

湘财证券研究所
医药研究小组

叶侃

Tel:021-68634510-8721

E-Mail:yk2880@xcsc.com

陈国栋

Tel:021-68634510-8710

E-Mail:cgd2854@xcsc.com

朱毅

Tel:021-68634510-8683

E-Mail:zy2831@xcsc.com

当前股价： 27.71 元

评价调整： 首次

基本信息

上证综指 3179.08

总股本 239,198,400

流通股本 239,198,400

EPS(TTM) 0.8545

PE(TTM) 32.43

投资要点：

事件：公司于 12 月 17 日公告，公司控股子公司美康九州医药有限公司（下称美康九州）以自有资金收购华立药业（000607.SZ）所持有的广东美康万特医药有限公司（下称美康万特）51%股权，交易金额为 1300 万元人民币（收购价格已包含股权交割日前未分配利润）。本次股权转让完成后，美康九州对美康万特的持股比例将由原先的 19% 上升至 70%，实现完全控股。

q 股权收购带来新的利润增长点。投资标的的美康万特主营医院纯销业务，在广州二级以上医院具有一定的市场份额，且受基本药物省级集中招标影响较小，市场份额可以保证。根据资产评估预计 2010-2012 年的净利润分别为 204 万元、245 万元、294 万元，四年后净利润保持在 352 万元以上。因此，本次股权收购将为中国医药带来的新的利润增长点。

q 股权收购助公司完善医药产业链。本次股权收购是公司今年 3 月份收购美康九州后再一次收购医药流通企业，弥补公司医药流通领域短板的意图十分明显。未来，美康九州有望被打造成公司的医药流通平台。通过本次收购，中国医药将进一步完善医药全产业链发展的战略，有助于公司整体竞争力的提升。

q 强势股东鼎力支持，并购扩张仍将继续。公司的主要发展方向在于医药进出口贸易和医药流通，相对而言，公司医药流通业务仍显薄弱。考虑到公司大股东通用技术集团作为央企资金雄厚，且支持以中国医药为平台迅速做大做强医药业务，因此我们预计公司在医药流通领域的并购扩张计划在未来还将继续。

q 达菲收储已预期，独家经销是亮点。中国医药受益于抗病毒药物达菲的国储任务，基本在市场预期之内，在股价上已经得到反映。相比较而言，公司近期获得长江药业达菲的独家经销权则更具亮点，未来有望在政府的达菲收购中占据一定的竞争优势。我们预计甲流疫情仍处于上升期，并在春运时期迎来一波高峰，届时达菲的政府采购有望激增并为公司带来不菲的销售利润。

q 盈利预测及投资评级

我们预测中国医药 2009-2011 年 EPS 分别为 0.90 元、1.11 元和 1.35 元，首次给予“买入”的投资评级，目标价 33.19 元。

q 风险提示：人民币大幅升值；资源整合未达到预期效果。

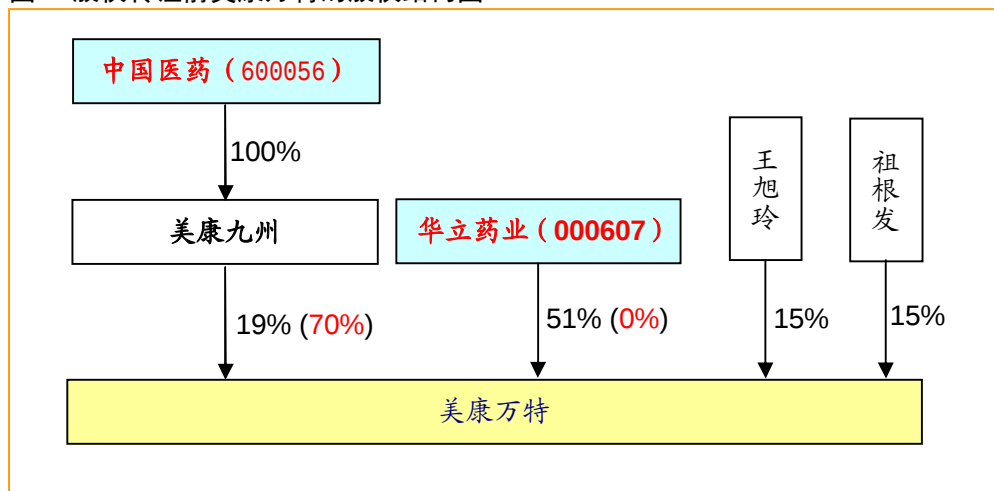
盈利预测

单位：百万	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2475.16	3079.16	4790.47	6359.65	7236.38
营业收入增长率	-8.55%	24.40%	55.58%	32.76%	13.79%
归属母公司净利润	234.85	162.96	216.41	264.66	322.08
净利润增长率	6.14%	204.85%	32.79%	22.30%	21.70%
EPS	0.98	0.68	0.90	1.11	1.35

