

深度报告

医药保健

医疗器械与服务

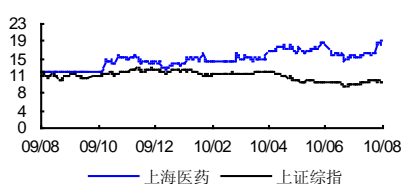
上海医药(600849)
推荐

目标价: 23-25 元 昨收盘: 18.68 元 (维持评级)

2010年8月13日

本报告的独到之处

- 对上海医药各主要资产做了一一梳理, 从中分析内部整合潜力。

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)	1,992.64/826.93
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	37,242.50/15,455.29
上证综指/深圳成指	2,575.48/10,680.02
12个月最高/最低(元)	18.99/12.18

财务数据

净资产值(百万元)	8,996.90
每股净资产(元)	4.52
市净率	4.14
资产负债率	54.35%
息率	0.55%

相关研究报告:

- 《上海医药 2010 年一季报点评: Q1 收入增长提速, 业绩再超预期》——2010-4-28
- 《上海医药 09 年报点评: 业绩超预期, 2010 加速整合(请以此为准)》——2010-4-21
- 《新上药、新航母、新起航》——2010-3-9

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

深度跟踪

焕发巨大整合潜力

● 2010 中报靓丽、再超预期

2010 年 1-6 月上海医药实现营业收入 185.23 亿元, 同比增长 21.66%; 归属于上市公司股东净利润 7.66 亿元, 扣除 2009 年同期联华超市股权出售因素后净利润增长 67.50%; 实现 EPS0.386 元, 超出我们预期的 0.35 元/股。经营性现金流高达 10 亿元, 同比增长 23%, 远超经营性净利润, 盈利质量优异。

● 资产梳理: 焕发内部整合巨大潜力

新上药旗下企业众多、资产庞杂, 投资者感觉不清晰。本报告我们对其各项资产一一做了简要梳理, 并从中发现通过内部整合产生的利润增长潜力: 1) 部分主力公司收入增长明显加速; 2) 多家主要公司盈利水平明显提升; 3) 多个原来基础相对薄弱的公司盈利大幅增长。

● 内部挖潜深入推进, 外延扩张迈出步伐

后续的内部整合措施和深化还包括: 营销改革、IT 建设、采购平台建设等, 我们认为未来 2 年费用率还有下降空间。上半年收购广州第三大分销商中山医, 迈出商业领域全国扩张第一步, 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。工业领域并购也有望开启。

● 风险提示

我们的盈利预测根据公司发展规划考虑了中小规模的商业领域并购行为, 若收购进度达不到预期, 则可能导致盈利和当期预测不一致。

● 维持“推荐”评级, 上调一年期目标价至 23-25 元

公司内部整合进度和效果超预期, 我们上调 10-12 年 EPS 预测至 0.70、0.83、0.95 元/股, 10-11PE27X、22X, 随着公司外延扩张的展开, 盈利预测可能还有上调的空间。给予 2010PE32-35X, 一年期目标价 23-25 元, 维持“推荐”评级。再次强调 10-11 年是新上药重组后的快速发展阶段, 内部整合潜力巨大而外延扩展基数最小, 可能是投资公司的最佳时期。后续可期待的股价催化剂包括: 集团抗生素资产注入; 持续的并购动作; 有可能赴港上市?

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	27,245	31,073	39,151	47,373	54,005
(+/-%)	--	14.0%	26.0%	21.0%	14.0%
净利润(百万元)	781	1311	1386	1653	1898
(+/-%)	--	67.9%	5.7%	19.3%	14.8%
每股收益(元)	0.39	0.66	0.70	0.83	0.95
EBIT Margin	4.6%	5.1%	4.9%	5.0%	5.1%
净资产收益率 (ROE)	10.4%	15.9%	14.8%	15.5%	15.5%
市盈率 (PE)	44.3	26.4	26.7	22.4	19.5
EV/EBITDA	34	27.7	23.5	20.1	17.7
市净率 (PB)	4.4	4.2	4.0	3.5	3.0

内容目录

内容目录	2
图表目录	3
2010 中报回顾：业绩靓丽再超预期	4
医药工业：主要子行业板块均呈现加速增长	4
医药商业：盈利提升，外延加快	5
上海医药资产梳理	6
常药股份	7
信谊药厂	8
三维制药	8
上海施贵宝	9
青岛国风	9
信谊黄河	10
上海味之素氨基酸有限公司	10
正大青春宝药业有限公司	10
胡庆余堂药业	11
辽宁好护士	11
厦门中药厂	12
上海市药材有限公司	12
上海中华药业	13
三维生物	13
第一生化	14
广东天普生化	14
上海医药分销控股有限公司	14
上海信谊天一药业有限公司	15
物资供销公司	15
进出口公司	15
胡庆余堂国药号	16
上海医械股份有限公司	16
中央研究院	16
上海医创	16
复旦张江	17
开始焕发巨大整合潜力	17
维持“推荐”评级，上调一年期目标价至 23-25 元	19
附表 1：财务预测与估值	20
国信证券投资评级	21
免责条款	21

图表目录

图 1: 2010H1 上海医药工业收入构成	4
表 1: 上海医药工业板块经营概况 (单位: 百万元)	4
表 2: 上海医药工业品种概况	5
表 3: 上海医药医药商业分业务简况	5
表 4: 新上药业务板块及主要子公司 (单位: 百万元)	6
表 5: 常药股份主要营收指标 (单位: 万元)	8
表 6: 信谊药厂主要营收指标 (单位: 万元)	8
表 7: 三维制药主要营收指标 (单位: 万元)	9
表 8: 上海施贵宝主要营收指标 (单位: 万元)	9
表 9: 青岛国风主要营收指标 (单位: 万元)	9
表 10: 信谊黄河主要营收指标 (单位: 万元)	10
表 11: 上海味之素主要营收指标 (单位: 万元)	10
表 12: 正大青春宝主要营收指标 (单位: 万元)	11
表 13: 胡庆余堂药业主要营收指标 (单位: 万元)	11
表 14: 辽宁好护士主要营收指标 (单位: 万元)	12
表 15: 厦门中药厂主要营收指标 (单位: 万元)	12
表 16: 上海市药材公司主要营收指标 (单位: 万元)	13
表 17: 上海中华药业主要营收指标 (单位: 万元)	13
表 18: 三维生物主要营收指标 (单位: 万元)	13
表 19: 第一生化主要营收指标 (单位: 万元)	14
表 20: 天普生化主要营收指标 (单位: 万元)	14
表 21: 上海信谊天一药业主要营收指标 (单位: 万元)	15
表 22: 物资供销公司主要营收指标 (单位: 万元)	15
表 23: 进出口公司主要营收指标 (单位: 万元)	15
表 24: 胡庆余堂国药号主要营收指标 (单位: 万元)	16
表 25: 上海医创主要营收指标 (单位: 万元)	16
表 26: 复旦张江主要营收指标 (单位: 万元)	17
表 27: 上海医药主要利润贡献单体公司 (单位: 百万元)	17
表 28: 上海医药分板块收入及预测 (百万元)	19

