

张明芳 010-88087423
zhangmf@cmschina.com.cn

徐列海 010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn

2009年9月3日

国药控股赴港IPO开启，提升3家关联公司估值

医药商业跟踪报告

日用消费

医药

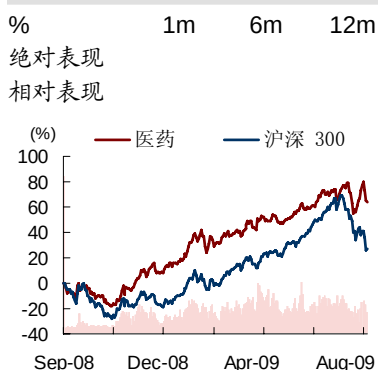
推荐

上证指数 2715

行业规模

		占比%
股票家数(只)	123	7.8
总市值(亿元)	5375	2.8
流通市值(亿元)	4025	4.4

行业指数



相关报告

- 1、医药周报(2009.8.31~9.04)—板块补涨后估值接近合理，寻找个股机会 2009/8/31
- 2、医药周报(2009.08.10-08.14)—短期防御中，我们重点推荐4类医药个股 2009/08/10
- 3、医药周报(2009.08.3-08.7)—09版医保目录调整启动，调入新药和中药饮片是两大亮点 2009/8/3
- 4、医药行业跟踪—两大催化剂推动医药板块配置和投资的时机来临 2009/8/6
- 5、医药周报(2009.7.13-7.17)—板块相对估值和绝对估值均处于低位，把握配置时机 2009/7/13
- 6、医药行业跟踪—PEG历史低位，把握医药板块超配机会 2009/7/9
- 7、医药行业2009年中期投资策略—政策受益、战略转型、立足创新和资产注入四大投资主题 2009/6/26

国控当前是我国最大最强的医药商业企业，已经形成了对上游企业的议价能力、对下游中小分销商和终端资源的相对垄断优势、对进口合资药品的总代理总经销垄断优势，三大独特竞争力确立了公司未来业绩在新医改背景下的高增长态势。赴港 IPO 开启将提升 3 家关联公司(复星医药、一致药业和国药股份)估值水平。

□ 当前，国控是我国最大最强的医药商业企业。公司已经形成了对上游企业的议价能力、对下游中小分销商和终端资源的相对垄断优势、对进口合资药品的总代理总经销垄断优势，三大独特竞争力确立了公司未来业绩在新医改背景下的高增长态势：1、新医改压缩流通环节，我国分销市场将越来越向全国性龙头集中，国控凭借规模和品种优势将获取更大市场份额，08 年已达 11.3%。2、国家不断提高医药商业准入和经营门槛，商业盈亏平衡点上升，并购机遇增多，国控将凭借资金和盈利优势外延收购区域商业龙头。3、国控上市后，物流配送和信息管理平台大大提升，内部整合扭转少数控股子公司亏损和微利，整体盈利能力将显著提高，预计净利润率将从 08 年 1.6%迅速上升到 2.2%。4、我们判断国控上市后将加快从传统业务结构向国际大商业巨头模式转型，利润率较高的增值服务和纯销业务比重将大大提高。

□ 国控上市后，预期后续将外延整合中生集团和上海医工院，股东国药集团将注入中国药材集团和新疆药业(其中：新疆新特药 08 年收入 23.9 亿、利润 1.2 亿元)等优质资产，国控将成为我国最大最强的央企医药上市公司。公司将拥有一致药业、国药股份、天坛生物和现代制药 4 家 A 股上市公司。一致药业和国药股份分别是南部和北部医药资产整合平台。中国生物是我国最大的疫苗和血液制品生产供应商，上海医工院是我国排名前列的研发企业，国控将成为集新药研发、医药工业和商业一体化、产业链最完整的综合性医药巨头。

□ 我们预测国控 09~2011 年“内生增长+外延并购”净利润将复合增长 43%，若 IPO 询价较高，将提升 3 家关联公司(复星医药、一致药业和国药股份)估值水平，其股价将受此催化。复星医药直接分享国控高增长的投资收益。国控北京将按照股改承诺注入到国药股份。

✓ 一致药业：我们预计中国药材集团(08 年实现收入 10.8 亿和利润 3189 万元)等资产将注入到一致药业。公司在广东省二线城市持续扩张，加大纯销，我们预计公司今年 10 月底之前将完成 2~3 个二线城市如湛江和汕头等地区商业龙头的并购，我们看好公司“内生+外延”快速增长，维持“强烈推荐—A”评级。

