

2010年8月6日

黎莹

Ying-li@e-capital.com.cn

目标价(元) 25.00

公司基本信息

产业别	医药
A 股价 (10/08/05)	18.13
上证综合指数 (10/08/05)	2620.76
股价 12 个月高/低	18.72/12.08
总发行股数 (百万)	1992.64
A 股数 (百万)	826.93
A 市值 (亿元)	149.92
主要股东	上海医药(集团)公司 (39.91%)
每股净值 (元)	4.515
股价/账面净值	4.02
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	22.67 -0.22 50.08

近期评等

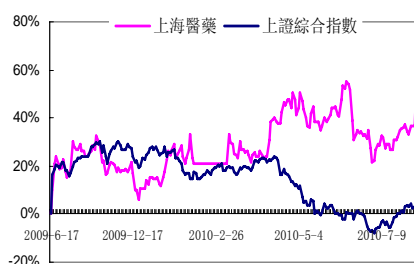
出刊日期	前日收盘	评等
2010-8-6		买入

产品组合

医药商业	75.55%
医药工业	23.55%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	27.21%
一般法人	6.88%
社保	1.42%
券商集合理财	0.71%

股价相对大盘走势

上海医药(601607.SH)
Buy 买入
整合效率超预期，主营业务业绩增长迅速
结论与建议：

2010年上半年公司实现营收 185.23 亿元(YOY+21.66%),实现净利润 7.66 亿元(YOY-6.4%),每股收益 0.384 元。扣除 2009 年联华超市股权出售获得一次性收益后的营业利润后,净利润同比增长 67.61%。

上海医药作为我国医药流通行业的龙头企业,拥有国内最好的区位优势及最强的分销网络,在新医改的背景下,医药流通行业集中度加速已凸现。我们看好上海医药在内部产业链整合后稳健的对外扩张以及药资产整合的资源优势,预计公司 10、11 年将实现净利润分别为 15.4 亿元和 18.5 亿元,同比分别增长 17.5%、19.9%,目前对应 PE 分别为 23 和 20 倍,维持“买入”建议。

■ **整合效率超预期，主营业务业绩增长迅速：**2010年上半年公司实现营收 185.23 亿元(YOY+21.66%),实现净利润 7.66 亿元(YOY-6.4%),每股收益 0.384 元。扣除 09 年有联华超市股权出售获得一次性收益后利润同比增长 67.6%,显见公司获利能力及规模于报告期内有大幅提升。公司医药业务经营活动产生的现金流量净额 10.05 亿元,同比增长 23.17%。

■ **内部资源整合稳健，医药工商一体化协同效果逐现：**医药工业实现营业收入 40.9 亿元(YoY+14.20%)。医药商业方面,公司一直积极加快全国医药流通市场布局,华东地区基本完成,医药流通实现营业收入 143.2 亿元(YoY+24.4%)。公司实施重点产品聚焦战略,确定下属 12 家重点公司,圈定 70 个重点聚焦产品,各项资源实施重点投入;启动浦东、奉浦中、星火三大基地为核心的产业布局调整计划;加速外延扩张。公司各项业务的内部整合加速,工商业一体化的协同效应将为公司未来成长提供动力。

■ **盈利预测：**我们预计 2010 年/2011 年公司实现营收 378 亿元(YOY+21.7%)/461 亿元(YOY+21.9%),实现净利润 15.4 亿元(YOY+17.51%)/18.5 亿元(YOY+19.88%),EPS 分别为 0.77 元/0.93 元,当前股价 16.48 元,对应 2010 年/2011 年 PE 分别为 23 倍/20 倍,估值被低估,维持“买入”建议。

接续下页

年度截止 12 月 31 日		2008	2009	2010F	2011F
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	781	1311	1540	1847
同比增减	%	0.00%	67.94%	17.51%	19.88%
每股盈余 (EPS)	RMB 元	0.39	0.66	0.77	0.93
同比增减	%	0.00%	67.94%	17.51%	19.88%
A 股市盈率(P/E)	X	92	55	47	39
股利 (DPS)	RMB 元	0.045	0.102	0.20	0.20
GON 股息率 (Yield)	%	0.25%	0.56%	1.10%	1.10%

上海医药已成为覆盖医药研发，制造，分销和零售的全产业链的综合性医药产业集团

公司概况

2009，上药医药已完成对上实医药及中西药业吸收合并、向上药集团定向发行新股收购医药资产以及向上海上实定向增发新股并收购上实控股医药资产的重大资产重组。新上海医药现已成为集聚上实集团、上药集团核心医药资产和业务的整体上市平台，形成包括研发、制造和分销、零售的全产业链核心业务，致力于成为覆盖医药行业全产业链的、核心竞争力最强的综合性医药产业集团及中国医药行业的主要整合者。目前是我国第二大医药商业龙头，工业资产包括一大批驰名品牌，2009年过亿产品有18个。

