

# 医药行业：并购需要强大的核心

## 报告要点

### ◆ 医药行业进入并购新时代

外部推动与内部发展双驱动医药行业并购重组。2010 年央企与地方国资委将进一步加大整合力度，医药国企将加快并购重组步伐。基本药物省级招标采购、集中生产、配送等相关制度的后续出台，将推动医药行业走向集中。国际竞争的加剧与自身发展是推动医药企业并购重组的长期动因。

### ◆ 并购要求母公司具有强大的研发和营销优势

并购重组的目标就是实现  $1+1>2$ ，价值增量的实现需要协同效应。借鉴国际医药制造业的并购发展路径，辉瑞模式与强生模式告诉我们：强大的研发与营销竞争优势是制药企业并购重组成功的最重要因素。

### ◆ 医药商业的并购注定频繁

业务同质的单位之间容易形成共同的核心，同质性较强的子行业包括原料药、医药商业、技术含量较低的普药。医药商业作为中短期并购重组成功潜力的子行业，值得关注。

### ◆ 国企重组的整合不容易

国企整合“拉郎配”现象比较普遍，行政合并后的整合期较长，一般需要观察一段时间。

### ◆ 财务控制类并购无法走远

医药行业的特点决定了并不适合进行财务控制型的并购，但不排斥一个企业在特定的发展阶段以这种方式探索新的核心。一般而言，这种并购能增厚当期业绩，给投资者带来交易性机会，但其市盈率往往不会太高。

### ◆ 期待研发和营销优势企业“亮剑”

基于研发核心的并购重组，我们看好恒瑞医药、天士力；基于品牌与营销核心的并购重组，我们看好同仁堂、江中药业。这些企业不一定立即展开大规模并购，一旦展开，我们预计市场会给予积极评价。

#### 行业内重点公司推荐

| 公司代码   | 公司名称 | 投资评级 |
|--------|------|------|
| 600085 | 同仁堂  | 推荐   |
| 600535 | 天士力  | 推荐   |
| 000650 | 仁和药业 | 推荐   |
| 002019 | 鑫富药业 | 推荐   |

#### 行业相对市场表现（近 12 个月）



资料来源：Wind 资讯

#### 行业内跟踪公司比较

|           | 08A | 09E | 10E |
|-----------|-----|-----|-----|
| PE        |     |     |     |
| PB        |     |     |     |
| EV/EBITDA |     |     |     |
| PE        |     |     |     |
| PB        |     |     |     |
| EV/EBITDA |     |     |     |

#### 相关研究

《医药行业 2010 年 3 月月报》2010-3-2

《医药行业：2010 年 2 月份投资策略》2010-2-2

#### 分析师：

叶颂涛

(8627)65799535

yest@cjsc.com.cn

执业证书编号：S0490200010013

联系人：

杨靖凤

(8621) 68751636

yangjf@cjsc.com.cn

## 正文目录

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 引言: .....                  | 4  |
| 医药行业进入并购新时代 .....          | 4  |
| 全球化竞争加剧催生并购潮 .....         | 4  |
| 政策推动医药行业走向集中 .....         | 5  |
| 大批药企需要突破增长瓶颈 .....         | 7  |
| 横向看: 大型跨国药企均有强大的战略核心 ..... | 7  |
| 跨国药企的母子公司关系 .....          | 7  |
| 启示: 医药企业并购强调共同的战略平台 .....  | 9  |
| 纵向看: 并购是战略的实现和调整手段 .....   | 10 |
| 辉瑞: 从塔糖到创新药的演变 .....       | 10 |
| 强生: 健康领域多元化的典范 .....       | 11 |
| 中国药企并购: 重点关注 4 个类型 .....   | 13 |
| 医药商业: 并购是发展的必要手段 .....     | 13 |
| 国企重组: 整合的难度较大 .....        | 13 |
| 财务控制类: 最终仍需确立核心 .....      | 14 |
| 研发和营销优势平台: 不鸣则已 .....      | 15 |