数据来源：湘财证券研究所预测

股权收购带来新的利润增长点

图 1 股权转让前美康万特的股权结构图



注：括号内为转让后持股比例

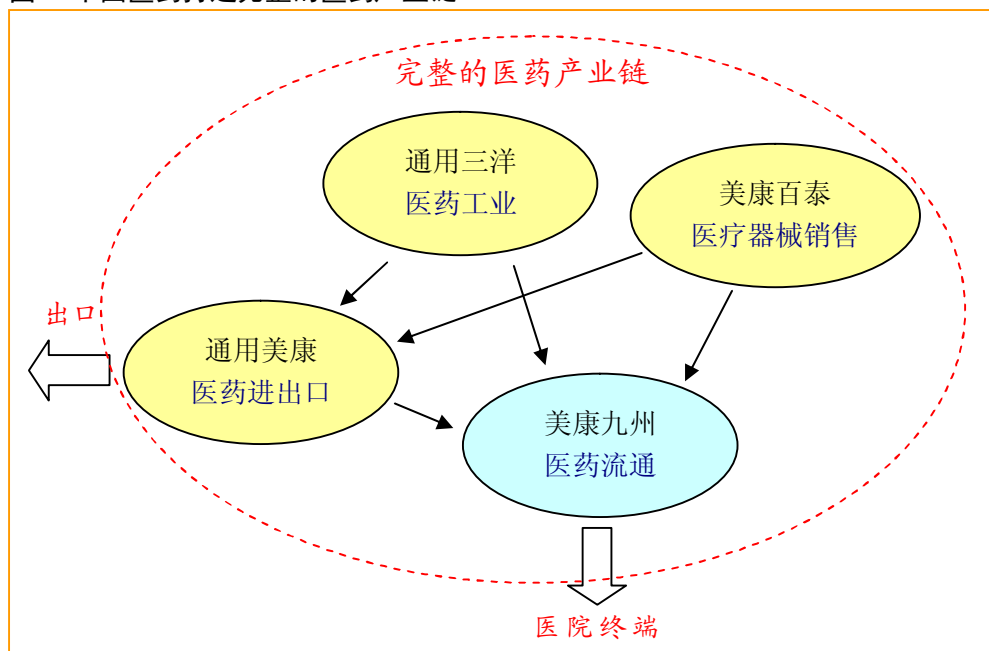
数据来源：Wind，湘财证券研究所

美康万特主营医院纯销业务，在广州二级以上医药具有一定的市场份额，现有三级医院客户 35 家，二级医院客户 41 家。公司以经营血液制品、抗肿瘤药、抗感染药为特色，无需在基本药物省级集中招标中与各个区域医药流通龙头正面交锋，市场份额可以保证。公司今年 1-10 月实现营业收入 2.70 亿元，净利润 132 万元，根据资产评估预计 2010-2012 年的净利润分别为 204 万元、245 万元、294 万元，四年后净利润保持在 352 万元以上。本次收购项目的内部收益率在 10% 以上，投资回报率良好。因此，本次股权收购将为中国医药带来的新的利润增长点。

股权收购助公司完善医药产业链

在今年以前，中国医药旗下拥有通用美康的医药进出口贸易业务、美康百泰的医疗器械销售业务以及通用三洋的医药工业业务，在医药产业链上独缺医药流通业务。本次股权收购是公司今年 3 月份收购美康九州后再一次收购医药流通企业，弥补公司在医药流通领域短板的意图十分明显。未来，美康九州有望被打造成公司的医药流通平台。收购完成后，中国医药将迅速建立基本覆盖广州二级以上医院市场的分销网络，加上美康九州原有在北京周边的医药终端渠道，公司已掌握了一定的医院终端资源，有助于完善公司医药全产业链发展的战略，有助于公司整体竞争力的提升。