公司主要业务医药工业和医药商业毛利贡献分别约为60%和40%，以抗生素、处方药、中药与OTC、原料药、药品分销与零售为公司的核心业务。

表：新上海医药资产情况

重组前归属	企业名称	股权占比
上药集团医药资产	信谊药厂	100%
	第一生化	100%
	三维有限	100%
	三维制药	48%
	药材公司	100%
	中华药业	100%
	青岛国风	63.93%
	上海施贵宝	30%
	上海味之素	38%
	信谊黄河	36%
	信谊天一	41.43%
	物资供销公司	100%
	进出口公司	100%
	上实集团医药资产	复旦张江
上海微创中医药科研开发中心		55%
正大青春宝		55%
胡庆余堂药业		51.01%
杭州胡庆余堂国药号有限公司		24%
辽宁好护士		55%
厦门中药厂		61%
上海三维生物技术有限公司		70.41%
原上海医药（600849）		100%
原上实医药（600607）		100%
原中西药业（600842）		100%

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

整合效率超预期，主营业务业绩增长迅速

2010 上半年公司实现净利润 7.66 亿元，同比增长 67.6% (扣除 09 年联华超市股权出售获得

2010 年上半年公司实现营收 185.23 亿元 (YOY+21.66%)，实现净利润 7.66 亿元 (YOY-6.4%)，每股收益 0.384 元。获利呈现下滑主要是 09 年有联华超市股权出售获得一次性收益 (营业利润 5.36 亿元、利润总额 5.36 亿元、归属于上市公司股

一次性收益后)，每股收益 0.384 元

东净利润 3.61 亿元)，但扣除该收益后利润同比增长为 67.6%，显见公司获利能力及规模于报告期内有大幅提升。

此外，由于公司加强了经营性现金流管控，实现医药业务经营活动产生的现金流量净额 10.05 亿元，同比增长 23.17%。

表、上海医药半年报业绩列表

单位:亿元/%

人民币亿元	1H2010	1H2009(扣除)	同比增长%	1H2009	同比增长%
营收	185.23	152.25	21.66%	152.25	21.66%
营业利润	11.28	7.43	51.82%	12.79	-11.83%
税前利润	11.77	7.79	51.09%	13.15	-10.47%
净利润	7.66	4.57	67.61%	8.19	-6.41%
EPS (元/股)	0.384	0.229	67.61%	0.41	-6.41%

备注：扣除表示扣除 2007 年联华超市股权出售获得一次性收益后的营业利润

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

内部资源整合稳健，工商一体化协同效果逐现

医药工业

医药工业实现营业收入 40.9 亿元 (YoY+14.20%)。其中，化学制药业务实现销售收入 15.87 亿元 (YOY+ 18.39%)；中药业务实现销售收入 16.93 亿元 (YOY+ 7.47%)；医疗器械业务实现销售收入 2.14 亿元 (YOY+ 2.86%)。

报告期内，公司销售收入 5 百万以上的产品 194 个；销售收入 5 千万 (含) 以上产品共有 18 个，销售过亿产品 7 个。其中公司重点产品乌司他丁、注射用头孢噻肟钠、丹参酮 IIA 磺酸钠磺酸钠注射液、注射用头孢替安的销售收入与去年同期相比增长 30%以上。

医药流通

公司医药流通实现营业收入 143.2 亿元 (YoY+ 24.4%)。公司分销与零售市场份额稳居全国第二，尤其在华东地区市场份额约为 17.59%，其中上海市场份额为 54.42%。

在分销业务上，公司一直在积极加快全国医药流通市场布局，先后签订控股山东商联、广州中山医的交易协议，并且与江苏、浙江、福建等地的多家地区分销龙头企业达成合作框架协议，华东区域布局基本完成。公司目前分销管道遍布中国 31 个省、直辖市及自治区，在华东地区建立了 5,000 余家医院终端的分销网络，覆盖华东地区所有三甲医院，拥有强大的终端网络和增值服务网点。2010 年上半年医药分销业务实现销售收入 131.8 亿元 (YoY+ 23.87%)。

在零售业务上，公司有“华氏”、“雷允上”、“胡庆余堂”等具有全国性 & 区域性美誉度的零售品牌，拥有品牌连锁零售药房共 2,018 家，其中直营店 1,550 家，加盟店 468 店，上半年共新增 53 家，门店网络分布中国 8 个省市。2010 年上半年零售品牌零售业务实现销售收入 11.45 亿元 (YoY+30.49%)。

综合医药业务：公司实施重点产品聚焦战略，确定下属 12 家重点公司，涵盖化学药、生化药、中药、医药分销、零售 5 大重点业务领域，圈定 70 个重点聚焦

产品，通过统筹生产、营销、资金等资源实施重点投入；启动了上海地区的浦东生物医药制剂基地、奉浦中药产业基地、星火原料药产业基地三大制造基地为核心的产业布局调整计划，统筹整合将降低营运成本，毛利率将提高。公司各项业务的内部整合加速，工商业一体化的协同效应将为公司未来成长提供动力。

