

贸易 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

中国医药

600056

推荐

受益于达菲收储及经销

我们近日调研了中国医药，与董事长、董秘就公司未来发展进行了交流。公司将逐步集医药贸易、医药流通和医药制造的综合性医药集团转型。公司今日公告启动第二批抗病毒药物储备及成为宜昌长江制药相关总经销商。

投资要点：

- **逐步聚焦医药产业。**公司前身中技贸易是主营进出口贸易，兼营工程施工、金融投资的综合性公司。通用集团入主后，将公司定位为医药业务的发展平台，通过资产整合，业务主要为医药进出口及商业流通。
- **由进出口向产业链上下游延伸，打造综合性医药集团。**作为央企通用技术集团旗下的主要医药资产平台，公司未来将在发展医药贸易业务的同时，进入医药流通和医药制造业，通过外延式扩张与内生增长相结合的方式打造综合性医药集团。公司目前主要的业务单元包括子公司通用美康医药、海南通用三洋、美康百泰和新收购的美康九州。通用美康医药的业务主要是中药材出口、抗艾滋病等高端药品进口、大中型医疗器械进口以及部分商品的出口贸易。美康百泰主要从事医疗器械、试剂的进口业务，增长很快。通用三洋主要生产抗生素等普药，凯舒特、凯维特均为独家品种，目前市场销售情况良好。此外，公司今年收购华立九州，并更名为美康九州，进一步介入国内医药流通领域，美康九州主要是以快批和医院纯销为主的流通业务，拥有北京周边及广州市场的高端医院渠道。
- **达菲收储及经销将提升公司业绩。**公司目前是抗病毒药物磷酸奥司他韦（达菲）的中央储备单位。目前工信部及财政部已下达两批订单共 2600 万人份收储任务，要求年内完成。此外，由于甲型流感的持续蔓延，公司与国内两家达菲的授权生产厂家之一的宜昌长江制药签订独家经销协议。我们认为甲流持续时间将至少到明年春季，作为治疗及预防甲流的特效药品，达菲的需求量巨大，公司利润可能明显增厚。未来，达菲将成为防治流感的一线药品，持续提升公司业绩。
- 我们预测公司 09-11 年 EPS 为 1.04、2.87、1.86 元，并将根据甲流疫情发展和达菲销售情况调整盈利预测，公司或将成为下一阶段甲流最受益的品种，给予“推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价：

当前股价： 30.50 元

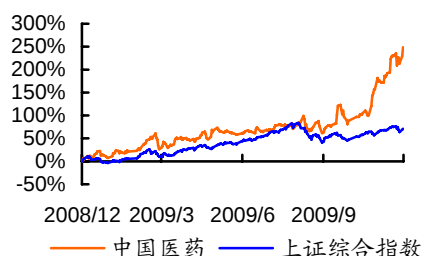
评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	3269.75
总股本(百万)	239
流通股本(百万)	239
流通市值(亿)	73
EPS (TTM)	0.85
每股净资产(元)	4.92
资产负债率	51.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
中国医药	25.36	116.1	117.7
		6	0
上证综合指数	6.28	20.43	20.02



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3079	4813	8585	9060
同比(%)	24%	56%	78%	6%
归属母公司净利润(百万元)	163	248	687	446
同比(%)	-31%	52%	177%	-35%
毛利率(%)	14.6%	10.8%	14.2%	9.9%
ROE(%)	15.4%	19.0%	34.5%	18.3%
每股收益(元)	0.68	1.04	2.87	1.86
P/E	39.70	26.10	9.42	14.51
P/B	6.11	4.95	3.25	2.65
EV/EBITDA	19	15	5	8

盈利预测和敏感性分析

我们对公司的盈利预测分为四个部分：公司现有业务单元的盈利、减持股权的投资收益、达菲的收储及达菲的经销。

- 1、公司现有业务单元的盈利：通用美康医药的中药材出口在今年整体出口下滑的情况下增长较快，我们认为未来随着出口情况逐渐好转持续增长，高端药品及医疗器械的进口将受益于国内医疗水平的提高以及公司商业渠道的拓展，整体维持 30% 的增长水平。美康百泰的诊断分析仪器及试剂销售将受益于中国居民就诊率的不断提高，08 年利润增速 60%，未来有望达到 30%-40% 的增长。海南通用三洋的普药产品目前产销情况良好，我们预计至少能够维持 20%-25% 的行业增长。美康九州 09 年尚在业务整合期，不考虑其利润贡献，10 年开始贡献利润。
- 2、公司截止 3 季度已实现投资收益 7500 万元，目前仍持有 657 万股招商证券、约 1700 万股招商银行及净值约 2 亿元的中国联合通信有限公司股权。预计公司将逐步减持完毕。我们假设公司 09 年实现投资收益 1 亿元，10、11 年分别实现投资收益 1.5 亿元。
- 3、公司是达菲的中央收储单位。目前的订单是 2% 人口即 2600 万人份达菲的储备。在有需要时调拨至各省市，并补足库存。目前各省市的收储标准是人口的 2%，我们预计随着疫情的发展，国家将提高达菲收储比例。但该业务利润由国家决定，我们预计利润率为合理水平，对公司业绩不会产生明显影响。
- 4、宜昌长江药业达菲独家经销。目前罗氏在国内授权上药集团及宜昌长江药业生产达菲，但要求只能供给公立医院。据了解，宜昌长江制药的产能远大于上药集团，因此在满足国家收储后可对公立医院进行市场销售。目前，国家收储的达菲仅用于甲流重症患者，据估计，甲流目前的实际感染人数十分巨大，患者的治疗需求和普通民众的预防需求构成了达菲的市场需求。用于流感治疗的剂量是：从症状开始的两天起，成人和青少年（13 岁以上）每日服用两次，每次 75mg（1 粒），连续使用 5 天。对于流感预防：成人和青少年（13 岁以上）每日服用 75mg，连续服用 7 天，可以得到 6 周的保护，服用的时间越长，累计的剂量越大，得到保护的时间越长。

