

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

上海医药 (601607)
推荐

医疗器械与服务

收购事件快评

(维持评级)

2010年11月30日

将收购中信医药，全国网络扩张取得重大突破

证券分析师： 丁丹 0755-82139908

dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：

S0980209080405

证券分析师： 贺平鸽 0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：

S0980207050195

事项：

上海医药公告，为进一步拓展以北京地区为中心的华北地区医药分销网络资源，真正实现上海医药向全国性医药大型企业的转变，成为总部设在上海、拥有全国性分销网络的全产业链大型医药产业集团，公司决定就收购 China Health System Ltd. (实质资产为中信医药) 的 55.45% 的股权事宜与出售方签署投资意向书。

评论：

■ 收购标的：中信医药为北京第三大医药分销商

中信医药主要资产为控股子公司科园信海，主营业务为医药分销，名列 2009 年度中国医药商业企业第 18 位，主要业务集中在北京市场，当地市场占有率排名第三，其中医院纯销业务占 70%，调拨业务占 30%。中信医药 2009 年实现销售收入约 43 亿元、净利润近 1 亿元；根据上海医药预计，该司 2010 年预计实现销售收入超过 60 亿元。主要业务包括：

一、北京地区医院纯销：截至 2009 年，已拥有北京市大中型重点医院客户 400 余家，北京市地区业务客户达到 850 余户。2009 年在医院纯销中合资进口品种与国产品种的销售比为 4.9: 5.1。

二、调拨：2005 年成立商务部开拓调拨业务，从 2005 年的 3 个亿，到 2008 年实现销售 14.4 亿元。(数据来源：公司官网，我们估计为含税值)。

■ 北京医药流通市场：高端市场、群雄逐鹿，收购是最佳突破路径

北京目前约有 240 余家医药商业企业，2008 年北京市医药商业销售总额 448 亿元，同比增长 24.13%，在全国 30 个省市中排在第 3 位。2009 年估计市场规模已经超过 500 亿元。北京地区医药商业的特点包括：

- 北京作为中国的首都，医疗资源丰富，尤其高端医院数量多，在药品消费量和消费水平方面居全国各省市前列；
- 北京市常住人口数量较大并持续增长，由 1978 年的 871.5 万增长到 2008 年的 1,695 万，并预计在 2020 前后，常住人口将达到 2,000 万的水平。人口的不断增长带动药品消费持续增长；
- 政府对北京地区医药市场的监管力度较大，市场竞争较为规范；
- 由于首都部委云集，有卫生部属医院、部队医院、七大部委医院、市属医院……等。

快速增长的大市场，医院性质非常多元化，而继承了相应历史政府资源的医药配送企业也较多，特殊的竞争环

境造成没有一家能够像地方各省均有 1-2 家市场份额遥遥领先的分销商, (如上海医药在华东地区、广州市医药公司、一致药业在广东地区都各自获得了遥遥领先的市场份额), 而是形成 3 个不同规模的集团军层面的竞争格局 (见下表 1)。对上药而言, 在北京市场新建分销点来开拓业务比较困难, 要在这一市场获得快速突破最佳路径就是收购。

表 1: 北京地区医药分销企业主要竞争格局

层级	企业	销售规模	简况
第一集团	北医股份、国药控股 (国药股份+国控北京)	60 亿以上	继承原国有企业的资源优势, 市场优势地位突出、稳固。
第二集团	科园信海、普仁鸿、嘉事堂药业、北京九州通等 5-8 家	10 亿-40 亿	多数企业也有较强的政府资源, 或者在上游产品供应和下游客户资源等方面各有所长。
第三集团	其他 200 多家中小医药商业企业	多为几千万-5 亿	大部分无明显竞争优势, 将在未来竞争中逐步淘汰或被大型企业并购。

