

中国医药（600056）：商业扩张顺利，出口受到影响 增持（维持）

医药行业/医药流通 2009年3月13日

周浩 021-58824282-889 zhouh@txsec.com

事件描述：

2009年3月12日，我们对中国医药进行了实地调研，与公司高管就公司的历史，目前经营情况、未来发展规划进行了交流和沟通，并实地参观了公司经营场地等。

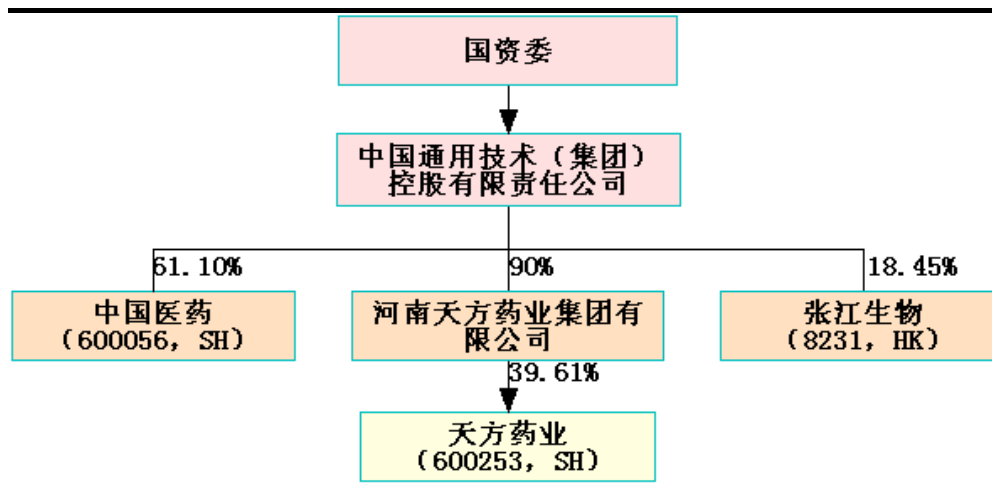
评论：

- 1、公司基本情况：转型医药企业顺利，商业外延扩张可期待。**公司的前身是中技贸易股份有限公司，中技贸易股份有限公司于2007年12月20日正式更名为中国医药保健品股份有限公司，这标志着公司从传统的技术贸易型进出口公司转型为医药贸易和医药制造业公司。公司及通用美康下辖四个事业部：（1）天然药物事业部，主要经营天然中药材出口业务；（2）医药化工事业部，主要经营传统进出口贸易业务以及药品国内分销和直销业务；（3）医疗器械事业部，主要经营进口医疗器械分销业务；（4）贸易发展事业部，主要经营医药商品以外的产品贸易和营销。并且公司还控股海南三洋、美康百泰和华立九州。公司07年药品药材收入占到总收入的41%，药品药材的毛利占比达到60%，药品药材已经成为公司收入及毛利的最大来源。
- 2、收购华立九州，完善分销体系，商业资产并购起步。**北京华立九州由重庆华立和浙江华立出资设立，重庆华立持有88.24%的股权，浙江华立持有11.76%的股权，并且重庆华立和浙江华立均为华立产业集团公司控股。华立九州注册资本8500万元，在北京、广州等地具备一定的销售网络，其本身是一个控股公司，控股三家公司：（1）北京华立永正医药有限公司。华立九州持有北京华立永正85%股权，华立永正销售市场主要集中在北京。（2）广东华立万特医药有限公司。华立九州持有北京华立永正70%股权，但公司实际收购19%的股权。华立万特主要业务是批发，约占总收入的97%。（3）湖北华立正源医药有限公司。华立九州持有北京华立永正55%股权。公司暂不将华立正源纳入合并范围。公司董事会在3月11日通过了该收购议案，收购价格为8000万元，预计未来每年给公司带来10亿元的销售收入和500万元的净利润。我们认为收购华立九州后，公司能够迅速在北京、广州等一线重点用药城市建立起基本覆盖当地全部三级医院的药品分销网络体系，这对公司迅速布局国内药品市场具有重要的战略意义。
- 3、金融危机影响逐渐显现，天然药物出口减速。**金融危机影响公司出口主要通过以下两个渠道：第一，金融危机导致的整体市场需求的减少；第二，国外客户由于担心中小公司信誉问题而偏好和大公司做生意而产生的转移效应，使得公司反而出口更多。我们认为在08年整体市场的萎缩可能并不明显，或者是转移效应在一定程度上抵消了整体市场萎缩的影响，从而使得公司在天然药物出口业务方面受到的影响不大，甚至还略有增长。但是到09年前两个月的情况来看，公司天然药物出口情况同比有所下滑。我们认为这可能是由于金融危机导致的需求减少超过了前述的转移效应。