## 图表目录

|                               |    |
|-------------------------------|----|
| 图 1: 全球医药市场规模及其增长情况 .....     | 4  |
| 图 2: 中央企业并购重组进度 .....         | 5  |
| 图 3: 基本药物制度体系 .....           | 6  |
| 图 4: 基本药物制度启动以来医药行业市场表现 ..... | 6  |
| 图 5: 产品的生命周期 .....            | 7  |
| 图 6: 并购的战略逻辑 .....            | 8  |
| 图 7: 辉瑞战略发展的时间轴 .....         | 10 |
| 图 8: 强生战略发展的时间轴 .....         | 12 |
| 图 9: 复星医药投资收益与主营业务收入对比 .....  | 14 |
| 图 10: 天士力并购发展战略时间轴 .....      | 16 |
| 图 11: 天士力全球化市场拓展情况 .....      | 16 |
| 表 1: 全球前 10 强医药企业在华设厂 .....   | 5  |
| 表 2: 基本药物制度推行时间表 .....        | 6  |
| 表 3: 母公司对子公司的战略管控风格 .....     | 8  |
| 表 4: 全球前十制药集团管控风格 .....       | 9  |
| 表 5: 并购重组的协同效应类型 .....        | 10 |
| 表 6: 辉瑞发展历程中的主要并购重组事件 .....   | 11 |
| 表 7: 强生集团的并购重组大事件 .....       | 12 |
| 表 8: 医药商业并购重组公司 .....         | 13 |
| 表 9: 医药央企并购重组趋势 .....         | 13 |
| 表 10: 地方医药国资整合趋势 .....        | 14 |

## 引言:

美国著名经济学家斯蒂格勒如此评价美国企业的成长路径:“没有一个美国大公司不是通过某种程度、某种形式的兼并成长起来的,几乎没有一家公司主要是靠内部扩张成长起来的。”辉瑞、强生等世界 500 强医药企业的成长历史,实际上也是并购的历史。并购重组作为一种资本运作方式,可以带给企业超常的发展,也成为许多上市公司做大做强的战略选择。但我们都知道并购成功的概率并不高,为什么并购知易行难,成功的关键在哪里?中国医药行业存在哪些好的并购方向?哪些企业有望通过并购走向世界?本文的结论是成功的并购离不开强大的研发或营销核心。

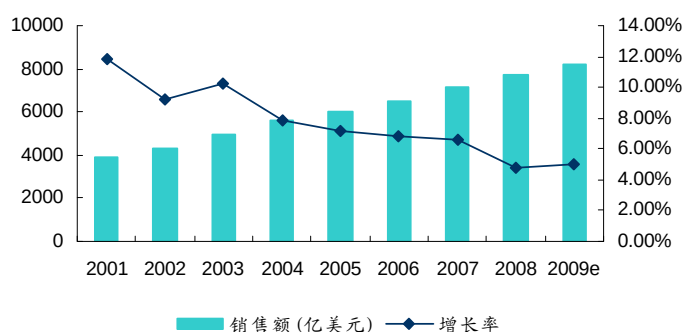
## 医药行业进入并购新时代

### 全球化竞争加剧催生并购潮

2008-2010 年大批专利药品专利到期,全球医药增长低谷,全球医药市场增长率达到历史最低点,增长率仅为 5%。过期品牌药遭遇仿制药的强势扩容,到 2008 年 12 月份仅占市场的 15%,跨国制药企业都面对研发的高系统性风险,也纷纷拓展仿制药业务,全球前 30 强医药企业也纷纷在华投资建厂。

2009 年,随着甲流的爆发与政府疫苗采购,国内疫苗市场容量扩大。GSK、诺华、赛诺菲—安万特等公司纷纷进军国内市场。GSK 相继与江苏沃森、深圳海王英特龙公司组建合资企业,研发、生产、销售面向中国市场的小儿疫苗、人用流感疫苗、狂犬疫苗等。法国赛诺菲—安万特亦斥资近 7 亿元在深圳投建年产 2500 万剂疫苗的生产基地。年底,诺华制药收购国内第二大疫苗生产企业天源生物 85% 的股权,大举进发国内市场。面对日益激烈的国际竞争,国内企业只有通过并购重组做大做强,才能与之抗衡。