如完成收购, 上海医药在北京 (科园+爱心伟业) 合计销售规模亦超过 60 亿, 和北医、国控将形成 3 足鼎力的新竞争格局

数据来源: 国信证券经济研究所。注: 本表销售规模包含纯销调拨零售各种业态。

■ 历史性突破意义重大, 真正形成全国性网络

上海医药的医药分销业务规模 09 年达 235 亿元, 重组后的新上药 2010 年前 3 季度分销规模 217 亿元, 同比增长 21.4%, 排名全国第二、华东地区第一。重组后的新上药确立了以长三角为核心的华东地区、珠三角为核心的华南地区及以环渤海为核心的华北地区为三大重点优先发展的医药分销业务全国发展战略。10 年以来新上药很快迈出了全国扩张的实质性步伐: 收购广州第三大分销商中山医、重组福建医药公司等。

和前两次几亿~十几亿规模的“小试牛刀”相比, 此次收购中信科园的计划可谓“大手笔”——

1) 科园是北京地区第三大分销商, 分销规模预计 2010 年即有望超过 60 亿, 相对 09 年上药自身销售规模有 26% 的增量。中信科园与公司刚刚收购完成的北京上药爱心伟业医药有限公司 (几个亿规模), 将成为公司在北方地区的重点分销网络平台, 稳占北京地区前三名。

2) 上海医药通过收购中信科园将取得在北方地区的重要医药分销网络平台, 以进一步向天津、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, 从而基本实现上海医药以华东、华南、华北为重点区域的全国性医药分销网络格局。该三大市场容量占全国医药消费市场的比例超过一半。

3) 北京是上海医药全国发展战略的核心地区之一。若本次收购成功, 上海医药将实现在华北地区尤其是北京市场的历史性战略突破, 大幅提升上药在全国医药流通的市场份额, 并可基本确立上海医药的全国战略架构。

此次收购如能顺利完成, 则新上药才是彻底的形成了全国性的分销网络平台布局, 彻底走出华东, 走向全国。

■ 超常规发展显示管理层进取心和执行力, 提升估值水平, 维持“推荐”评级

此次收购如完成, 除了增厚业绩, 对公司股价的刺激意义则在于:

一、切实的从区域公司转变为全国网络公司, 超常规发展指日可待;

二、市场之前一直对上海市国资委主导下的国企重组之进度和程度抱有疑虑, 此次收购进度和手笔都超出市场预期, 显示了新上药管理层的果敢执行力和全面提升公司市场定位的坚定决心。

上述转变有望提升公司一直胶着在 25~30XPE 的估值水平。我们提升公司第一目标估值水平至 11PE 至 35X，估计 2011 年公司净利润 18-20 亿元，6 个月目标市值 700 亿元。公司明年 6 月前完成在香港的 IPO，届时将增大股本，但具体方案未出，粗略按发行后 26 亿股本计，合理股价区间有望达 27 元以上。维持“推荐”评级，是着眼于 2011 年的良好配置型品种。

附录：上海医药重组及资本运作进程

- 2009.10.16 公布重组方案；
- 2009.11.04 获得上海市国资委批复；
- 2009.12.28 获得中国证监会并购重组委员会审核通过；
- 2010.02.02 获得中国证监会核准；
- 2010.02.09 非公开发行股票购买资产相关资产过户完成；
- 2010.02.23 换股吸收合并完成；
- 2010.03.03 变更代码为 601607；
- 2010.03.09 新上海医药复牌；
- 2010.09.09 启动赴港上市。

请参考我们今年以来对上海医药的两份深度报告：

《新上药、新航母、新起航》20100309

《焕发巨大整合潜力》20100813

表1: 重组后动态预测数据 (2008-2010年) 显示中国联通、中国电信处于较低的价格水平

股票名称	081020	P/B (X)		EPS (人民币)			P/E (X)			投资评级	
	收盘价	2008E	2007	2008E	2009E	2010E	2007	2008E	2009E		2010E
中国联通 A	5.22	1.55	0.307	0.326	0.336	0.355	17.03	16.02	15.52	14.72	推荐
中国联通	10.74	1.04	0.813	0.864	0.892	0.940	11.63	10.94	10.60	10.05	推荐
中国电信	2.86	0.86	0.309	0.312	0.281	0.309	8.14	8.06	8.95	8.16	谨慎推荐
中国移动	71.10	2.86	4.280	5.786	6.684	7.587	14.62	10.81	9.36	8.25	中性
行业平均		1.58					12.85	11.46	11.11	10.29	