一、预测国控 09~2011 年净利润将复合增长 43%，若 IPO 询价较高，将提升 3 家关联公司（复星医药、一致药业和国药股份）估值水平，其股价将受此催化

我们预测国控 09~2011 年“内生增长+外延并购”净利润将复合增长 43%，若 IPO 询价较高，将提升 3 家关联公司（复星医药、一致药业和国药股份）估值水平，其股价将受此催化。复星医药直接分享国控高增长的投资收益。预计国控北京将按照股改承诺注入到国药股份。

一致药业：我们预计中国药材集团（08 年实现收入 10.8 亿和利润 3189 万元）等资产将注入到一致药业。公司在广东省二线城市持续扩张，加大纯销，我们预计公司今年 10 月底之前将完成 2~3 个二线城市如湛江和汕头等地区商业龙头的并购，我们看好公司“内生+外延”快速增长，维持“强烈推荐—A”评级。

二、当前，国控是我国最大最强的医药商业企业

公司已经形成了对上游企业的议价能力、对下游中小分销商和终端资源的相对垄断优势、对进口合资药品的总代理总经销垄断优势，三大独特竞争力确立了公司未来业绩在新医改背景下的高增长态势：

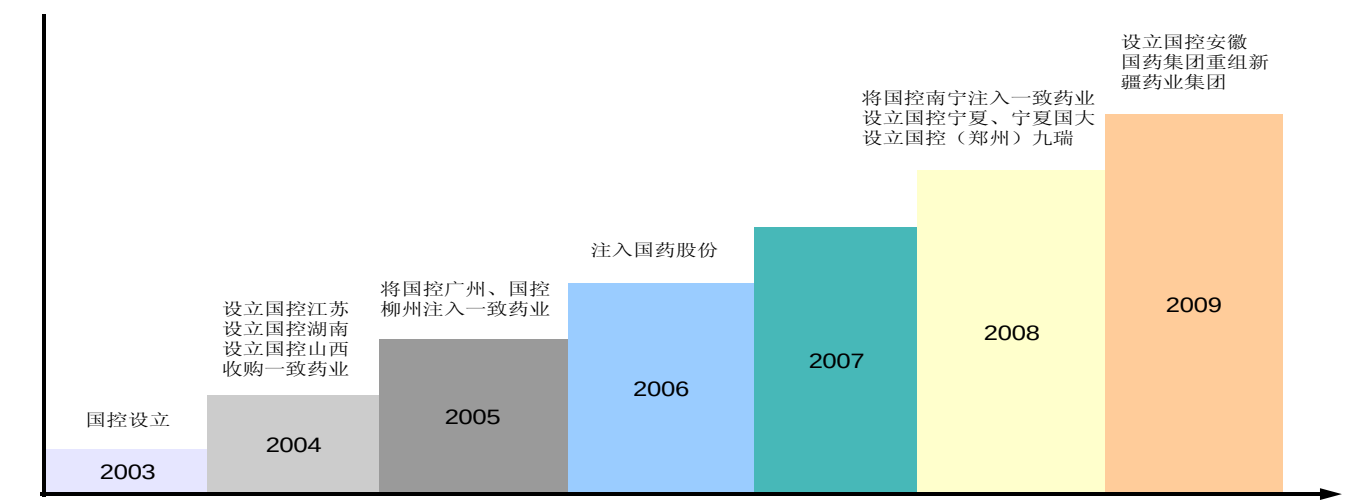
- 1、新医改压缩流通环节，我国分销市场将越来越向全国性龙头集中，国控凭借规模和品种优势将获取更大市场份额，08 年已达 11.3%。
- 2、国家不断提高医药商业准入和经营门槛，商业盈亏平衡点上升，并购机遇增多，国控将凭借资金和盈利优势外延收购区域商业龙头。
- 3、国控上市后，物流配送和信息管理平台大大提升，内部整合扭转少数控股子公司亏损和微利，整体盈利能力将显著提高，预计净利润率将从 08 年 1.6% 迅速上升到 2.2%。
- 4、我们判断国控上市后将加快从传统业务结构向国际大商业巨头模式转型，利润率较高的增值服务和纯销业务比重将大大提高。