表：公司重点产品介绍

类别	药品名	适应症
抗生素	注射用头孢曲松钠，注射用头孢噻肟钠，注射用头孢替安	细菌感染
非处方药	抗衰老片	益气养阴，宁心安神
	龙虎清凉系列	感冒头痛，中暑，晕车，蚊虫蜇咬等
	双歧杆菌三联活菌制剂	因肠道菌群失调引起的急慢性腹泻、便秘
心血管药物	参麦注射液	冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症
	丹参酮IIA 磺酸钠注射液	冠心病、心绞痛、心肌梗死的辅助治疗
	丹参注射液	冠心病、心肌梗塞、肝炎、脑血管意外、慢性肾功能不全、流行性出血热、急性弥漫性血管内凝血
	丹香冠心注射液	冠心病的胸闷，心绞痛
	养心氏片	气虚血瘀型冠心病、心绞痛、心肌梗塞及合并高血脂、高血糖等症
	卡托普利（原料+制剂），珍菊降压片	降血压
消化类	胃复春片	胃癌癌前期病变及胃癌手术后辅助治疗
	乌司他丁制剂	胰腺炎
其它类	注射用糜蛋白酶	起创面净化、消炎、消肿
	乳癖消	乳癖，乳腺小叶增生，卵巢囊肿，子宫肌瘤
	硫酸羟氯喹片	红斑狼疮

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

表：上海医药零售门店情况

区域	门店数（家）	占比（%）
上海	1,061	53%
江西省	364	18%
内蒙古	193	10%
浙江省	131	6%
山东省	124	6%
其它	145	7%
全国	2018	100%

资料来源：公司、群益证券(2010/08)

国家医改推动，加速行业集中，龙头企业受益

目前国内有医药批发企业约 1.3 万多家，同质化竞争激烈，行业集中度低，其中前 10 大医药流通企业市场份额仅为 36%，远低于美国的 90% 和日本的 75%。

有鉴于此，商务部于今年 1 月开始接管医药流通行业，明确行业集中度加大势在必行；基本药物“省级招标，统一配送”也有利于龙头企业扩大市场份额；国家新修订的《药品经营规范》对医药流通行业硬件、软件建设提出新标准，都在加快行业新一轮的洗牌。

公司作为我国医药流通行业的龙头企业，拥有国内最好的区位优势及最强的分

销网络，在新医改的背景下，公司有望通过内部整合和外部扶持，未来有望超预期表现。公司医药工业不仅将收益于新医改带来的市场容量的扩容，还将在公司工商一体化的协同效果下，增速加快。

盈利预测

由于看好上海医药在内部产业链整合后稳健的对外扩张以及上海医药资产整合的资源优势，预计 2010 年/2011 年公司实现营收 378 亿元 (YOY+21.7%) /461 亿元 (YOY+21.9%)，实现净利润 15.4 亿元 (YOY+17.51%) /18.5 亿元 (YOY+19.88%)，EPS 分别为 0.77 元/0.93 元，对应当前股价 2010 年/2011 年 PE 分别为 23 倍/20 倍，估值被低估，维持“买入”建议。

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下:

强力买入 StrongBuy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一：合并损益表

百万元	2008	2009	2010F	2011F
营业收入	27,245	31,073	37,822	46,115
经营成本	21,959	25,145	30,689	37,290
主营业务利润	5,286	5,928	7,134	8,825
销售费用	2,445	2,623	3,215	3,920
管理费用	1,515	1,647	2,005	2,444
财务费用	291	198	227	277
营业利润	1,196	2,088	2,352	2,825
补贴收入	203	140	140	140
税前利润	1,308	2,146	2,382	2,855
所得税	227	66	104	143
少数股东损益	301	371	460	552
归属于母公司所有者的净利润	781	1,311	1,540	1,847

附二：合并资产负债表

百万元	2008	2009	2010F	2011F
货币资金	3,257	4,887	6,338	8,215
存货	3,425	3,715	4,087	4,495
应收账款	4,347	4,853	5,096	5,350
流动资产合计	12,597	14,608	15,601	18,141
长期股权投资	1,966	1,487	1,678	1,735
固定资产	3,971	3,950	4,253	4,321
无形资产及其它资产合计	964	953	942	931
资产总计	20,469	22,084	23,827	25,882
流动负债合计	10,916	11,306	11,872	12,490
长期负债合计	296	364	382	376
负债合计	11,212	11,670	12,254	12,866
少数股东权益	1,766	2,155	2,311	2,501
股东权益合计	9,257	8,259	9,263	10,515
负债及股东权益合计	20,469	22,084	23,827	25,882

附三：合并现金流量表

百万元	2008	2009	2010F	2011F
经营活动产生的现金流量净额	1,118	1,906	1,604	1,965
投资活动产生的现金流量净额	189	301	481	590
筹资活动产生的现金流量净额	-672	-562	-634	-678
现金及现金等价物净增加额	631	1,645	1,451	1,877

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何之一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证j @持意见或立场,或买入,沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口,或代他人之户口买卖此份报告内描述之证j @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。