资料来源: 国信证券经济研究所, P/B、P/E 都按港币与人民币汇率 1: 0.88 进行了调整

表2: Sep-08 新增用户: 移动电话用户保持高增长, 固网本地电话用户继续减少, 宽带用户增长提速

新增用户 (万户)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	552.6	559.6	558.6	610.3	660.3	651.7	655.6	704.4	797.1	778.3	741.1	749.1	755.0	710.5	717.5	724.6
中国联通 G 网	113.3	110.9	107.7	116.6	113.2	109.5	103.5	112.5	121.2	132.4	120.9	109.1	107.4	95.2	90.9	126.6
中国电信 C 网	40.4	34.6	34.8	35.4	35.8	30.2	32.7	30.3	27.8	30.1	28.9	5.5	1.6	-41.3	-39.8	-62.6
中国联通本地电话	7.8	-6.0	-26.8	-27.0	-37.0	-76.1	-252.9	-76.4	-45.0	-50.4	-36.2	-38.9	16.0	-30.2	-40.7	-47.2
中国电信本地电话	21.0	6.0	-38.0	-73.0	-88.0	-75.0	-148.0	-122.0	-102.0	-92.0	-88.0	-82.0	-58.0	-60.0	-69.0	-63.0
中国联通宽带	31.9	42.6	48.0	33.4	46.2	48.2	46.1	76.3	51.1	61.4	46.2	52.7	71.0	62.5	27.2	60.7
中国电信宽带	57.0	61.0	54.0	55.0	55.0	61.0	60.0	62.0	71.0	73.0	65.0	70.0	89.0	81.0	69.0	73.0
新增用户市场份额 (%)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	78.2%	79.4%	79.7%	80.1%	81.6%	82.3%	82.8%	83.1%	84.3%	82.7%	83.2%	86.7%	87.4%	92.9%	93.4%	91.9%
中国联通 G 网	16.0%	15.7%	15.4%	15.3%	14.0%	13.8%	13.1%	13.3%	12.8%	14.1%	13.6%	12.6%	12.4%	12.5%	11.8%	16.1%
中国电信 C 网	5.7%	4.9%	5.0%	4.6%	4.4%	3.8%	4.1%	3.6%	2.9%	3.2%	3.2%	0.6%	0.2%	-5.4%	-5.2%	-7.9%

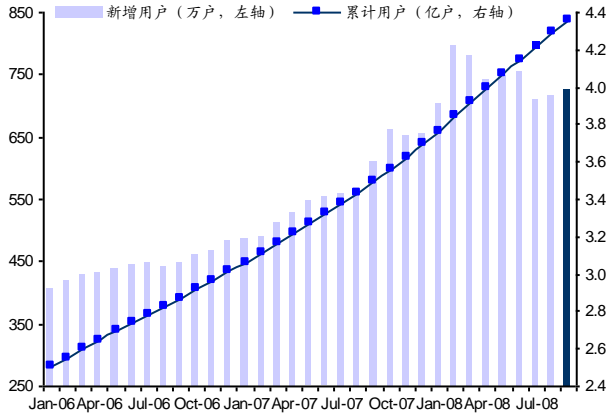
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