2010 中报回顾：业绩靓丽再超预期

2010年1-6月上海医药实现营业收入185.23亿元（未含托管的抗生素业务），同比增长21.66%；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2009年同期扣除联华超市股权出售获得一次性收益后，营业利润、利润总额、归属于上市公司股东净利润分别增长51.86%、51.20%、67.50%；实现每股收益0.386元，超出我们预期的0.35元/股。

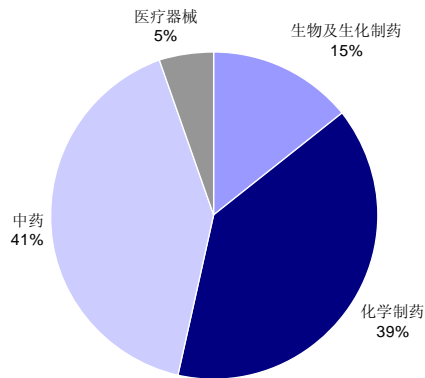
经营性现金流高达10亿元，同比增长23%，远超经营性净利润，盈利质量优异。

中报有1.85亿的非经常性收益，但事实上其中主要是因资产重组发生的定向增发注入企业及换股吸收合并注入企业在年初至合并日产生的净利润1.52亿元也归属非经常性损益。这部分对未来而言仍是可持续收益。

医药工业：主要子行业板块均呈现加速增长

2010年上半年医药工业销售收入（未含托管的抗生素业务）40.9亿元，较去年同期增长14.20%；毛利率51.45%，较去年同期提升0.82个百分点。除了占比最小的医疗器械子行业（收入占比仅5%），其他主要子行业板块：生物及生化制药、化学制药和中药均呈现加速增长的态势（详见下表）。

图 1: 2010H1 上海医药工业收入构成



资料来源：wind、国信证券经济研究所

表 1: 上海医药工业板块经营概况（单位：百万元）

子行业	2010H1收入	同比增长	2009H1收入	同比增长
生物及生化制药	596	30.36%	457	23.8%
化学制药	1587	18.39%	1340	13.3%
中药	1693	7.47%	1575	-3.3%
医疗器械	214	2.86%	208	4.4%
工业合计	4090	14.20%	3581	7.1%

数据来源：wind、国信证券经济研究所

公司工业销售收入构成中基本药物估计占20%以上,拥有307个国家基本药物品种的70%。预计随着基本药物制度的持续推广和加深,未来3-5年基药市场空间还会很明显。同时,公司也通过基药销售来增加其他品种的销售。

公司工业品种中过亿品种收入占比接近一半(09年过亿品种收入34亿元,工业收入共73亿元,占比47%)。根据上半年情况,今年公司可能有希望增加2-3个过亿品种。

表 2: 上海医药工业品种概况

年份	销售额	1000万至5000万	5千万至1亿	过1亿
2009年	品种个数	88个	11个	18个
2010上半年	销售额	500万至2500万	2500万至5000万	过5000万
	品种个数	157个	19个	18个

数据来源: wind、国信证券经济研究所

医药商业: 盈利提升, 外延加快

2010年上半年, 集团设立全资拥有的分销零售平台“上海医药分销控股有限公司”(上药控股), 以原来的上医股份为整合平台, 全面整合医药商业业务。上半年公司医药商业(分销和零售业务)销售收入143.2亿元, 同比增长24.37%, 较09年16.8%的增速大幅提升; 毛利率9.10%, 较去年同期基本持平, 但比09年全年略高, 也仍明显高于国内商业毛利率5-8%的平均水平。公司医药商业市场份额继续稳居全国第二, 在华东地区市场份额约为17.6%, 其中上海市场份额达54.4%。

表 3: 上海医药医药商业分业务简况

	2009年收入	增速	毛利率	2010年H1收入	增速	毛利率
分销	21757.35	16.54%		13175.35	23.87%	
零售	1719.30	19.46%		1144.84	30.49%	
医药商业合计	23476.65	16.75%	8.92%	14320.19	24.37%	9.10%

数据来源: wind、国信证券经济研究所

一、分销业务: 2010上半年, 公司医药分销业务实现销售收入131.75亿元。同比增长23.87%。

- **分享华东这一药品消费大区的稳定增长:** 在华东地区的分销网络覆盖了5000余家医院, 基本覆盖了华东地区所有三甲医院;
- **全国范围内的并购步伐加快:** 今年以来先后签订控股山东商联、广州中山医的协议, 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。其中, 收购中山医的协议已于今年4月公告, 目前已获国家教育部批复同意, 部分小股东股权转让变更手续已完成;
- **基本药物配送业务初步展现工商协同的整体优势:** 公司积极探索的“松江模式”(即社区医疗机构基本药物集中采购统一配送), 目前已在上海市的六个行政区(徐汇、长宁、松江、金山、嘉定和青浦)、青岛全市、常州部分区域等成功推广;
- **本土优势明显:** 上药控股物流中心再次中标新一轮上海市政府采购中心免费疫