图 2 中国医药打造完整的医药产业链

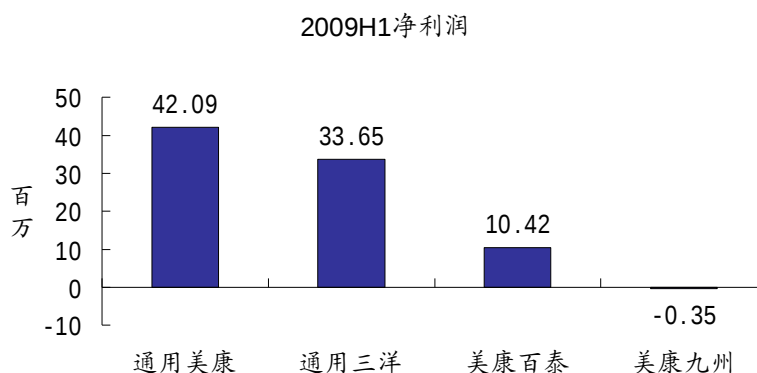


数据来源：湘财证券研究所

强势股东鼎力支持，并购扩张仍将继续。

大股东通用技术集团 2004 年入主中国医药后，将公司定位于医药行业的发展平台。从目前公司的主要发展方向在于医药进出口贸易和医药流通（通用技术集团今年收购的天方药业长于医药工业），相对与拥有漫长历史积淀的进出口贸易业务，公司医药流通业务仍显薄弱（如图 3 所示）。考虑到公司大股东作为央企资金雄厚，且支持以中国医药为平台迅速做大做强医药业务，因此我们预计公司在医药流通领域的并购扩张计划在未来还将继续。

图 3 中国医药旗下子公司 2009 年上半年净利润



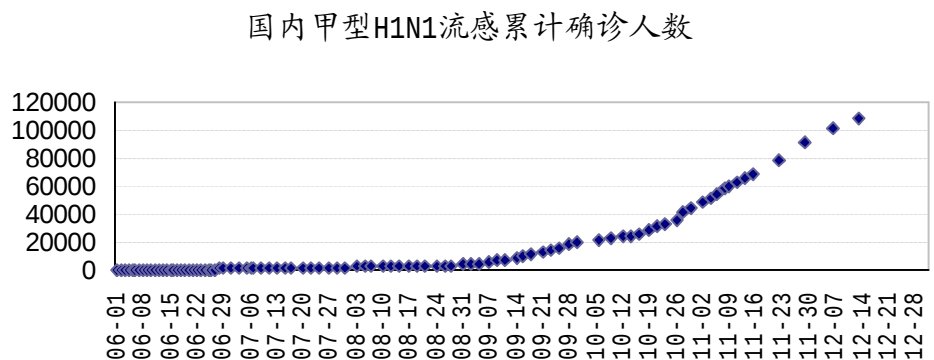
注：美康九州数据为从报表合并日 3 月 13 日至 6 月 30 日

数据来源：Wind，湘财证券研究所

达菲收储已预期，独家经销是亮点

中国医药受益于抗病毒药物达菲的国储任务，基本在市场预期之内，在股价上已经得到反映。相比较而言，公司近期获得长江药业达菲的独家经销权则更具亮点，尽管根据授权协议，长江药业达菲只能通过政府采购途径销售给公立医院，但考虑长江药业达菲相对于原研药厂家罗氏和另一授权仿制药企业上海医药分别具有价格和产量上的优势（罗氏达菲售价在 30 元/粒左右，而长江药业达菲售价仅在 20 元/粒上下），公司仍能在政府的达菲收购中占据一定的竞争优势。我们认为，目前甲流疫情仍处于上升期，考虑到春运时期人口流动性的激增将对甲流的传播产生推动作用，届时感染人数有望达到顶峰，达菲需求激增有望推动大量政府采购并为公司带来不菲的销售利润。

图 4 国内甲型 H1N1 流感累计确诊人数



数据来源：卫生部，湘财证券研究所

盈利预测及投资评级

表 1 盈利预测表

单位：百万	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2475.16	3079.16	4790.47	6359.65	7236.38
营业收入增长率	-8.55%	24.40%	55.58%	32.76%	13.79%
归属母公司净利润	234.85	162.96	216.41	264.66	322.08
净利润增长率	6.14%	204.85%	32.79%	22.30%	21.70%
EPS	0.98	0.68	0.90	1.11	1.35

数据来源：湘财证券研究所预测

我们认为，通过持续的并购扩张，公司在医药流通领域具备了一定的优质资源，有利于公司在医药全产业链的资源优化。而且明年年初甲流疫情的加剧可能成为其股价的催化剂。我们预测中国医药 2009-2011 年 EPS 分别为 0.90 元、1.11 元和 1.35 元，相对于当前股价市盈率分别为 31 倍、25 倍和 21 倍，估值较为合理，首次给予“买入”的投资评级，3-6 个月目标价 33.19 元。

湘财证券投资评级体系

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

市场比较基准为沪深 300 指数。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、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。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权归湘财证券所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。