1、战略性布局全国，确立全国销售网络优势

国药控股是由中国医药集团与复星医药于 2003 年合资设立的大型医药商业企业，是中国医药集团旗下的医药商业资产整合平台。

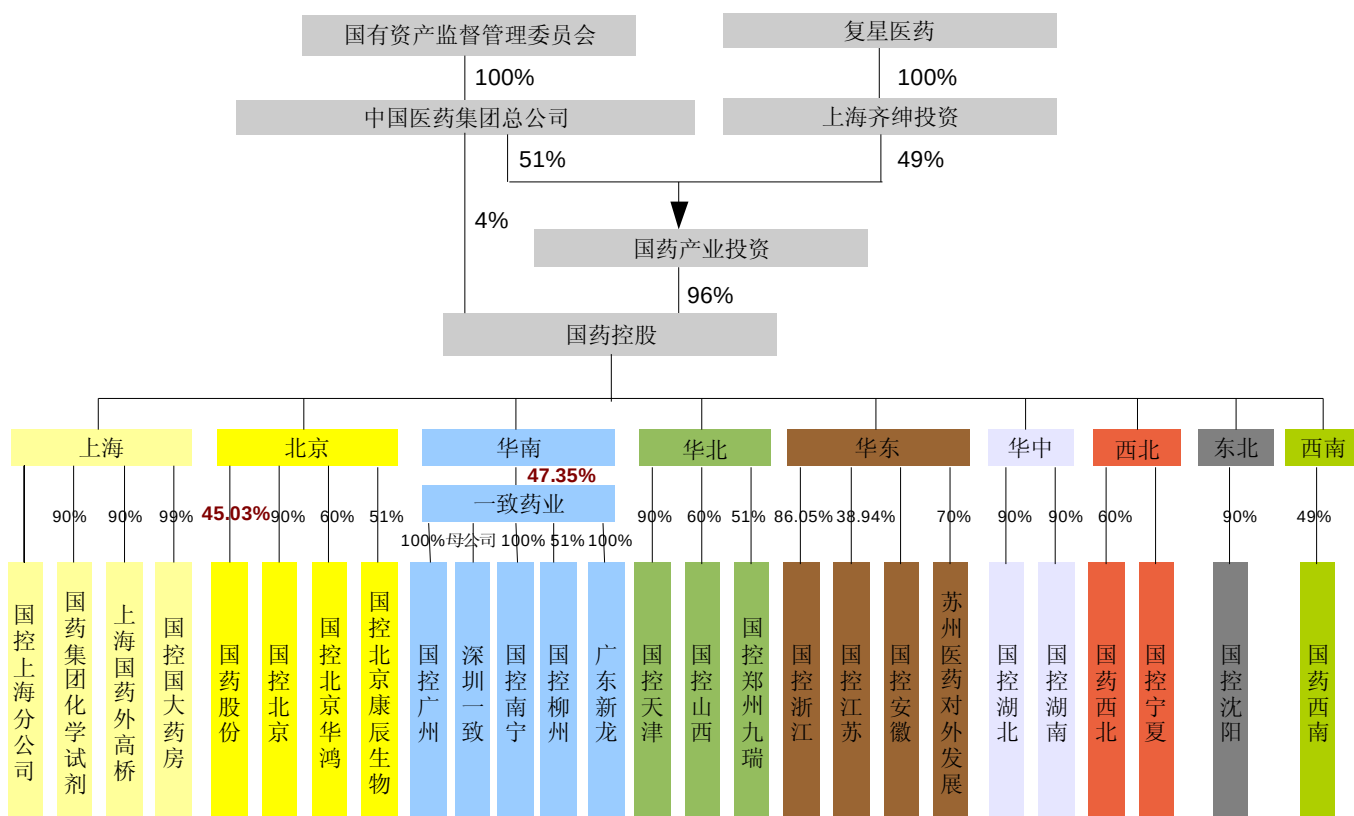
国药控股自成立以来一直进行扩张及内部整合：04 年收购一致药业、重组设立国控江苏、湖南、山西；05 年将国控广州、国控柳州注入一致药业；06 年注入国药股份；08 年设立国控宁夏、宁夏国大，并将国控南宁注入一致药业；09 年设立国控安徽。目前国药控股已基本覆盖全国重要省市。

图 1：国药控股战略布局全国市场



资料来源：招商证券研究（新疆药业集团占据新疆地区 50% 以上的份额，国药控股母公司国药集团 09 年对新疆药业集团进行重组，有望将其注入到国药控股）

图 2：国药控股股权结构图



资料来源：国控网站（截至 09 年 5 月）、招商证券研究（国药控股持有国控北京 90% 股权，另 10% 由国控北京华鸿持有，09 年国控北京华鸿转让其持有的国控北京 10% 股权，该股权或由国药股份竞得；国控国大药房原持有国控湖北新龙 60% 股份，08、09 年先后挂牌转让 25%、35% 股权）