表3: Sep-08 累计用户: 中国移动利用重组间隙, 累计用户市场份额继续上升, 升至 71.7%

累计用户 (万户)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	33238	33797	34356	34966	35627	36278	36934	37638	38435	39214	39955	40704	41459	42169	42887	43612
中国联通 G 网	11257	11368	11476	11592	11705	11815	12056	12169	12290	12423	12543	12653	12760	12855	12946	13073
中国电信 C 网	3906	3941	3976	4011	4047	4077	4193	4223	4251	4281	4310	4315	4317	4276	4236	4173
中国联通本地电话	11508	11502	11475	11448	11411	11335	11082	11006	10961	10910	10874	10835	10851	10821	10780	10733
中国电信本地电话	22449	22455	22417	22344	22256	22181	22033	21911	21809	21717	21629	21547	21489	21429	21360	21297
中国联通宽带	1712	1755	1803	1836	1883	1931	1977	2053	2104	2166	2212	2265	2336	2398	2425	2486
中国电信宽带	3219	3280	3334	3389	3444	3505	3565	3627	3698	3771	3836	3906	3995	4076	4145	4218
累计用户市场份额 (%)	Jun-07	Jul-07	Aug-07	Sep-07	Oct-07	Nov-07	Dec-07	Jan-08	Feb-08	Mar-08	Apr-08	May-08	Jun-08	Jul-08	Aug-08	Sep-08
中国移动	68.7%	68.8%	69.0%	69.1%	69.3%	69.5%	69.7%	69.7%	69.9%	70.1%	70.3%	70.6%	70.8%	71.1%	71.4%	71.7%
中国联通 G 网	23.3%	23.1%	23.0%	22.9%	22.8%	22.6%	22.8%	22.5%	22.4%	22.2%	22.1%	21.9%	21.8%	21.7%	21.6%	21.5%
中国电信 C 网	8.1%	8.0%	8.0%	7.9%	7.9%	7.8%	7.9%	7.8%	7.7%	7.7%	7.6%	7.5%	7.4%	7.2%	7.1%	6.9%

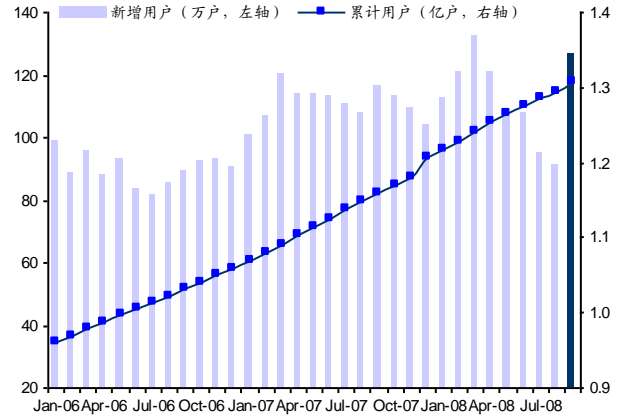
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 1: Sep-08 中国移动新增用户稳定增长, 725 万户



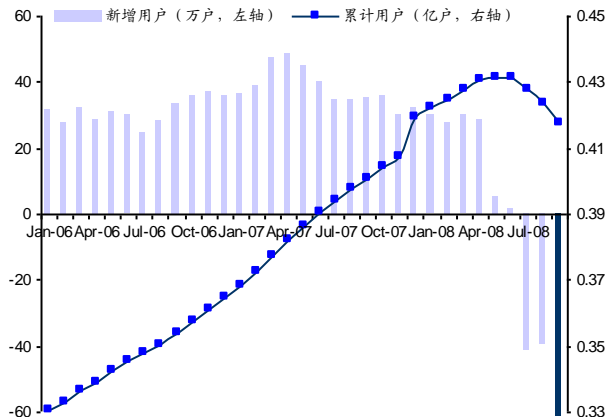
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 2: Sep-08 中国联通新增用户回升, 127 万户



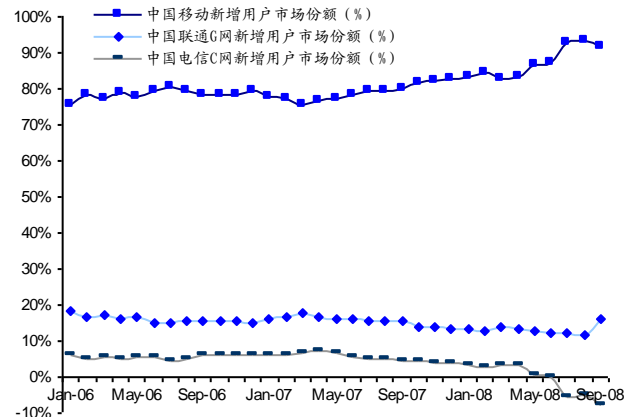
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 3: Sep-08 中国电信新增用户大幅下降, -63 万户