苗冷链配送服务，成为该次招标的两家中标供应商之一，中标业务量比例为60%。

二、零售业务：2010上半年，公司医药零售业务实现销售收入11.45亿元。同比增长30.49%。

- **品牌优势突出：**公司拥有“华氏”、“雷允上”、“胡庆余堂”等知名零售品牌；
- **门店数量继续增加：**截至2010年上半年，公司共拥有品牌连锁零售药房共2018家，其中直营店1550家，加盟店468店，2010年上半年共新增53家，门店网络分布中国8个省市，其中，上海市拥有的门店数高达1061家，居于明显领先地位；在江西省、内蒙古自治区、浙江省、山东省的门店数也分别达到364、193、131、124家；
- **09年下半年即启动零售业务整合：**上海华氏大药房整合了上海信谊大药房和雷允上大药房；华氏大药房在上海世博村设立了唯一的药店；公司还与上海百联集团等建立战略合作关系。

上海医药资产梳理

重组后的新上药除了原来的上海医药、上实医药和中西药业3家上市公司，还注入包括了原上药集团和上市控股的大部分医药资产，涵盖了化学制药、原料药、中成药、生物制剂、医药商业、医疗企器械、研发……几乎是全产业链的各种子行业板块。旗下企业众多、资产庞杂，投资者感觉不清晰。本次报告中我们对其各业务板块的主要子公司主营业务概况做一简要梳理，并尽量搜集了07年以来的营收数据，从中探视公司的内部整合潜力。

表 4：新上药业务板块及主要子公司（单位：百万元）

公司名称	股权比例	09年收入	09年归属母公司股东净利润	10H1收入	10H1归属母公司股东净利润	主要产品和业务
化学制药						
常州药业	61%	1750	100	1089	58	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%	1582	101	1151	52	培菲康、利巴韦林、英康利等
三维制药*	100%	601	82	375	100	抗感染、心血管、神经类、糖尿病类、抗肿瘤类原料药和制剂生产
中美施贵宝	30%	2095	347	1284	213	心血管类、神经系统类、抗瘤类创新药物
中西制药	90%	222	49	141	33	精神类药品等化学制剂
上海罗氏*	30%	3217	357	2115	279	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%	652	9	282	19	苦千颗粒、养心氏、快胃片、红源达等中成药、化学药等品种
上海味之素	38%	140	17	77	8	医药用氨基酸
中药						
正大青春宝	55%	960	211	461	90	中药注射剂、保健品等
胡庆余堂药业	51%	280	15	162	35	胃复春、铁皮枫斗晶等
厦门中药厂	61%	177	29	97	13	新癬片、八宝丹等
辽宁好护士	55%	0	0	0	0.9	乳癖消片等

药材公司	100%	2874	45	1589	36	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%			127	25	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%				-1.6	赛格力、安科瑞等
第一生化	100%	453	95	278	79	丹参酮 IIA 磺酸钠、糜蛋白酶等
广东天普	40.8%	456	92	291	82	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%				14.6	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%	19600	222（扣非）		未披露	医药分销
信谊天一	100%				1.3	信谊药厂的销售公司
物资供销公司	100%				2.8	原料药代理销售
进出口公司	100%				0.8	医药进出口业务
华氏大药房	100%	1262	10	814	10	医药零售连锁
胡庆余堂国药号	24%	197	32	138	23	医药零售连锁
研发和其他						
中央研究院						抗生素类等化学药研发
上海医创	55%				0	中药研发
复旦张江	19.7%					医药生物研发

数据来源：公司公告。

*注：上海罗氏制药有限公司为上药集团全资附属企业上海三维制药有限公司之参股企业，持股比例为 30%，下同

**注：2010 年上药集团设立“上海医药分销控股有限公司”以注销原“上海市医药股份有限公司”（600849.SH），下同

常药股份

常药股份核心子公司常州制药厂产品涉及心血管、解热镇痛、维生素、抗生素四大类，现有近十种剂型 130 余个产品，常规生产产品近 30 个。

常州制药厂是国家定点心脑血管药物研制、生产基地，生产的心脑血管原料药包括：氢氯噻嗪、卡托普利、马利酸依那普利等，制剂药包括：复方利血平片、复方硫酸双肼屈嗪片、卡托普利片、依那普片、复方卡托普利片、复方阿米三嗪片等。

常州制药厂于 2007 年 2 月获准成为国家第一批城市社区、农村基本用药定点生产企业，彰显公司品牌实力。被批准的定点生产品种包括对乙酰氨基酚片、复方利血平片、盐酸二甲双胍片和硫酸阿托品注射液 4 个品种，其中复方利血平片为全国独家定点生产品种。公司虽然 95% 是普药产品，但其“常药牌”系列产品因具有优质的产品质量在市场上享有较高的品牌知名度认可度，如，卡托普利片在 2004 年通过了国家发改委的单独定价；复方卡托普利片在 2006 年通过华东地区的单独定价。

2010 年上半年，常药股份实现销售收入 10.89 亿元，归属母公司股东净利润 5246 万元。常药股份在集团中属较成熟的企业，10 年增长平稳。

表 5: 常药股份主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	108,900	27.26%	85,576	174,989	14.47%	152,865	136,172
营业利润	8,153	6.67%	7,643	13,965	-15.04%	16,438	12,350
归属母公司股东净利润	5,820	16.16%	5,010	10,000	-16.25%	11,941	7,373

数据来源: wind、国信证券经济研究所

信谊药厂

信谊药厂是中国化学制药行业知名老牌企业之一,旗下拥有十家工业企业,四家销售公司、三家研发中心。具有片剂 100 亿片及胶囊 8.9 亿粒的生产能力。信谊药厂拥有“培菲康”等 3 个国家一类新药,81 个品种进入《国家基本药物目录》,国家中药保护品种 3 个。

2009 年下半年以来上药集团对信谊药厂的整合成效十分明显,2010H1 收入增长 19%,但净利润却大幅增长了 139%,收入增长并不很快的情况下,内部挖潜和减少漏出产生了可观利润:净利率从 09H1 的 2.27% 上升至 10H1 的 4.56%。但这一水平也仍偏低,未来还有提升空间。

表 6: 信谊药厂主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	115,117	18.97%	96,760	158,225	-7.99%	171,968	146,165
利润总额	5,149	20.12%	4,287	12,716	80.44%	7,047	1,917
归属于母公司所有者的净利润	5,246	139.35%	2,192	10,055	104.59%	4,915	736
净利率	4.56%		2.27%	6.35%		2.86%	0.50%