2、“内生增长+外延并购”推动公司高速增长

国药控股 08 年实现收入 381 亿元、净利润 6.1 亿元，同比增长 23%及 61%，净利率高达 1.6%，同比提升了 0.4 个百分点。

表 1：国药控股 04~08 年收入、净利润分别复合增长了 34%、57%

	2004	2005	2006	2007	2008
收入	120	193	238	310	381
YOY	47%	56%	23%	31%	23%
CAGR(2004-2008)	34%				
净利润	1.0	1.3	1.7	3.8	6.1
YOY	54%	29%	33%	119%	61%
CAGR(2004-2008)	57%				
净利率	0.8%	0.7%	0.7%	1.2%	1.6%

资料来源：复星医药历年年报、招商证券研究

07 年国药控股子公司中，商业收入超过 10 亿元的包括国药股份、国控广州（一致药业）、国控上海、国控天津、国控北京、国控沈阳及国控江苏等 7 家。

国药控股主要子公司成长性表现良好：05~07 年，大多数子公司的收入复合增长率和利润复合增长率均高于其所在省市的平均水平，作到当地市场第一位。

05~07 年期间，主要子公司的毛利率逐年提升，费用控制良好，期间费用率趋于下降，带动各公司利润率逐年提升。

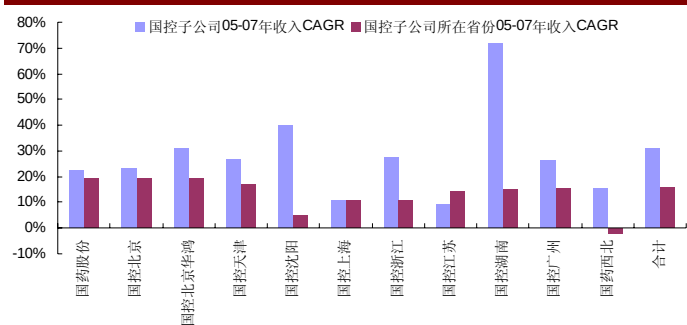
内生增长+外延并购驱动国药控股 04~08 年收入和净利润分别复合增长了 34%、57%，成长性突出；净利润率由 05 年的 0.7%逐年提升至 08 年的 1.6%，随着公司内部整合的加强，预计净利率将较快提升到 2.2%。

表 2：国药控股主要子公司 05~07 年快速增长

	收入（亿元）			收入 YOY			收入 CAGR			利润 YOY			CAGR		
	2005	2006	2007	2006	2007	05-07	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
国药股份	22.8	26.9	34.2	18%	27%	22%	78.2	119.3	181.2	53%	52%	52%	52%	52%	52%
国控广州（一致药业）	30.8	40.7	49.1	32%	21%	26%	34.6	55.3	116.6	60%	111%	84%	84%	84%	84%
国控上海	55.6	57.4	67.8	3%	18%	10%	96.2	123.9	158.3	29%	28%	28%	28%	28%	28%
国控天津	36.2	46.7	58.4	29%	25%	27%	57	65	96.7	14%	49%	30%	30%	30%	30%
国控北京	12.4	15	18.9	21%	26%	23%	17.6	37.4	56.7	113%	52%	79%	79%	79%	79%
国控沈阳	8.8	11.8	17.3	34%	47%	40%	6.4	10.5	25.4	64%	142%	99%	99%	99%	99%
国控江苏	11.1	10.1	13.3	-9%	32%	9%	7.5	6.6	5.3	-12%	-20%	-16%	-16%	-16%	-16%
国控北京华鸿	5.2	6.6	8.9	27%	35%	31%	13	26.5	38.1	104%	44%	71%	71%	71%	71%
国控湖北			6.2						25.1						
国控湖南	1.8	2.7	5.3	50%	96%	72%	4.7	5.6	14	19%	150%	73%	73%	73%	73%
国药化学试剂		3.4	3.9		15%			13	16.3		25%				
国控浙江	2.4	3	3.9	25%	30%	27%	3.6	5	6.1	39%	22%	30%	30%	30%	30%
国控南宁			3.3						2.4						
国药西北	2.5		3.3			15%	-2.1		-20.1						209%
上海国大药房			3						13.8						