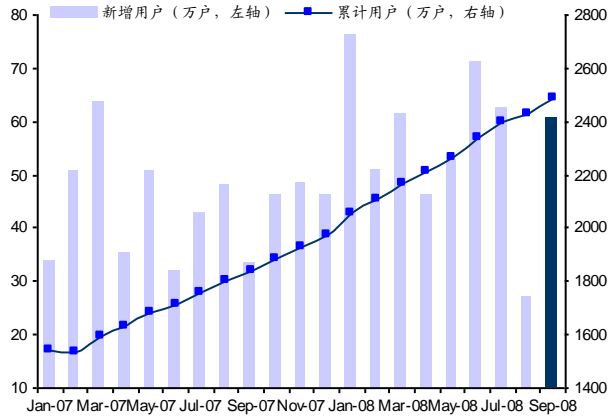
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 4: Sep-08 中国移动新增用户市场份额微降至 91.9%



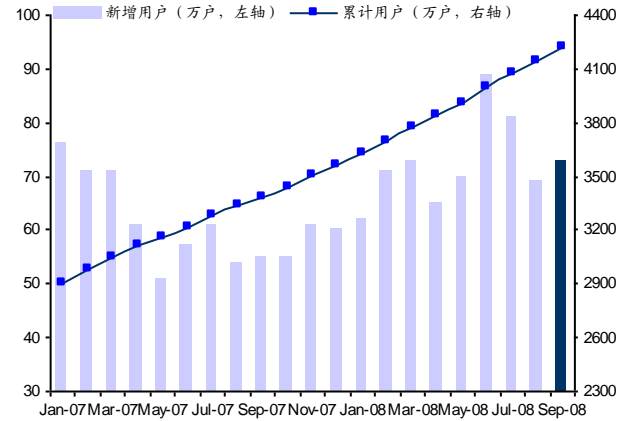
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 5: Sep-08 联通宽带新增用户恢复高增长, 61 万户



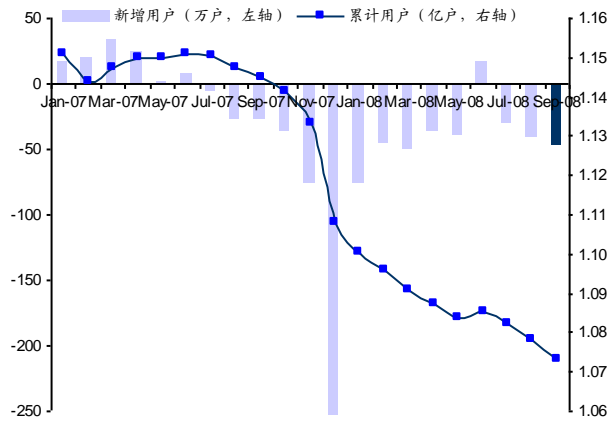
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 6: Sep-08 电信宽带新增用户保持高增增, 73 万户



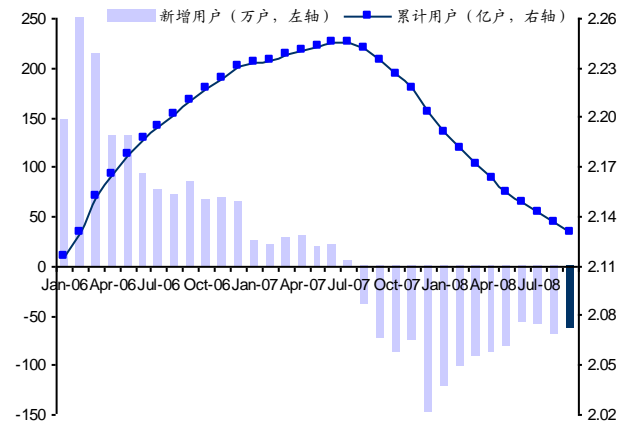
资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 7: Sep-08 联通本地电话用户继续减少, -47 万户



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

图 8: Sep-08 电信本地用户继续减少, -63 万户



资料来源: 公司数据, 国信证券经济研究所

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

分析师承诺:

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。

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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。