图 1: 全球医药市场规模及其增长情况



资料来源: IMS

表 1: 全球前 10 强医药企业在华设厂

| 排名 | 公司      | 国家 | 在华设厂                                                                 |
|----|---------|----|----------------------------------------------------------------------|
| 1  | 辉瑞      | 美  | 辉瑞制药有限公司（大连、苏州和无锡）；辉瑞中国研发中心；                                         |
| 2  | 葛兰素史克   | 英  | 葛兰素史克制药（重庆）有限公司；葛兰素史克（天津）有限公司葛兰素；史克苏州工厂；上海史克必成生物制品有限公司；史克必成(上海)有限公司； |
| 3  | 赛诺菲-安万特 | 法  | 安万特医药公司；杭州赛诺菲公司；北京安万特有限公司                                            |
| 4  | 罗氏      | 瑞士 | 上海罗氏制药有限公司；罗氏泰山（上海）维生素制品有限公司；罗氏三维（上海）维生素有限公司；                        |
| 5  | 诺华      | 瑞士 | 北京诺华；华北赫斯特                                                           |
| 6  | 阿斯利康    |    | 阿斯利康制药有限公司（无锡）；阿斯利康中国创新中心；上海阿斯利康投资公司                                 |
| 7  | 雅培      | 美  | 上海雅培制药有限公司                                                           |
| 8  | 强生      | 美  | 上海强生制药有限公司；西安杨森制药有限公司；强生（中国）有限公司；强生（中国）医疗器械有限公司；                     |
| 9  | 默沙东     | 美国 | 杭州默沙东有限公司                                                            |
| 10 | 拜耳      | 德  | 拜耳医药保健有限公司；拜耳先灵医药研发中心                                                |

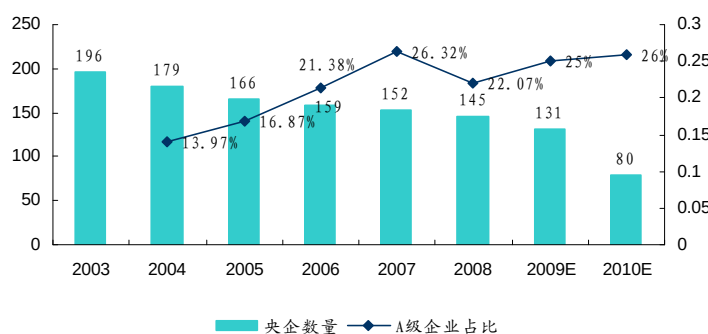
资料来源：长江证券研究部

## 政策推动医药行业走向集中

### “调结构”推动国企并购重组

2009年年底中央经济会议提出以“促消费、调结构”作为新一阶段的政策重点，2010年国有企业将进一步加大整合力度，推动资源向优势企业集中。根据国资委确立的央企重组思路，到2010年，中央企业将缩减至80至100家。2009年2月国药集团与中国生物联合重组为新国药集团，医药央企由5家合并成4家，近期国药集团与上海医工院也进入并购谈判阶段，届时三家央企将合并成一家，9月国药控股香港成功上市将募资90亿，进一步增强国药集团对国内医药流通领域的整合能力。地方政府方面，上海政府表示未来上海国有资产的资产证券化的比例将从18%提升到40%，医药行业首当其冲，2009年6月上实医药、上海医药和中西业通过换股并购组成了新上药集团，上实集团重组上药集团是实质性的产业重组，现在进入全面产业整合阶段。除上海外，2010年地方国资委整合值得关注的还有渝、津、广的国企改革。

图 2: 中央企业并购重组进度



资料来源：国资委，长江证券研究部

## 基本药物制度推动普药生产集中，渠道控制集中

2009 年，我国初步启动基本药物制度，并提出对基本药物实行省级招标采购、集中生产、配送、推行使用，按照 30% 的覆盖率估算，普药市场每年将扩容近 1000 亿。具有独家品种和较强综合实力的普药龙头企业脱颖而出，而市场实力较弱的小企业则不能摆脱被淘汰或者被并购的命运。药品流通行业也将面临新一轮的整合，区域医药商业龙头具有整合优势。2010-2011 年，基本药物制度生产、定价、流通、使用、报销等相关政策将陆续出台，基本药物将完成对基层的覆盖，这些政策因素将进一步推动医药行业格局的演变。2009 年 8 月 19 日基本药物制度启动以来，生物医药板块维持较高景气度。