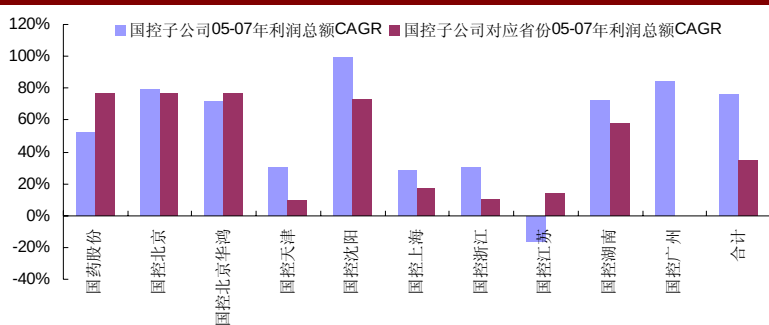
资料来源：中国医药商业协会、招商证券研究

图 3：国控主要子公司收入增长高于其所在地区



资料来源：中国医药商业协会、招商证券研究

图 4：国控主要子公司利润增长高于其所在地区



资料来源：中国医药商业协会、招商证券研究

表 3：国药控股主要子公司 05~07 年盈利指标分析

	毛利率			期间费用率			利润率		
	2005	2006	2007	2005	2006	2007	2005	2006	2007
国药股份	8.8%	8.6%	9.4%	5.6%	4.6%	4.8%	3.4%	4.4%	5.3%
国控广州（一致药业）	5.2%	5.4%	5.7%	4.1%	4.1%	4.0%	1.1%	1.4%	2.4%
国控上海	5.4%	5.1%	5.5%	1.7%	3.2%	3.1%	1.7%	2.2%	2.3%
国控北京	6.5%	6.7%	6.3%	4.9%	4.1%	3.6%	1.4%	2.5%	3.0%
国控天津	5.2%	4.9%	5.1%	4.0%	3.6%	3.6%	1.6%	1.4%	1.7%
国控沈阳	4.0%	4.2%	4.6%	3.6%	3.3%	3.1%	0.7%	0.9%	1.5%
国控北京华鸿	5.8%	7.6%	7.9%	4.1%	3.9%	3.0%	2.5%	4.0%	4.3%
国药化学试剂		14.7%	17.9%		13.8%	13.4%		3.8%	4.2%
国控浙江	4.2%	3.3%	2.6%	1.3%	1.7%	2.0%	1.5%	1.7%	1.6%
国控江苏	5.4%	5.9%	5.3%	4.4%	6.4%	5.4%	0.7%	0.7%	0.4%
国控湖南	5.6%	7.4%	7.5%	5.2%	2.6%	4.7%	2.6%	2.1%	2.6%
国控南宁									0.7%
国药西北	8.0%		4.5%	9.6%		10.7%	-0.8%		-6.0%
上海国大药房			16.7%			17.6%			4.6%
国控湖北									4.0%

资料来源：中国医药商业协会、招商证券研究

3、国控物流中心布局全国，构建长期竞争优势

SFDA 08 年发布的《药品经营许可证管理办法》（征求意见稿）提高了对药品经营企业物流设施的要求：仓储作业面积不少于 15000 平方米，物流中心应包括自动仓库（AS/RS）或高架仓库存储系统、零货及整箱拣选设备、自动输送设备、条码扫描复核等设备。

国家政策倡导“大生产、大流通”、新医改压缩流通环节的导向都对现代物流提出了较高要求。从国外经验来看：麦卡森通过 29 个物流中心、2 个超大型物流中心，为各大用药终端提供高效服务，09 财年实现销售收入高达 1066 亿美元。

国药控股历来十分重视物流设施投入，目前在用物流中心包括北京、上海、天津、沈阳及广州等 5 个，其中北京、天津正在进行二期扩建。在建物流中心包括武汉、郑州、长沙、合肥等。

预计物流中心建设将为公司募投项目之一,而物流中心的全国性布局将为公司构建长期竞争优势。

表 4: 国药控股主要物流中心

	目前进度	投入	占地
北京	进入二期		
上海	投入使用	2.5 亿	50 亩
天津	二期启动		总计 50 亩, 一期 22.5 亩
沈阳	投入使用	1.25 亿	17000 平米
广州	投入使用	1.42 亿	
武汉	在建	1.5 亿	100 亩
郑州	在建		
长沙	在建	1.5 亿	40 亩
合肥	筹建, 预计 2010 年投入使用	1.2 亿	2.4 万平米