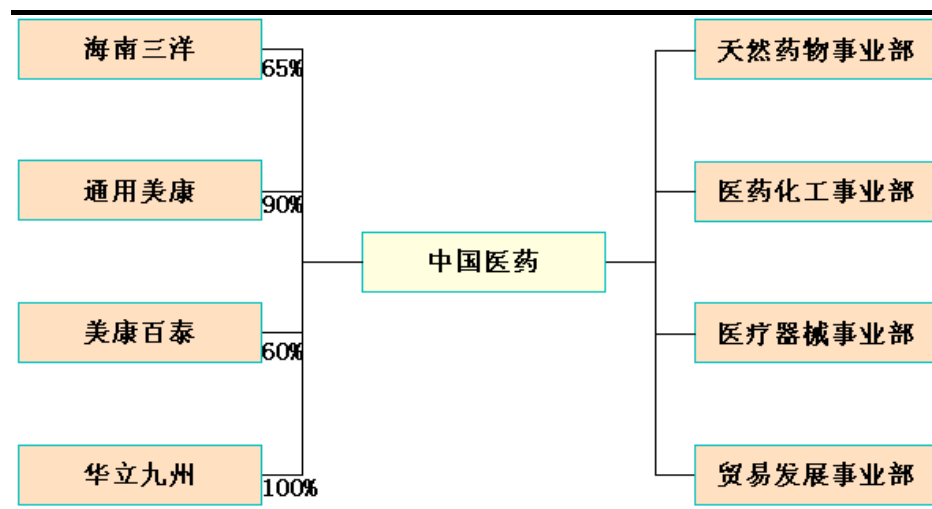
- 4、**海南三洋系公司08年利润增长的主要来源。**海南三洋07年有注射用头孢唑肟钠、注射用哌拉西林钠他唑巴坦钠、注射用甲磺酸培氟沙星、头孢替唑钠等品种上市，使得其在08年收入增长较快。在新医改的背景下，尤其在以省为单位集中采购的行政性命令下，公司未来销售可能继续增长，扩大市场占有率。在营销方式方面，公司采用将药品底价卖给经销商，充分调动经销商的积极性，这种灵活的销售方式也是公司业绩增长的保证之一。
- 5、**投资收益拖累08年业绩，但或将支撑09年业绩。**公司07年获得证券投资收益约9594万，并且通过减持联通母公司获得收益9520万元。在08年，公司的证券投资收益可能为0，甚至为负，而减持联通母公司股权获得收益仅5971万元。即08年将投资收益减少带来的净利润同比减少约8328万元，减少EPS0.348元。但是公司目前仍然持有联通母公司股权1.57亿股，据我们了解，公司持有的联通母公司的股权份额最后可能都会被联通母公司全部收回。另外据08年中报显示公司还持有招商证券股份有限公司656万股。因此我们认为公司在09年主业可能受到金融危机冲击时，可能会减持部分金融资产来进行利润管理，从而给予09年业绩一定支撑。
- 6、**盈利预测与投资评级。**我们认为公司未来作为通用技术集团的医药商业资产的平台未来还将发挥更大作用，未来一段时间内公司的看点还包括公司继续外延性扩张的事件。在09年和2010年不考虑华立九州并表影响情况下，我们预计公司08-10年每股收益为0.68元、0.71元和0.80元，按2009年3月13日股价11.63元计算，对应的动态市盈率为17倍、16倍和15倍。另外在不考虑投资收益的情况下，我们预计公司08-10年每股收益为0.49元、0.43元和0.48元，按2009年3月13日股价11.63元计算，对应的动态市盈率为24倍、27倍和24倍，维持“增持”评级。
- 7、**风险提示。**(1) 天然药物出口面临的国外需求下降的风险。(2) 别的制药公司进入并挤占海南三洋仿制药市场份额的风险。(3) 大盘系统性风险。
- 8、**未来看点：商业扩张是公司发展的必由之路。**首先，从行业的角度来看，集中度提高大势所趋。根据美国的历史经验、国内产业政策和上下游对医药商业行业的挤压，我们认为行业集中度提高是大势所趋。短期来看，由于以省为单位的集中采购的行政性命令实施将促使区域内行业集中度加速提高。其次，从公司控股股东通用技术的层面来看，医药是控股股东通用技术确定的四大主业之一。“先进制造业”、“贸易与工程承包”、“医药”和“研发设计咨询”是通用技术确定的四大产业，医药赫然在列。联系到08年通用技术收购天方药业，我们认为集团有做大做强医药的决心和信心。并且54家骨干央企中，仅有通用技术和华润涉足医药，未来央企若是要整合到30-50家，很可能就是以这54家骨干企业作为蓝本进行整合。最后，金融危机导致其他企业资金链紧张给公司提供收购机会。在金融危机的影响下，09年很多中小流通企业甚至一些负债率较高的大型流通企业可能都会面临资金链紧张的情况。但是公司的现金相当充裕，据08年三季报显示公司有货币资金5.53亿元，可供出售的金融资产3.99亿元，甚至都没有银行贷款。公司充裕的可动用的资金使得公司有能力在经济不景气的情况下收购现金流出问题的公司。行业集中度提高的趋势，公司控股股东的骨干央企地位加上做大做强医药的决心，最后再有公司充裕的可动用的资金，这三点给我们留下了足够的空间去想象公司外延发展之路。