数据来源: wind、国信证券经济研究所

三维制药

从事 APIs 和固体制剂的研究、生产和销售。公司拥有包括原料药、固体制剂、医药中间体等一百个产品,目前主要生产维生素类、抗肿瘤类、磺胺类、心血管类、抗真菌类、抗糖尿病类、喹诺酮类、抗癫痫与精神安定类、胆碱酯酶抑制剂等医药产品,三维制药目前独家品种 4 个,10 个品种进入《国家基本药物目录》。2005 年底上药集团正式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,该药品在三维制药内生产,以“奥尔菲”商品名面市。疫情发生之时公司将会受到奥尔菲的政府采购订单作为国家医药储备。

从 2010 上半年情况看,收入增 27%,较 09 年 14% 的增速有较大提升。但三维制药收入盈利规模都很小,主要净利润来自参股 30% 的上海罗氏, SFDA 南方所样本医院数据显示,2009 年上海施贵宝市场份额排国内第 3。

10H1 三维制药净利润增长达 54%,已经超过 09 年全年。三维制药是上药 100% 控股的企业,上海罗氏的盈利增长对上药集团整体业绩贡献明显。

表 7: 三维制药主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	37,533	27.31%	29,480	60,064	13.73%	52,814	60,542
营业利润	9,998	53.70%	6,505	8,504	33.26%	6,382	4,309
归属母公司股东净利润	9,974	54.33%	6,463	8,173	30.10%	6,282	4,132

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海施贵宝

上海施贵宝是上药集团与施贵宝合资成立的国内首家中美合资企业。在治疗心血管疾病、代谢及传染性疾病、中枢神经系统疾病、皮肤疾病已经癌症的创新药物研制方面居国内领先地位。上海施贵宝拥有药品生产批文 42 个, 产品覆盖 6 个治疗领域。

上海施贵宝作为成熟企业盈利能力和盈利规模突出, SFDA 南方所样本医院数据显示 2009 年上海施贵宝市场份额排第 12。上药虽只持有其 30% 的股份, 但每年带来的投资收益却过亿, 亦是新上药重要利润稳定器。

表 8: 上海施贵宝主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	128,386	17.97%	108,832	209,520	10.40%	189,775	156,174
利润总额	26,219	14.39%	22,920	42,159	33.10%	31,674	20,056
归属于母公司所有者的净利润	21,342	10.39%	19,334	34,700	30.04%	26,683	16,767

数据来源: wind、国信证券经济研究所

青岛国风

青岛国风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。主要产品有苦甘颗粒、养心氏、快胃片、红源达四大主力, 占其年销售收入 80%。产品品种达到 100 多个, 其中国家中药保护品种 1 个, 独家品种 12 个, 11 个品种进入《国家基本药物目录》。青岛国风还拥有国内唯一的海洋药物科学研究所。

公司 07-09H1 都一直处于亏损状态, 09 年下半年开始整合后扭亏为盈, 2010 年在低基数上继续大幅增长。

表 9: 青岛国风主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	28,213	33.25%	21,173	65,179	69.04%	38,557	37,899
利润总额	1,462	-410.18%	-471	1,335	-299.61%	-669	185
归属于母公司所有者的净利润	1,856	--	-490	930	--	-772	-4

数据来源: wind、国信证券经济研究所

信谊黄河

信谊黄河有五大类产品：维生素类、解热镇痛类、黄胺类、抗癫痫类及其他。主要产品为维生素 C 片，抗癫痫药卡马西平片、扑米酮片、苯妥英钠片。年生产能力 20 亿片，拥有药品生产批号 39 个。目前公司营收规模非常小，处于微利。

表 10: 信谊黄河主要营收指标 (单位: 万元)

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	1,452.86	1,943.26	1,807.10
利润总额	-68.14	-446.72	-247.00

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海味之素氨基酸有限公司

味之素公司主要生产氨基酸原料药，由上海医药集团、上海市松江经济技术开发区建设总公司和世界上最大的氨基酸生产厂家、销售占有率最高的日本味之素株式会社三方合资，引进日本味之素株式会社氨基酸的精制技术而建。上海味之素年生产能力 1,200 吨。公司净利润规模约在 1500-2000 万之间。上药也只持有 38% 股权，对业绩贡献很有限。

表 11: 上海味之素主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	7,709	19.43%	6,455	13,987	21.77%	11,486	15,232
利润总额			1,130			1,170	1,592
净利润	783	-7.41%	846	1,657	87.56%	883	1,383

数据来源: wind、国信证券经济研究所

正大青春宝药业有限公司

正大青春宝药业有限公司前身为杭州第二中药厂。1992 年，杭州第二中药厂与泰国正大集团合资，更名为“正大青春宝药业有限公司”。1998 年上实控股收购 55% 的股权成为正大青春宝的控股股东。

公司是生产中药、天然药物为主综合性制药企业，可生产注射剂、片剂、颗粒剂、胶囊剂等八种剂型近百个产品，目前，正大青春宝是中药现代化科技（浙江）基地示范产业，产品包括以天然药材为主要原料的药品和保健食品，拥有中药保护品种 2 个、列入《国家基本药物目录》品种 15 个。主要产品有青春宝抗衰老片、参麦注射液、丹参注射液为浙江省名牌产品，美容胶囊、养胃颗粒为杭州市名牌产品。产品商标“青春宝”为中国驰名商标，“登峰”为浙江省著名商标。

正大青春宝已是成熟企业，上药持有 55% 股权，近几年盈利规模比较稳定，但每年可给上药贡献过亿净利润，也是公司的主要利润来源。

表 12: 正大青春宝主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	46,126	-8.46%	50,391	95,998	0.04%	95,958	88,765
利润总额	9,939	-23.97%	13,071	24,210	4.63%	23,139	25,846
净利润			11,111	21,145	8.19%	19,545	20,250
归属于母公司所有者的净利润	9,035						

数据来源: wind、国信证券经济研究所

胡庆余堂药业

胡庆余堂药业前身胡庆余堂制药厂是清代著名红顶商人胡雪岩于 1874 年创办的胡庆余堂国药号。

公司是以中药、天然药品为主的综合性制药企业。目前, 胡庆余堂药业主要生产 8 个剂型 181 个中药产品, 独家品种 40 个, 中药保护品种 3 个, 进入国家基本药物目录品种 21 个, 以胃复春片、复方丹参片、石斛夜光丸、大补阴丸、乌鸡白凤丸、强力枇杷露、障翳散、沉香化气胶囊等为主导产品。其中, 胃复春片是浙江省内最大的中成药门诊胃药。