资料来源: 招商证券研究

4、加强增值服务、转变业务模式, 提高综合盈利能力

国药控股目前业务结构中, 高利润率的增值服务和纯销比重仍不够高, 国外商业巨头一般纯销和增值服务比重较高, 从而利润率较高。我们判断国药控股凭借其对上游企业的议价能力、对下游中小分销商和终端资源的相对垄断优势, 随着全国性物流设施的完善将很快实现业务模式转型, 利润率较高的上下游增值服务和纯销业务比重将大大提高。

Case: 美国医药巨头麦卡森 (Mckesson) 业务结构

麦卡森是美国最大的医药商业企业, 09 年实现销售收入 1066 亿美元。公司主要两块业务是 Distribution Solutions 和 Technology Solutions。

公司 Technology Solutions 主要为上游供应商、下游医疗机构及零售药店、保险商以及政府等提供增值服务, 服务内容十分广泛, 包括为医生提供用药指导、临床数据库、医疗保险结算、应收账款管理等等。麦卡森 Technology Solutions 盈利能力极强, 09 财年收入占比仅为 2.9%, 但却贡献了 26.5% 的毛利, 毛利率高达 46.4%, 远远高于公司传统业务 Distribution Solutions 3.8% 的毛利率。

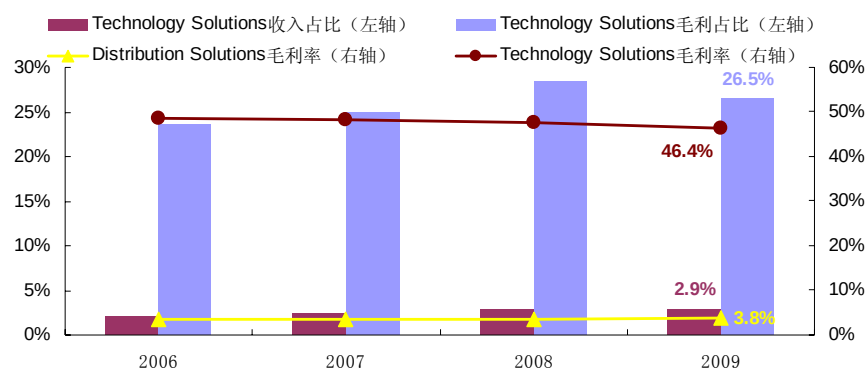
麦卡森通过 29 个物流中心、2 个超大型物流中心, 为各大用药终端提供高效服务, 并通过为客户提供增值服务建立竞争壁垒, 强化其垄断地位。

表 5: 麦卡森业务结构

业务板块	细分业务	说明
Distribuion Solution	Independents	指个体药店
	U.S. Direct distribution & Services Institutions	指医院、疗养院、诊所等医疗机构
	Retail Chains	指连锁药店
	U.S. sales to customer's warehouse	不直接销至连锁药店的店面, 而是其仓储中心
	Canada distribution & Services	加拿大地区业务
Technology Solution	Medical-Surgical Distribution & Services	临床用品分销
	Clinical Management	临床数据库、临床决策支撑、用药管理等
	Financial Management	应收账款管理、防止保单拒付等
	Connectivity	病人在线咨询、医生开电子处方、医疗保险结算等
	Professional Services	临床流程的改造与实施咨询、项目管理等
	Resource Management	人力、供应链、临床文件的自动管理及绩效考核等

资料来源: 麦卡森年报, 招商证券研究

图 5: 麦卡森增值服务收入占比仅为 2.9%，毛利贡献却高达 26.5%



资料来源: 麦卡森年报, 招商证券研究

三、国控上市后将成我国最大最强的央企医药上市公司

国控上市后, 预期后续将外延整合中生集团和上海医工院, 股东国药集团将注入中国药材集团和新疆药业 (其中: 新疆新特药 08 年收入 23.9 亿、利润 1.2 亿元) 等优质资产, 国控将成为我国最大最强的央企医药上市公司。公司将拥有一致药业、国药股份、天坛生物和现代制药 4 家 A 股上市公司。一致药业和国药股份分别是南部和北部医药资产整合平台。中国生物是我国最大的疫苗和血液制品生产供应商, 上海医工院是我国排名前列的研发企业, 国控将成为集新药研发、医药工业和商业一体化、产业链最完整的综合性医药巨头。

分析师简介

张明芳， 武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海， 中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上

审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间

中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间

回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

A：公司长期竞争力高于行业平均水平

B：公司长期竞争力与行业平均水平一致

C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数

中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数

回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中的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征价。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。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。