图 3：基本药物制度体系



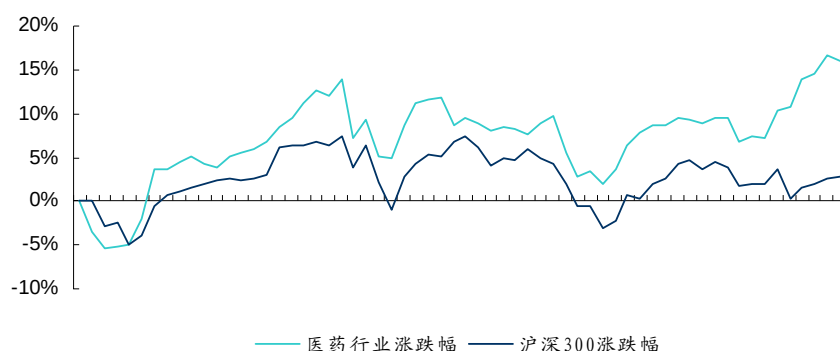
资料来源：SFDA，长江证券研究部

表 2：基本药物制度推行时间表

| 时间 | 2009 年            | 2010 年           | 2011 年 | 2014 年 | 2017 年 | 2020 年    |
|----|-------------------|------------------|--------|--------|--------|-----------|
| 目标 | 启动                | 相关制度制定           | 初步建立   | 调整优化   | 完善     | 全面实施、覆盖城乡 |
| 覆盖 | 30% 的城市社区卫生院与县级医院 | 60% 城市社区卫生院与县级医院 | 推行覆盖   |        |        | 全面覆盖      |

资料来源：长江证券研究部

图 4：基本药物制度启动以来医药行业市场表现



资料来源：Wind，医药生物，长江证券研究部

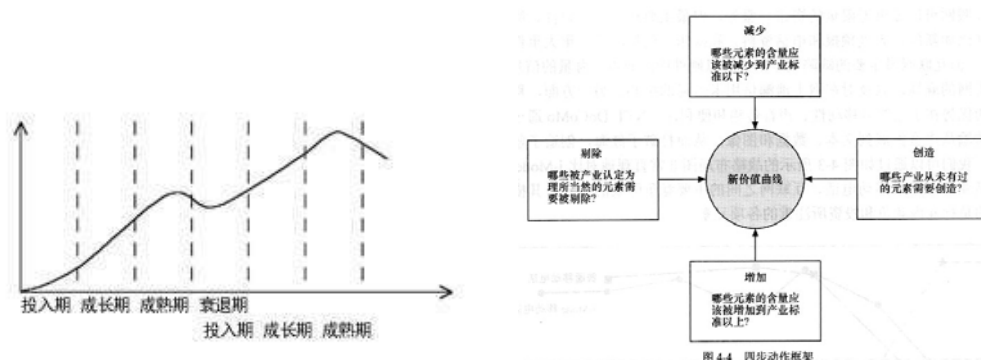
## 商务部接管医药流通行业，旨在提升医药流通行业集中度

商务部和国家食品药品监督管理局近期下发的《关于加强药品流通行业管理的通知》中提及，要不断提高药品流通行业的组织化程度和现代化水平，大力发展连锁经营，引导和鼓励药品经营企业通过收购、兼并、重组等手段做大做强，提高行业集中度，预防和制止垄断行为，保护市场公平竞争。商务部门与 SFDA 共同监管医药流通行业，将有利于医药商业竞争与退出机制进一步完善，明确提出兼并重组的监管方向，将压缩小医药商业企业的生存空间，促使渠道资源向龙头企业集中。2009 年新版 GSP 对医药商业企业的硬件软件提高了要求，将促进医药商业企业的集团化、规模化和现代化运营。

## 大批药企需要突破增长瓶颈

自1992年第一家医药公司上市，现在生物医药上市公司已发展到120多家。早期上市的大批医药公司原有业务的规模扩建已经完成，产品已进入成熟期、衰退期，买方市场已经形成，新产品和产品的新用途开发更为困难，产业进入壁垒很高，在企业内部研发创新、营销创新较难取得突破的情况下，为了维持企业持续的增长与发展，企业通过并购重组的资本运作模式，投入下一个新兴产业或者成熟产业链，向外获得下一个利润增长点或者进一步实现战略地位的提升。