上药持有胡庆余堂药业 51% 股权。公司虽然整体规模还不大, 但内部挖潜也带来快速增长: 09 年为上药贡献的净利润尚不足 1 千万, 而 2010 上半年就贡献了 1760 万元; 收入增长不足 10%, 净利增长主要来自盈利水平的提升。

表 13: 胡庆余堂药业主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	16,200	8.82%	14,887	28,029	8.84%	25,753	24,753
利润总额	3,789	256.69%	1,062	2,126	137.81%	894	1,556
净利润			856			647	1,174
归属于母公司所有者的净利润	3,451	264.97%	946	1,482	88.16%	788	1,320

数据来源: wind、国信证券经济研究所

辽宁好护士

辽宁好护士药业主要生产经营中成药、保健品、中药原料药等。目前可生产 3 个剂型, 53 个品种, 其中国家中药保护品种 5 个, 列入《国家基本药物目录》品种 12 个, 独家生产品种 10 个, 列入医保品种 25 个。

公司主要产品系列有 4 个: 1) 以乳癖消为代表的乳系列产品, 治疗妇女乳腺病的主要品种之一, 单品种年销售额超亿元, 同类品种国内市场份额 30% 以上, 拥有知名品牌“苍松”和“好护士”; 2) 以厄 痹片为代表的痹症系列产品, 治疗风湿类风湿纯中药制剂; 3) 以强肾片为代表的肾系列产品; 4) 以益心宁神片为代表的心脑血管系列产品。09 年公司盈利规模约 1000 万左右, 上药持有 55% 股权, 贡献净利润非常小。

表 14: 辽宁好护士主要营收指标 (单位: 万元)

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	7,820.48	18,218.50	16,018.08
利润总额	637.27	1,043.54	529.35
净利润	539.08	855.24	354.96
归属于母公司所有者的净利润	517.68	851.79	344.75

数据来源: wind、国信证券经济研究所

厦门中药厂

厦门中药厂由具有 400 年历史的厦门正和号药铺, 怀德居药铺、寿生堂、高峰药房、一贴灵等老字号药铺于 1965 年合并而成。2002 年, 上实控股收购厦门中药厂 61% 的股权整体改制为厦门中药厂有限公司。

厦门中药厂是中药消炎止痛领域专业生产经营企业, 福建中成药工业企业前三甲。产品现有 7 种剂型, 105 个药品生产批文, 其中国家保密品种 2 个, 国家中药保护品种 4 个, 列入《国家基本药物目录》品种 17 个, 形成了以新癪片、八宝丹胶囊、肾舒颗粒、海珠喘息定片、琥珀惊风散等为代表的一批复方中成药。新癪片为福建省名牌产品, 注册商标“鼎炉”为福建省著名商标。

09 年公司归属母公司股东净利润 2900 万, 较 08 年下降可能因公司易地搬迁原因。上药持有其 61% 股权, 贡献净利润 1769 万元, 占比也很小。

表 15: 厦门中药厂主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	9,692	-34.90%	14,887	17,654	-31.45%	25,753	24,753
利润总额	1,547	45.63%	1,062	3,063	242.62%	894	1,556
净利润			856			647	1,174
归属于母公司所有者的净利润	1,276	34.92%	946	2,900	268.19%	788	1,320

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海市药材有限公司

上海市药材有限公司是上药集团药材、饮片及中成药和健康产品的平台, 成立于 1992 年。在全国设立了 11 个符合 GAP 标准的绿色药材基地, 其中, 西红花种植基地全国首批通过国家 GAP 认证。公司也被世界卫生组织定为世界草药的官方培训中心之一。药材公司拥有国家中药保护品种 8 个, 国家中药保密品种 4 个, 独家品种 23 个, 38 个品种进入《国家基本药物目录》。药材公司现有中成药、中药保健品生产基地 5 个, 占地面积 367 亩。

药材公司持股 97.58% 的雷允上药业是上海中药龙头企业, 已建成的奉浦现在中药生产基地是“国家高技术产业化示范工程”。雷允上药业拥有众多经典名方, 其中六神丸是国家保密配方, 一级中药保护品种; 重要产品还包括“雷氏”珍菊压片、珍珠粉、炮天红酒、“神象”野山人参、燕窝等名贵滋补品。

药材公司持股 75% 的上海杏灵科技药业股份有限公司是国家银杏叶药品质量标准的起草者, 拥有规范的 GAP 银杏种植基地, 斯泰隆银杏叶片和银杏颗

粒列入国家医保药品目录。

药材公司持股 50%的**和黄药业**是由和计黄埔（中国）有限公司与药材公司共同投资组建的上海首家中药合资企业，拥有“上药”牌麝香保心丸，胆宁片，生脉注射液等 70 个品种。

09 年药材公司净利润实现归属母公司所有者的净利润为 4505 万元（公司 2010-2-2 发布的购买资产暨关联交易报告书中 09 年 1-6 月归属母公司所有者净利润即 4813 万元，09 年下半年净利为负值原因不明）。上药持有其 100% 股权，如能实现持续增长，对整体业绩将有较明显贡献。

表 16: 上海市药材公司主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	158,889	9.82%	144,681	287,406	6.00%	271,130	254,547
利润总额	4,813	-17.50%	5,834	4,672	-33.81%	7,058	7,824
净利润			5,387			6,106	7,141
归属于母公司所有者的净利润	3,571	-25.82%	4,813	4,505	-11.87%	5,112	6,323

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海中华药业

上海中华药业有限公司是始建于 1911 年的百年制药企业。公司主要生产龙虎人丹、龙虎清凉油、龙虎风油精、龙虎清凉鼻舒等清凉系列产品。中华药业拥有国家保密品种 2 个，独家品种 8 个，1 个品种进入 2009 版《国家基本药物目录》。09 年下半年以来公司加大了对“龙虎”老字号系列的产品市场营销力度，10 年开始收入和利润快速增长。