目前我们并不确定达菲销售的具体利润水平以及可能的销量。我们判断达菲的销售和利润实现主要发生在 10 年，销售规模我们假设为全部人群的 3% 使用一次的剂量，按每人份 10 粒计算。目前，达菲的市场

价格，上海罗氏的为 28.3 元/粒，宜昌长江制药的产品为 21 元/粒。由于达菲的特殊性，我们预计销售费用较一般药品少，保守估计每粒药品利润为 1-2 元。此外，我们认为经过此次甲流疫情，达菲将成为抗流感的一线用药，因此，达菲的独家经销将给公司持续带来利润，但销量会下滑至正常水平。

我们按照不同的达菲销售情况和盈利水平对公司 2010 业绩进行了敏感性分析。

表 1: 中国医药 2010 年业绩对达菲销量及利润的敏感性分析

达菲销售数量（百万粒）						
每粒利润（元）	2.87	130	260	390	650	1300
	0.50	1.65	1.89	2.13	2.62	3.85
	1.00	1.89	2.38	2.87	3.85	6.29
	1.50	2.13	2.87	3.60	5.07	8.74
	2.00	2.38	3.36	4.34	6.29	11.18
	2.50	2.62	3.85	5.07	7.52	13.63

资料来源：中投证券研究所

根据我们的假设，公司 09=11 年 EPS 分别 1.04、2.87、1.86 元，扣除投资收益则为 0.72、2.40、1.39 元。我们将根据甲流疫情发展和达菲销售情况调整我们的盈利预测。公司基本面向好，未来有成为通用技术集团医药资产平台预期，达菲中央收储和独家经销或将使公司成为下一阶段甲流最受益的品种，给予公司“推荐”的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1832	2900	4938	5685	营业收入	3079	4813	8585	9060
现金	465	704	1118	1525	营业成本	2631	4296	7363	8167
应收账款	485	758	1353	1427	营业税金及附加	4	5	9	10
其它应收款	25	40	71	75	营业费用	166	154	215	226
预付账款	121	198	340	377	管理费用	77	77	120	131
存货	733	1197	2052	2276	财务费用	25	-12	-18	-26
其他	2	3	5	5	资产减值损失	30	0	0	0
非流动资产	608	325	323	320	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	54	60	60	60	投资净收益	107	100	150	150
固定资产	103	103	102	99	营业利润	253	393	1045	701
无形资产	71	71	71	71	营业外收入	0	0	0	0
其他	381	90	90	90	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	2441	3225	5261	6005	利润总额	249	393	1045	701
流动负债	1126	1752	3004	3223	所得税	52	98	261	175
短期借款	0	0	0	0	净利润	196	295	784	526
应付账款	354	578	991	1099	少数股东损益	33	47	97	80
其他	773	1174	2014	2124	归属母公司净利润	163	248	687	446
非流动负债	136	0	0	0	EBITDA	294	392	1039	688
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.68	1.04	2.87	1.86
其他	136	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1263	1752	3004	3223	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	119	166	263	343	成长能力				
股本	239	239	239	239	营业收入	24.4%	56.3%	78.4%	5.5%
资本公积	340	340	340	340	营业利润	-20.3%	55.0%	166.1	-32.9%
留存收益	480	727	1414	1860	归属于母公司净利润	-30.6%	52.1%	177.0	-35.1%
归属母公司股东权益	1059	1307	1993	2439	获利能力				
负债和股东权益	2441	3225	5261	6005	毛利率	14.6%	10.8%	14.2%	9.9%
现金流量表					净利率	5.3%	5.2%	8.0%	4.9%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	15.4%	19.0%	34.5%	18.3%
经营活动现金流	-95	-168	256	241	ROIC	73.2%	42.4%	73.8%	43.5%
净利润	196	295	784	526	偿债能力				
折旧摊销	15	11	12	13	资产负债率	51.7%	54.3%	57.1%	53.7%
财务费用	25	-12	-18	-26	净负债比率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
投资损失	-107	-100	-150	-150	流动比率	1.63	1.66	1.64	1.76
营运资金变动	-236	-326	-435	-130	速动比率	0.97	0.97	0.96	1.05
其它	12	-36	63	9	营运能力				
投资活动现金流	29	394	140	140	总资产周转率	1.19	1.70	2.02	1.61
资本支出	25	10	10	10	应收账款周转率	7	7	7	6
长期投资	35	-360	0	0	应付账款周转率	7.07	9.22	9.39	7.82
其他	89	44	150	150	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-122	12	18	26	每股收益(最新摊薄)	0.68	1.04	2.87	1.86
短期借款	0	0	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	-0.40	-0.70	1.07	1.01
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.43	5.46	8.33	10.20
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-442	0	0	0	P/E	39.70	26.10	9.42	14.51
其他	320	12	18	26	P/B	6.11	4.95	3.25	2.65
现金净增加额	-189	238	414	407	EV/EBITDA	19	15	5	8

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434