图表 1：公司部分股权结构



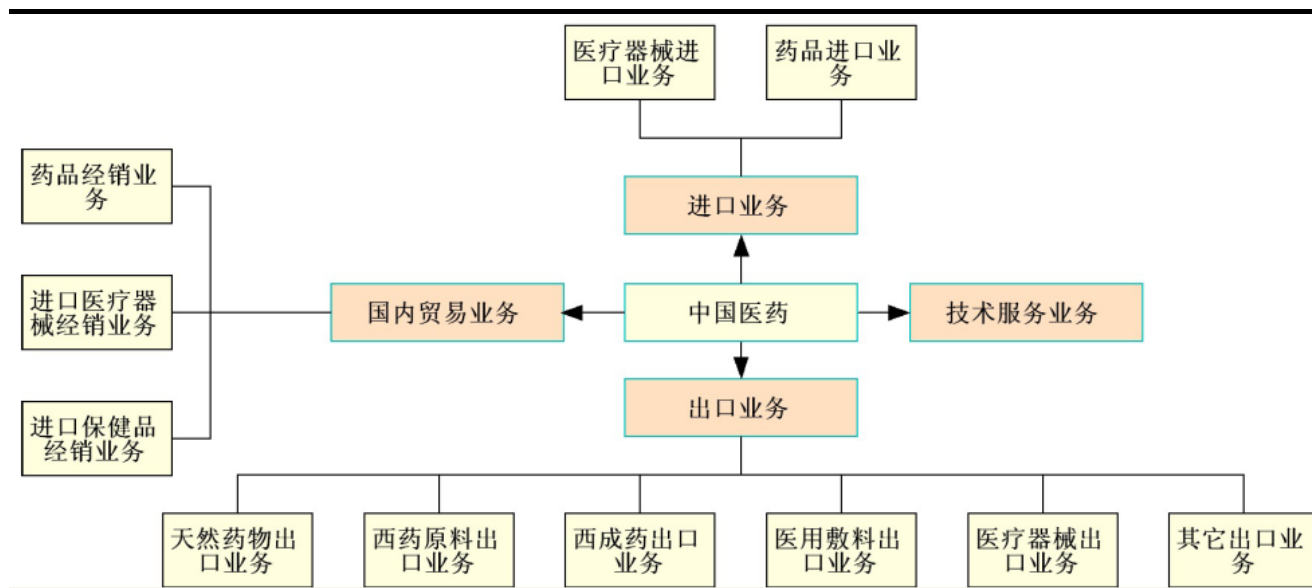
资料来源：公司资料，天相投顾

图表 2：公司主要资产结构



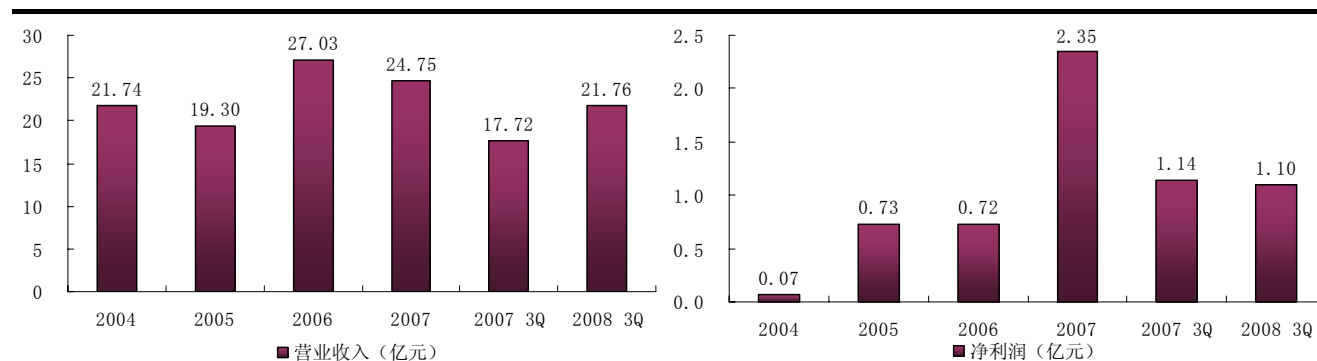
资料来源：公司资料，天相投顾

图表 3：公司主要业务结构



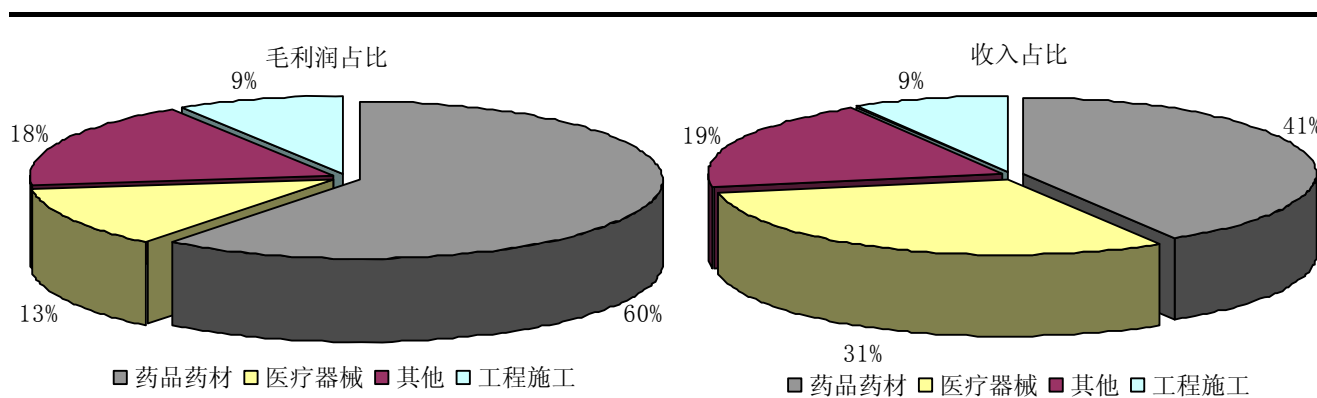
资料来源：公司资料，天相投顾

图表 4：公司营业收入及净利润增长情况



资料来源：公司资料、天相投顾

图表 5：07 年公司收入及毛利占比



资料来源：公司资料、天相投顾

图表 6 分业务盈利预测

1.药品销售						
单位:万元	2005	2006	2007	2008E	2009E	2010E
收入	79457	79593	102285	142304	128074	146004
增长率		0.17%	28.51%	39.13%	-10.00%	14.00%
毛利率(%)	16.60%	16.70%	18.00%	19.25%	19.26%	19.26%
2.医疗器械						
收入	83011	92300	76331	97412	109101	122193
增长率		11.19%	-17.30%	27.62%	12.00%	12.00%
毛利率(%)	4.90%	5.80%	5.10%	4.59%	5.24%	5.24%
3.其他销售						
收入	27498	37313	47743	52933	58226	64049
增长率		35.69%	27.95%	10.87%	10.00%	10.00%
毛利率(%)	6.70%	6.10%	11.30%	10.90%	11.06%	11.06%
4.工程施工						
收入	3001	61118	21075	2802	0	0
增长率		1936.59%	-65.52%	-86.70%		
毛利率(%)	40.80%	4.20%	13.00%	26.00%		
5.总收入						
收入	192967	270324	247434	295451	295401	332246
增长率		40.09%	-8.47%	19.41%	-0.02%	12.47%
毛利率(%)	10.51%	8.68%	12.31%	12.98%	12.47%	12.52%

资料来源：公司资料、天相投顾

图表 7：公司证券投资情况

证券代码	简称	持有数量(股)	初始投资金额	目前账面值
600036	招商银行	16,445,257.00	33,102,098.68	234,016,007.10