表 17: 上海中华药业主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月
营业收入	12,747	99.12%	6,402
利润总额	2,785	36.32%	2,043
净利润	2,527	65.02%	1,531

数据来源: wind、国信证券经济研究所

三维生物

三维生物成立于 1995 年，主要从事生物基因工程药物的研发和生产，其主要产品包括赛格力和安柯瑞：赛格力（重组人粒细胞刺激因子 rhG-CSF），为国家 863 计划产业化成果。1998 年 5 月获得新药证书（国家二类新药）。安柯瑞（重组人 5 型腺病毒注射液）是世界上首个上市的溶瘤病毒类药物，具有自主知识产权。从 07-09 年看，三维生物还处于亏损期。

表 18: 三维生物主要营收指标 (单位: 万元)

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	698.94	1,233.12	1,187.62
利润总额	-1,514.71	-2,198.15	-1,899.28
净利润	-1,514.71	-2,198.15	-1,899.28

数据来源: wind、国信证券经济研究所

第一生化

第一生化主要产品丹森酮 IIA 磺酸钠、糜蛋白酶、二丁酰环磷腺苷钙等在国内医院市场占有率持续多年排名前列。公司拥有独家品种 6 个，25 个进入国家基本药物目录。主要生产水针剂和冻干粉针，并从事配套原料生产。部分产品通过美国 FDA 认证。07-10 年第一生化收入和净利均稳步增长，预计 2010 年净利润有望过亿，上药持有 100% 股权，是重要的利润增长点之一。

表 19: 第一生化主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	27,820	25.25%	22,212	45,257	13.06%	40,030	38,347
利润总额	9,146	78.94%	5,111	10,783	28.00%	8,424	8,940
归属母公司股东净利润	7,947			9,459			

数据来源: wind、国信证券经济研究所

广东天普生化

广东天普生化是全球最大的人尿蛋白质生物制药企业，形成了以凯力康(注射用尤瑞克林)、天普洛安(注射用乌司他丁)、洛欣(注射用尿激酶)为龙头的产品链，并引进了多条按照欧洲 EMEA 和美国 FDA 认证标准设计管理的冻干粉针，水针制剂生产线和原料药生产线。“凯力康”为国家一类新药，主治急性脑梗死，属世界创新药物，拥有独立的知识产权，已申请多项中国及世界专利。“天普洛安”为国内独家生产品种。

2010 年上半年公司实现的净利润已接近 09 年全年，预计全年净利润过亿，上药持有 40.8%。

表 20: 天普生化主要营收指标 (单位: 万元)

	2010 年 1-6 月	同比增速	2009 年 1-6 月	2009 年	同比增速	2008 年	2007 年
营业收入	29,057	29.64%	22,414	45,621	29.54%	35,218	29,188
营业利润	9,768	99.45%	4,897	10,866	76.65%	6,151	4,594
归属母公司股东净利润	8,216	114.30%	3,834	9,192	76.40%	5,211	3,645

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海医药分销控股有限公司

2010 年上药集团设立“上海医药分销控股有限公司”以注销原“上海市医药股份有限公司”(600849.SH)——出资现金 4 亿元设立全资附属公司“上海医药分销控股有限公司”，并以下属从事医药分销及零售业务的有关附属公司股权及相关资产对其实施增资，上海医药分销控股有限公司注册资本增至 19 亿元。

上海医药分销控股有限公司(简称“上药控股”)主营医药商业，以原上海市医药股份有限公司为整合平台，包括分销和零售，市场份额居全国第二，华东地区第一。09 年原上医股份基本将历史包袱清理完毕，预计 2010 年经营性净

利润可望提升至1.5%，净利润规模将超过3亿元，是新上药集团最大的利润单体贡献者之一。

详细经营情况参见前述对医药商业的分析。

上海信谊天一药业有限公司

上海信谊天一药业有限公司主要从事“信谊”品牌药品在上海市内的经销业务。公司拥有完备的仓储设施，公司现有仓库总面积 5000 平方米以上。公司经营西药和中药制剂一千多种。

表 21：上海信谊天一药业主要营收指标（单位：万元）

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	26,088.97	49,708.02	41,846.59
利润总额	903.18	857.94	458.51
净利润	634.57	584.27	310.00

数据来源：wind、国信证券经济研究所

物资供销公司

物资供销公司的主营业务为医药原料药代理销售。目前，全国总代理品种有：盐酸胺碘酮、华法林纳和维生素 D3 等。区域代理品种有：硫酸阿米卡星等。

表 22：物资供销公司主要营收指标（单位：万元）

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	11,224.67	22,566.58	31,214.25
利润总额	301.46	313.57	456.05
净利润	245.51	258.86	438.81

数据来源：wind、国信证券经济研究所

进出口公司

进出口公司主营业务为医药进出口业务，先后与先灵葆雅、百时美-施贵宝、强生和拜耳等国际一流医药化工企业建立了长期稳固的合作关系，在拓展进出口外贸业务渠道，扩大上药集团产品在国际市场占有率，开发欧美、非洲、东南亚市场方面发挥作用。

表 23：进出口公司主要营收指标（单位：万元）

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	18,960.70	38,588.63	40,067.12
利润总额	241.67	260.87	2,205.87
净利润	208.84	231.20	1,934.77

数据来源：wind、国信证券经济研究所

胡庆余堂国药号

胡庆余堂国药号前身由清代著名红顶商人胡雪岩于1874年创办，是中国中医药的著名民族品牌之一。胡庆余堂国药号经营各类中药材、中药饮片、中西成药及保健食品，以销售参茸产品为主。现有连锁门店30多家，销售区域以杭州及周边地区为主，其中门诊部两家，诊所1家，药膳1家。现有省级定点医疗机构1家和省级定点药店1家，市医保定点药店9家。09年开始因贵稀药材涨价等原因，公司营收快速增长，2010H1收入增长49%，净利增长40%。

表 24: 胡庆余堂国药号主要营收指标 (单位: 万元)

	2010年 1-6月	同比增速	2009年 1-6月	2009年	同比增速	2008年	2007年
营业收入	13,777	49.36%	9,224	19,733	36.52%	14,454	11,404
利润总额			2,205			2,133	1,375
净利润			1,661			1,591	904
归属于母公司所有者的净利润	2,305	39.53%	1,652	3,238	104.57%	1,583	904

