

增 持 首次

中国医药（600056）

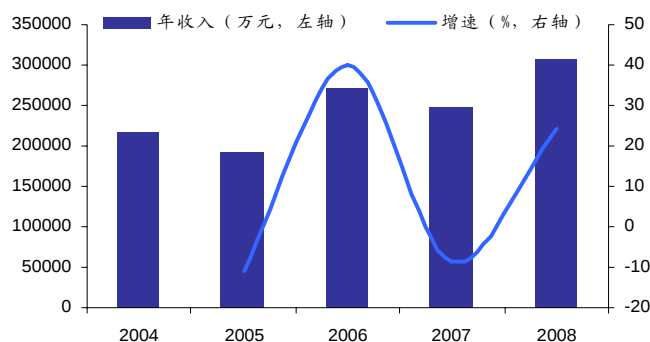
2009 年 03 月 31 日

未来的医药保健品供应链综合服务商

医药行业分析师：周睿
zhou@htsec.com
021-23219416

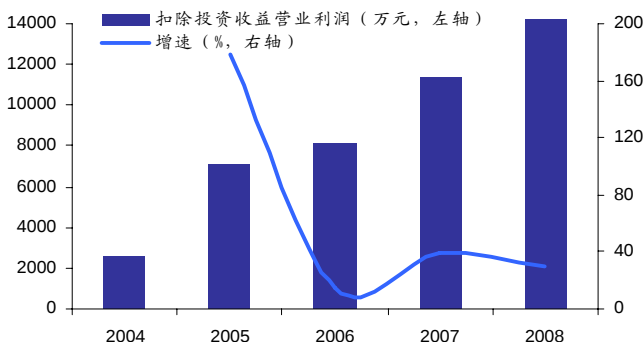
2008 年公司净利润同比下滑 30.61%。公司实现营业收入 30.79 亿元，同比增长 24.40%；受金融危机和证券市场低迷的影响，实现营业利润 2.53 亿元，同比下滑 20.31%，但如果扣除股票减持带来的投资收益后，公司营业利润为 1.46 亿元，比去年同期增加 29.24%；实现归属上市公司股东的净利润 1.63 亿元，同比下滑 30.61%。EPS 为 0.68 元，扣除非经常性损益每股收益 0.37 元。2008 年公司经营性现金流转为负值，每股经营性现金流为-0.40 元。2008 年，公司利润下降的原因主要有三点：（1）公司本年度减持中国联通母公司股权份额较 2007 年减持额少 3549 万元；（2）公司受人民币升值影响，汇兑损失达到 2647 万元；（3）公司短期投资为负增长。公司控股子公司海南通用三洋药业有限公司和北京美康百泰医药科技有限公司都取得了历史上最好的经营业绩，通用美康医药有限公司受金融风暴的影响，业绩出现下滑。

图 1 公司主营业务收入增长情况



资料来源：公司财报，海通证券研究所

图 2 公司营业利润（扣除投资收益）增长情况



资料来源：公司年报，海通证券研究所

公司定位日渐明确。公司前身是以国际贸易为主业，涉足于生产贸易、技术开发、工程承包、金融信息服务等多个领域，公司定位于多功能、综合性、外向型的大型企业，但这种“一业为主、多元化经营”的发展战略缺乏实际的可操作性，企业发展缺乏明显方向。2004 年，大股东中国通用技术集团将中国医药保健品有限公司和海南通用三洋药业注入到上市公司后，公司聚焦于医药产业，围绕医药主业构建集研发、生产、贸易和服务于一体的产业链，准备通过兼并收购来延伸产业链，欲将公司打造成为一家在国内医药产业中具有重要地位、在国际市场具有较强竞争力和品牌影响力的科工贸一体化的大型医药企业集团。公司于 2009 年 3 月通过挂牌交易剥离了非医药的子公司北京中技引玉科技有限公司，并同月以 8000 万价格收购了北京华立九州医药有限公司。目前，公司主要经营业务在三家控股子公司：通用美康医药有限公司、海南通用三洋药业和北京美康百泰医药科技有限公司（各业务的收入和利润占比见图 3、图 4）。