40009	华安收益	40,003,200.00	40,000,000.00	42,003,360.00
920001	中金短债	34,557,053.07	30,000,000.00	34,612,344.35
162204	荷银精选	6,000,000.00	29,715,210.96	19,416,000.00
40005	华安宏利	7,000,000.00	18,925,636.11	13,643,000.00
601601	中国太保	130,500.00	3,915,000.00	1,880,505.00
600329	中新药业	91,473.00	424,000.00	1,068,404.64
	合计		156,081,945.80	346,639,621.10

资料来源：公司资料、天相投顾

注：持有数量来源于公司 08 年中报，目前账面价值则采用 2009 年 3 月 13 日价格计算。



图表 8：持有非上市公司股权

持有对象名称	最初投资成本	持有数量（股）	占该公司股权比例（%）
招商证券股份有限公司	9,583,576.86	6,566,987.00	0.2
中国联合通信有限公司	80,000,000.00	156,504,889.54	0.4
合计	89,583,576.86		

资料来源：公司资料、天相投顾

注：持有招商证券的数量来源于公司 08 年中报，持有中国联合通信的数量来源与 08 年 12 月 31 日公告。

图表 9：盈利预测表

报告期间		2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业收入		270,655	247,516	295,451	295,401	332,246
	增长率	40.26%	-8.55%	19.37%	-0.02%	12.47%
减：营业成本		247,155	217,055	257,088	258,576	290,637
	毛利率	8.68%	12.31%	12.98%	12.47%	12.52%
营业税金及附加		238	460	325	379	447
销售费用		7,862	9,160	9,720	9,855	11,281
管理费用		5,826	8,063	8,214	8,265	9,583
财务费用		284	526	1,418	1,418	1,417
	费用率	5.16%	7.17%	6.55%	6.61%	6.71%
投资净收益		3,492	20,476	5,970	8,862	9,967
二、营业利润		11,638	31,792	24,656	25,770	28,849