数据来源: wind、国信证券经济研究所

上海医械股份有限公司

上海医械股份有限公司是医疗器械骨干企业。公司主要研发、生产和销售手术室设备、齿科材料和设备、医用光学诊断设备、康复保健与医用耗材四大门类产品。公司下属六个全资单位和五个控股参股公司。注册有“玉兔”、“鹰”、“上齿”牌等上海市著名商标和“益生”、“上医光”、“SDIF”等知名度高的商标。

中央研究院

中央研究院主要从事创新药物的研究与开发，先后承担和完成和正在承担的国家上海市研究项目二十余项，其核心合作伙伴为中科院上海药物所，已成为日本田边三菱制药株式会社的国际研发战略伙伴之一，并于2008年入选国家新药创制专项的企业创新孵化基地。2010年中央研究院在财政体系拿到补贴在国内企业中排前2位。

上海医创

上海医创成立于2000年，主要从事现代中医药科研和新药开发。现有主要项目为密骨胶囊和复方仙蓉颗粒。1) 密骨胶囊项目为公司成立首批启动的项目之一，于2009年5月获得新药证书。该产品转让给厦门中药厂有限公司，已拿到生产批文，即将投产上市。2) 复方仙蓉颗粒项目为公司与上海中医药大学附属龙华医院合作开发的新药，于2006年11月与胡庆余堂药业公司签订临床批文转让协议。目前处于临床III期研究阶段，预计2010-2011年可拿到新药证书。

表 25: 上海医创主要营收指标 (单位: 万元)

	2009年 1-6月	2008年度	2007年度
营业收入	751.00	-	-
利润总额	540.86	3.65	201.75
净利润	411.02	3.65	201.75

数据来源: wind、国信证券经济研究所

复旦张江

复旦张江成立于 1996 年，主要从事生物医药的创新研究、开发、生产和销售。2002 年，复旦张江在香港创业板上市（8231.HK）。07-09 年公司一直处于亏损。

表 26: 复旦张江主要营收指标 (单位: 万元)

	2009 年 1-6 月	2008 年度	2007 年度
营业收入	2,090.40	3,199.00	2,492.70
利润总额	-983.20	-2,313.00	-2,894.70
净利润	-983.20	-2,419.90	-3,065.60
归属于母公司所有者的净利润	-935.50	-2,340.20	-2,955.00

数据来源: wind、国信证券经济研究所

开始焕发巨大整合潜力

上药集团虽然子公司众多，但主力公司还是比较集中的：

- 2009年贡献利润过1亿的单体企业只有上海罗氏（通过三维参股）、中美施贵宝、信谊药厂、正大青春宝4家；过 6000万的只有常州药业、第一生化、上医股份3家；
- 2010H1贡献利润过5000万（全年有望过1亿）的单体企业增加到6家：上海罗氏（通过三维参股）、中美施贵宝、信谊药厂、正大青春宝、第一生化、上医股份。这6家公司合计对上药贡献了53%的净利润；
- 2010H1贡献利润过3000~5000万（全年有望过6000万）的单体企业增加到4家：常州药业、中西制药、药材公司、广东天普；
- 以上2010H1贡献利润过3000万的10家公司合计对上药贡献了71%的净利润。

从09-10年经营成果可以看到：通过内部机制理顺、挖潜和减少漏出，实现了各个主力公司的加速增长和二线潜力公司的快速增长，这正是上药重组后整体快速发展的来源。

表 27: 上海医药主要利润贡献单体公司 (单位: 百万元)

公司名称	股权比例	2009 年归属母公司 股东净利润	2010H1 归属母 公司股东净利润	09 年对上药净 利贡献	09 年占比	10H1 对上药净 利贡献	10H1 占比
化学制药							
三维制药 (参股 30%上海罗氏)	100%	82	100	82	7%	100	13%
上海罗氏	30%	357	279	107	9%	84	11%
中美施贵宝	30%	347	213	104	9%	64	8%
信谊药厂	100%	101	52	101	9%	52	7%
常州药业	61%	100	58	61	5%	36	5%
中西制药	90%	49	33	44	4%	30	4%
青岛国风	64%	9	19	6	1%	12	2%
中药							
正大青春宝	55%	211	90	116	10%	50	6%
药材公司	100%	45	36	45	4%	36	5%

中华药业	100%	na	25	na	na	25	3%
胡庆余堂药业	51%	15	35	8	1%	18	2%
厦门中药厂	61%	29	13	18	2%	8	1%
生物/生化制药							
第一生化	100%	95	79	95	8%	79	10%
广东天普	40.8%	92	82	38	3%	34	4%
医疗器械							
上海医疗器械	100%	na	15	na	na	15	2%
医药商业							
上医股份	38.7%	222	160	86	8%	62 (估计值)	8%
华氏大药房	100%	10	10	10	1%	10	1%
胡庆余堂国药号	24%	32	23	8	1%	6	1%
10H1 贡献利润超过 5000 万的公司		1057	695	583	52%	407	53%
10H1 贡献利润超过 3000 万的公司		1343	905	771	68%	542	71%
以上子公司合计		1439	1043	820	73%	635	83%
上药总体				1131	100%	766	100%

数据来源：公司公告、国信证券经济研究所

而通过前面对各个主要资产的进一步梳理可更清晰看出，2010新上药内部加速整合开始焕发的巨大潜力，具体体现在：

- 部分主力公司收入增长明显加速，如：常药股份（10上半年增27%，09年增14%）、信谊药厂（10上半年增19%，09年降8%）、第一生化（10上半年增25%，09年增13%）；
- 多家主要公司盈利水平明显提升，体现利润增速>收入增速的效益型增长：信谊药厂（10H1净利润增139%）、第一生化（10H1利润总额增79%）、广东天普（10H1净利润增114%）；
- 多个原来基础相对薄弱的二、三线公司盈利大幅增长：胡庆余堂药业（10H1净利润增265%）、青岛国风（10H1净利润增479%）、中华药业（10H1净利润增65%）；

公司后续的内部整合举措还包括：

- 上药制药工业营销应对新医改的变革：今年3月份新团队组建，公共资源在10个城市建立共享平台。工业实体大部分是全资子公司，按照区域经营、大类经营原则；
- 确立聚焦12家核心子企业，设立由集团管理团队和12家核心子企业董事长或总经理组成的经营委员会，统筹协调重大经营事项；
- 联合集团力量去做学术推广。基本药物部分，各自招标。通过商业分销活动把工业带起来，部分工业重点品种直接交给商业牵头去做，比如天普的凯力康；
- 中央研究院研发体系进一步向市场化导向转型；
- 下半年已启动集团IT建设。
- 大宗中药材集合采购今年启动。10个用量最大的大品种先启动，比如

丹参。今年可能会和安徽亳州政府合作，完成 10 个种植基地建设。

- 09 年抗生素业务收入规模 20 亿元，预计经过整合今年年底可达到注入上市公司的要求。

.....