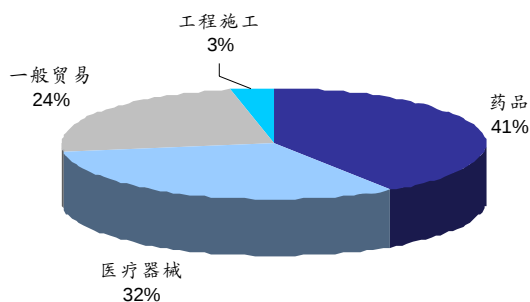
控股公司通用美康医药有限公司是我国医药进出口的龙头企业。公司控股 90% 的通用美康医药有限公司（前身为中国医药保健品有限公司）成立于 1984 年，是由中国化工进出口总公司、中国土畜产进出口总公司中经营医药保健品进出口业务的有关业务部门以及原国家医药管理局的部分人员合并组成的专业外贸企业，通用美康已发展成为中国医药保健品进出口行业中最大的国有外贸企业，在全国外向型医药企业中的进出口排名一直在前 5 名，年进出口贸易额一般在 20 亿人民币左右，核心业务以较为稳定，2008 年在出口受到严重挑战的背景下，公司加大了进口贸易比重，较好的规避了外贸行业经营风险。通用美康下辖天然药物、医药化工、医疗器械和贸易发展四个事业部，在治疗艾滋病药物、大中型专用医疗设备的进口，在中药材、实行配额制的纱布等高利润医药辅料的出口上占有较大的竞争优势：（1）天然药物事业部主要从事中药材出口业务，下游客户资源极其丰富，竞争优势明显，而其业务链较为完整，已全面建立起从天然原料的基地种植、收购加工、质量检验、仓储运输到出口销售的产业链经营格局；（2）医药化工事业部在特色药品进出口上

积累了丰富的客户，在抗艾滋病药品进口业务上继续保持领先的市场份额，并积极推动向药品国内分销和直销业务的转型；（3）医疗器械事业部建有综合保税库和物流平台，上游客户有GE、东芝、日立等国际知名医疗器械厂商，能够为国内总代理商和经销商提供进口、物流、仓储、分拨和结算等环节的优质服务，是医疗器械进口分销业务领域的龙头企业之一；（4）医疗器械事业部以轻纺、日化 and 医疗产品出口为主，在古巴市场形成了较强的竞争优势，并在拉美、中亚、中东的新市场开发也取得了较大进展，并以投标业务和分销业务为基础将业务范围拓展到木材、矿产和化工原料等大宗商品的贸易业务。通用美康全年实现营业收入超过26亿元，净利润为4615.42万元，同比下滑27.43%。

海南通用三洋药业在抗生素行业占一席之地。通用三洋公司是专业致力于半合成抗生素及其酶抑制剂系列产品等科研生产为一体的高新技术企业。拥有冻干原料及青霉素类粉针剂、胶囊剂、颗粒剂等多种剂型生产线，该公司目前的主导产品为半合成抗生素及心脑血管、抗癌、减肥、生物基因类药物，现生产 15 种 26 个规格的头孢、青霉素类抗生素，凯斯和凯舒特是全国独家品种。根据 SDFA 南方医药经济研究所的数据，海南通用三洋在国内抗感染药物生产厂家中排名第三，仅次于哈药、大连辉瑞。2007 年，通用三洋实现销售收入过 2 亿元，同比增长约 52%；实现净利润 5210 万元，同比增长约 105%。2008 年，公司实现销售收入 2.6 亿元，实现净利润 6527.77 万元，比去年增长 25.29%。

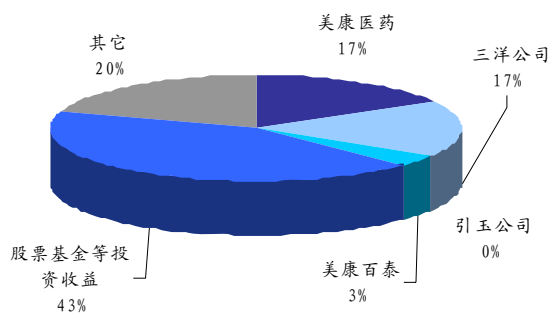
诊断试剂分销和保健品业务尚在培育之中。2007 年公司出资组建了北京美康百泰医药科技有限公司，公司控股 60%，余下股权为自然人，美康百泰主要从事于医疗器械及诊断试剂等医药产品的代理销售业务，公司藉此希望进一步打造一个生化试剂、生化制剂、医疗器械、生物制品方面的国内专业市场营销平台，从而与进口业务形成协同效应。目前美康百泰是美国贝克曼主打产品在中国的总代理，销售网络覆盖了北京、河北、河南等几百家医院终端客户。2007 年美康百泰实现当年投资当年回报，实现净利润 856 万元。公司尚有一块保健品销售业务，主要采取委托海外保健品生产企业加工、使用自有“MEHECO”品牌在国内销售的模式，该业务目前规模还较少，市场主要局限于北京地区。2008 年美康百泰实现销售收入 1.9 亿元，实现净利润 1364 万元，同比增长 59.34%。

图 3 公司主营收入构成



资料来源：公司财报，海通证券研究所

图 4 公司利润总额构成



资料来源：公司年报，海通证券研究所

母公司通用技术集团的医药并购步伐快于上市公司。母公司通用技术集团是国家直属大型央企，它是我国大型招标采购、国际工程承包、技术引进和重大设备进出口企业。自从集团将医药作为支柱产业后，公司加大了在医药行业的兼并收购步伐，参与了三九医药、石家庄制药、华源集团等多家大型医药集团的竞购，但斩获不大。直到 2008 年，才成功收购了天方药业。我们认为，通用技术集团医药并购经验远高于上市公司，之前大家期望的以中国医药做为通用技术集团医药资产的整体上市平台的预期可能需要改变，未来的上市格局可能是中国医药定位在医药商业资产的并购整合，而天方药业定位在医药工业的并购整合，而且通用技术集团对中国医药有关资产并购方面的支持低于预期。

收购华立九州项目是中国医药由外贸型企业向内外贸一体化转型的关键步骤。根据公司的发展规划，通过并购迅速做大做强医药商业，公司准备构建横跨国内外两个市场的营销网络体系，从而奠定公司产业转型的基础，最终实现公司产业转型及传统医药贸易业务向专业化医药保健品供应链综合服务商转型。今年 3 月份公司以 8000 万现金收购了北京华立九州医药有限公司 100% 股权。收购华立九州后：（1）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，这对公司迅速占领国内药品市场具有重要的战略意义；（2）华立九州所具有的医院终端营销网络资源可以与公司所具有的引入国外优秀药品的品种资源、海南通用三洋公司的药品生产平台等资源相衔接，从而形成 1+1>2 的协同发展效应，促进公司主营业务的可持续发展；（3）投资华立九州可以迅速扩大中国医药的经营规模，提升公司在国内医药行业的地位，收购华立九州后，公司可增加主营业务收入近 10 亿元；（4）公司预计该项目能给

公司带来 500 万元的净利润，有利于公司持续发展。我们认为：中国医药收购华立九州项目是公司切入国内医药商业的第一步，不排除公司在下半年还会继续并购其它医药商业企业，加速公司在医药流通领域的跑马圈地。

公司发展趋势分析。（1）公司丰富的世界贸易经验和资源优势可以化解当前世界经济环境的恶化，但企图继续增长的可能性不大，经营性波动可能会加大；（2）海南通用三洋的抗生素业务近几年增速较快，但后续新产品较少，我们认为给予公司未来收入 20% 的增长（行业平均增速）较为合理；（3）公司的并购可能加速，中国医保一直试图突破传统进出口业务，延伸产业链，加大生产加工的业务比重，由传统的代理进出口业务为主转型为以自营产品在国内外医药市场销售为主。为了实现这一战略，公司准备加大购并步伐。一方面，准备收购国内医药流通企业，利用进口品种优势建立国内医院分销渠道；另一方面，收购药品生产企业，可能先从中药生产企业入手，从而和医保公司的天然药物事业部的业务实现协同效应。

盈利预测及投资建议。中国医药的医药进出口业务和抗生素业务在国内处于行业领先地位，但未来出现高增长的可能性不大，公司最大的看点在于外延式扩张，通过兼并收购完善产业链，但投资时点较难把握。从公司历史业绩构成来看，股票减持等投资收益占大部分，如果剔除投资等非经常性收益，我们预测公司 2009、2010 和 2011 年 EPS 分别为 0.45 元、0.55 元和 0.68 元，对应动态市盈率分别是 29 倍、24 倍和 19 倍，估值基本合理，但考虑到公司背靠通用技术集团，正处于外延式扩张阶段，给予“增持”的投资评级。

主要不确定性因素。外贸进出口环境的进一步恶化。

表 1 中国医药利润表预测（万元）

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	247516	307916	456577	549011	661331
主营业务成本	217055	263103	399735	480378	578364
主营业务税金及附加	460	442	753	847	1055
管理费用	8063	7693	10958	13176	15872
营业费用	9160	16566	24199	29098	35051
财务费用	526	2533	2283	2745	3307
资产减值	935	2952	0	0	0
投资收益	20476	10710	0	0	0
营业利润	31792	25335	18651	22767	27682
营业外收支净额	427	-482	0	0	0
利润总额	32219	24853	18651	22767	27682
所得税	5916	5243	3917	4781	5813
净利润	26303	19610	14734	17986	21869
归属于母公司所有者的净利润	23485	16296	10784	13246	16181
少数股东损益	2818	3314	3950	4740	5688
每股收益（元）	0.98	0.68	0.45	0.55	0.68

资料来源：海通证券研究所

信息披露

分析师负责的股票研究范围

周睿：中药及商业流通行业

重点研究上市公司：康缘药业、同仁堂、云南白药、东阿阿胶、天士力、上海医药、南京医药、一致药业、独一味、沃华医药、国药股份。

公司评级、行业评级及相关定义

我们的评级制度要求分析师将其研究范围中的公司或行业进行评级，这些评级代表分析师根据历史基本面及估值对研究对象的投资前景的看法。每一种评级的含义分别为：

公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

中性：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开可获得资料，海通证券研究所力求准确可靠，但对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，据此投资，责任自负。本报告不构成个人投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所授权许可，任何引用、转载以及向第三方传播的行为均可能承担法律责任。