	增长率	11.48%	173.17%	-22.45%	4.52%	11.95%
	营业利润率	4.30%	12.84%	8.35%	8.72%	8.68%
三、利润总额		11,619	32,219	25,044	26,113	29,287
减：所得税费用		2,481	5,916	5,259	5,484	6,150
四、净利润		9,138	26,303	19,785	20,629	23,137
归属母公司所有者的净利润		7,704	23,485	16,278	16,973	19,036
	增长率	6.14%	204.85%	-30.69%	4.27%	12.15%
少数股东权益		1,434	2,818	3,506	3,656	4,100
EPS(全面摊薄/元)		0.30	0.98	0.68	0.71	0.80
扣除投资收益后归属母公司净利润		5,364	9,767	11,801	10,327	11,561
	增长率		82.07%	20.83%	-12.49%	11.95%
扣除投资收益后EPS		0.22	0.41	0.49	0.43	0.48

资料来源：公司资料、天相投顾



天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街 19 号富凯大厦 B 座 701 室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100032
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 4 层 电话：010-66045566；66045577 传真：010-66045500 邮编：100034
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街 28 号 A 座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路 379 号金穗大厦 12 楼 D 座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦 2808 室 电话：0755-83234800 传真：0755-82722762 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路 28 号舜花园小区朝 3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250014