维持“推荐”评级，上调一年期目标价至 23-25 元

2010 年 3 月我们首次给予重组后的新上药“推荐”评级（参见深度报告：《新上药、新航母、新起航》），从 2010 年上半年经营结果看，新上药内部整合的进度和效果超出预期，我们上调公司 10-12 年盈利预测至 0.70、0.83、0.95 元/股，10-11PE27X、22X，随着公司外延扩张的展开，盈利预测可能还有上调的空间。给与 2010PE32-35X，一年期目标价 23-25 元，维持“推荐”评级。

再次强调 10-11 是新上药重组后的早期发展阶段，内部整合潜力巨大而外延扩展基数最小，可能是投资公司的最佳时期。后续可期待的股价催化剂：集团抗生素资产注入；持续的并购动作（目前只在商业领域，工业领域并购也有望开启）；启动再融资？

表 28: 上海医药分板块收入及预测 (百万元)

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
合计收入	27245	31073	39170	47240	53748
增长率		14.05%	26%	21%	14%
毛利率	19.40%	19.10%	18.4%	18.0%	17.7%
商业收入	20108	23477	30527	37596	43076
存量规模		23477	28527	34096	40076
增长率		16.75%	22%	20%	18%
其中：分销		21757	26326	31065	36346
增长率		16.54%	21%	18%	17%
其中：零售	1439	1719	2201	2641	3116
增长率		19.46%	28%	20%	18%
收购规模		0	2000	3500	3000
商业增长率		16.75%	30%	23%	15%
商业毛利率	9.38%	8.92%	9.00%	9.00%	9.00%
工业收入	6832	7318	8343	9344	10372
生物及生化制药	751	929	1189	1451	1741
增长率		23.79%	28%	22%	20%
化学制药	2483	2812	3318	3849	4350
增长率		13.25%	18%	16%	13%
中药	3215	3111	3328	3528	3740
增长率		-3.25%	7%	6%	6%
医疗器械	383	400	408	416	424
增长率		4.35%	2%	2%	2%
工业增长率		7.12%	14%	12%	11%
工业毛利率	47.76%	50.47%	51.5%	52.0%	52.0%
其他收入	304	278	300	300	300

数据来源：wind 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)					利润表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E		2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	4887	5112	4859	5408	营业收入	31073	39151	47373	54005
应收款项	5601	6972	8826	10061	营业成本	25145	31934	38809	44392
存货净额	3715	4709	6044	7037	营业税金及附加	80	102	123	140
其他流动资产	394	509	616	756	销售费用	2623	3210	3790	4212
流动资产合计	14608	17313	20355	23273	管理费用	1647	1984	2301	2511
固定资产	3960	4254	4352	4438	财务费用	198	213	213	218
无形资产及其他	806	779	752	725	投资收益	963	500	500	500
投资性房地产	1225	1325	1425	1525	资产减值及公允价值变动	(255)	(30)	(30)	(30)
长期股权投资	1487	1687	1887	2087	其他收入	0	0	0	0
资产总计	22084	25357	28770	32047	营业利润	2088	2178	2607	3002
短期借款及交易性金融负债	3332	3332	3332	3332	营业外净收支	58	50	50	50
应付款项	5727	7064	8165	9100	利润总额	2146	2228	2657	3052
其他流动负债	2247	2775	3358	3722	所得税费用	464	468	558	641
流动负债合计	11306	13170	14854	16153	少数股东损益	371	374	446	512
长期借款及应付债券	84	84	84	84	归属于母公司净利润	1311	1386	1653	1898
其他长期负债	280	280	330	380					
长期负债合计	364	364	414	464					
负债合计	11670	13534	15268	16617					
少数股东权益	2155	2454	2811	3221					
股东权益	8260	9369	10691	12210					
负债和股东权益总计	22084	25357	28770	32047					

现金流量表 (百万元)				
	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	1311	1386	1653	1898
资产减值准备	57	(256)	0	0
折旧摊销	93	232	255	275
公允价值变动损失	255	30	30	30
财务费用	198	213	213	218
营运资本变动	456	(953)	(1661)	(1120)
其它	162	555	357	410
经营活动现金流	2334	995	634	1493
资本开支	143	(293)	(356)	(364)
其它投资现金流	(0)	0	0	0
投资活动现金流	621	(493)	(556)	(564)
权益性融资	611	0	0	0
负债净变化	(29)	0	0	0
支付股利、利息	(537)	(277)	(331)	(380)
其它融资现金流	(804)	0	0	0
融资活动现金流	(1325)	(277)	(331)	(380)
现金净变动	1630	225	(253)	550
货币资金的期初余额	3257	4887	5112	4859
货币资金的期末余额	4887	5112	4859	5408
企业自由现金流	2266	504	94	963
权益自由现金流	1433	336	(74)	791

关键财务与估值指标				
	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.66	0.70	0.83	0.95
每股红利	0.27	0.14	0.17	0.19
每股净资产	4.15	4.70	5.37	6.13
ROS	4%	4%	3%	4%
ROE	16%	15%	15%	16%
毛利率	19%	18%	18%	18%
EBIT Margin	5%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	5%	6%	6%	6%
收入增长	14%	26%	21%	14%
净利润增长率	68%	6%	19%	15%
资产负债率	63%	63%	63%	62%
息率	1.4%	0.7%	0.9%	1.0%
P/E	28.3	26.7	22.4	19.5
P/B	4.5	4.0	3.5	3.0
EV/EBITDA	29.2	23.5	20.1	17.7

资料来源: 国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戩 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwxq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn