	66
长期借款	22	66	66	66	66
应付债券	0	0	0	0	0
其他非流动负债	54	301	0	0	0
负债合计	6,335	16,285	17,246	22,118	24,134
股本	569	1,993	1,993	1,993	1,993
资本公积	578	3,433	3,433	3,433	3,433
留存收益	689	3,714	5,920	8,420	11,568
归属母公司股东权益	1,834	9,135	11,345	13,845	16,993
少数股东权益	489	2,750	3,372	4,037	4,823
负债和股东权益	8,657	28,169	31,964	40,000	45,951

现金流量表					
单位：百万元					
至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	664	1,686	2,577	2,993	2,695
净利润	263	1,779	2,828	3,165	3,935
折旧摊销	115	401	614	638	59
营运资金变动	88	-327	-418	-700	-1,221
其它	198	-167	-448	-109	-78
投资活动现金流	-46	-2,743	-835	-821	-9
资本支出	-76	-62	-460	-1,095	-229
投资变动	30	-2,896	-376	277	220
其他	0	215	1	-3	0
筹资活动现金流	-390	2,320	-132	703	-1,948
银行借款	3,092	6,255	538	1,000	-1,668
债券融资	-3,353	-5,212	-285	0	0
股权融资	7	2,046	0	0	0
其他	-136	-769	-385	-297	-280
现金净增加额	228	1,263	1,610	2,874	738
期初现金余额	1,037	1,222	6,338	7,948	10,822
期末现金余额	1,265	2,485	7,948	10,822	11,560

资产负债率趋势					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资产负债率	73.2%	57.8%	54.0%	55.3%	52.5%
资产周转率	238.5%	203.2%	179.9%	189.0%	196.2%

资本支出与经营活动现金流					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
资本支出	7,595	6,161	45,994	109,520	22,854
经营活动现金流	66,413	168,609	319,917	365,724	348,154

经营利润率趋势					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
毛利率	8.8%	18.2%	16.3%	16.1%	15.9%
EBITDA Margin	3.7%	6.1%	6.5%	6.5%	5.7%

利润表					
单位：百万元					
至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	19568	37411	54090	67998	84326
营业成本	17852	30620	45297	57061	70915
营业税金及附加	25	103	162	204	253
销售费用	657	3006	3408	4148	5060
管理费用	430	1800	2299	2822	3373
财务费用	117	207	112	113	39
资产减值损失	159	31	-6	-2	-2
公允价值变动收益	0	0	1	-3	0
投资净收益	43	432	775	389	350
营业利润	371	2077	3595	4038	5038
营业外收入	21	218	63	38	24
营业外支出	37	122	32	19	18
利润总额	355	2173	3626	4057	5044
所得税	91	394	798	893	1110
净利润	263	1779	2828	3165	3935
少数股东损益	90	411	622	665	787
归属母公司净利润	173	1368	2206	2500	3148
EBITDA	719	2283	3539	4401	4785
EPS (元)	0.30	0.69	1.11	1.25	1.58

主要财务比率					
至12月31日	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					
营业收入	18.3%	91.2%	44.6%	25.7%	24.0%
营业利润	126.6%	460.1%	73.1%	12.3%	24.7%
归属于母公司净利润	111.4%	689.4%	61.2%	13.3%	25.9%
获利能力					
毛利率	8.8%	18.2%	16.3%	16.1%	15.9%
净利率	1.3%	4.8%	5.2%	4.7%	4.7%
ROE	9.5%	15.0%	19.4%	18.1%	18.5%
ROIC	21.6%	18.0%	25.1%	28.6%	31.6%
偿债能力					
资产负债率	73.2%	57.8%	54.0%	55.3%	52.5%
净负债比率	20.8%	-12.3%	-17.4%	-24.8%	-31.3%
流动比率	1.04	1.30	1.38	1.41	1.53
速动比率	0.71	0.88	0.95	1.01	1.08
营运能力					
总资产周转率	2.38	2.03	1.80	1.89	1.96
应收账款周转率	6.93	7.62	7.45	6.89	6.89
存货周转率	9.93	8.73	9.13	9.13	9.13
每股指标 (元)					
每股收益	0.30	0.69	1.11	1.25	1.58
每股经营现金流	1.17	0.85	1.29	1.50	1.35
每股净资产	3.22	4.58	5.69	6.95	8.53
估值比率					
P/E	46.0	31.8	18.0	15.9	12.6
P/B	4.3	4.8	3.5	2.9	2.3
EV/EBITDA	11.8	18.4	10.5	8.0	6.9

收入与利润增长趋势					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
收入同比增长	18.3%	91.2%	44.6%	25.7%	24.0%
净利润同比增长	111.4%	689.4%	61.2%	13.3%	25.9%

投资回报率趋势					
	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
ROIC	21.6%	18.0%	25.1%	28.6%	31.6%
ROE	9.5%	15.0%	19.4%	18.1%	18.5%

广发医药行业研究小组

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式：wyc2@gf.com.cn，020-87555888-404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。