图 5：产品的生命周期



资料来源：长江证券研究部

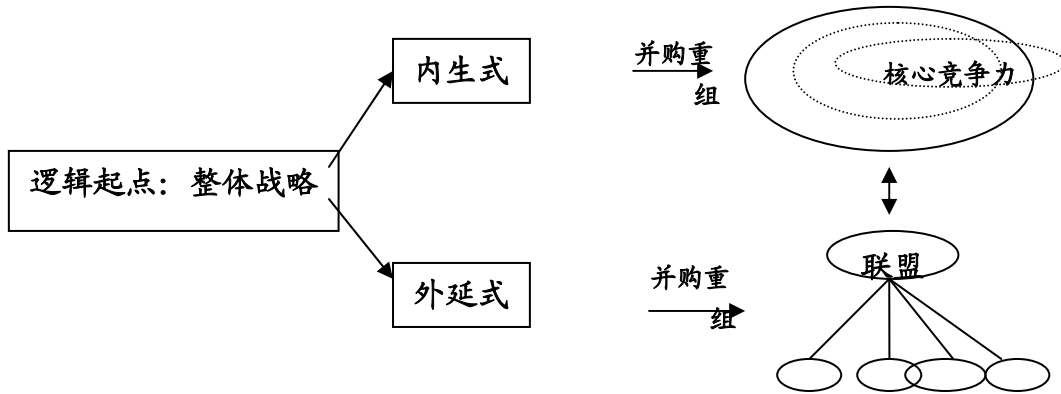
## 横向看：大型跨国药企均有强大的战略核心

### 跨国药企的母子公司关系

并购作为一种战略投资，一项重要的资源配置决策，意味着战略资源的投入与重新组织。企业整体战略的思考是并购逻辑的起点。只有对并购战略有整体的思考，才不会在实施过程中出现迷茫。



图 6：并购的战略逻辑



资料来源：长江证券研究部

根据集团公司对子公司的战略治理风格不同，其并购战略也有所不同。MichaelGoold将集团公司战略治理风格归类为三种，即战略规划型、战略控制型和财务控制型。三分法的集团战略管控，契合业务与并购重组也各具特征，如下表所示：

表 3：母公司对子公司的战略管控风格

| 战略风格  | 特征                                                  | 优缺点                               | 契合的业务             | 并购特征                  | 标杆公司 |
|-------|-----------------------------------------------------|-----------------------------------|-------------------|-----------------------|------|
| 战略规划型 | 深深参与其下属业务单位计划和决策的形成；注重长期战略与业务目标实现；各个单位之间共享、协调，界限模糊。 | 优点：容易获得长期竞争地位；<br>缺点：容易忽视利润和短期绩效。 | 变化迅速、高速增长、竞争激烈的产业 | 横向、纵向并购居多，对象多为上下游或竞争者 | 辉瑞   |
| 战略控制型 | 将计划权下放给业务单位，但仍保存对业务单位的建议进行核准和评价的权利                  | 优点：灵活性较强<br>缺点：可能诱使公司多元化走得太过远     | 各类型企业             | 横向、纵向、混合并购皆可能         | 强生   |

资料来源：长江证券研究部，

以 2009 年全球排名前十的制药上市公司作为研究对象，我们发现前十强的母合风格战略规划型居多，其次是战略控制型，医药制造业高技术、高风险、高投入的特性决定医药制造企业战略规划具有长期性、稳定性的特征。这也是与其核心业务的特征相适应的，药品分类管理将药品分为处方药与 OTC 药，这样区分导致了两种药品在发展战略与商业模式上存在不同，处方药面对的受众是医生，而 OTC 面对的是普通消费者，处方药专业性决定了持续领先的研发创新能力与专业领域的突破能力是保持其行业地位的核心，而 OTC 的核心竞争力则体现在品牌营销与渠道管理能力、延伸产品服务等方面，经营 OTC 产品的企业业务大都延伸到大众消费品、保健品等领域。



表 4：全球前十制药集团管控风格

| 股票    | 子公司     |                         |             |                            | 并购   |                     |
|-------|---------|-------------------------|-------------|----------------------------|------|---------------------|
| 代码    | 公司      | 核心业务                    | 联接关系        | 战略特征                       | 母合风格 | 对象                  |
| PFE   | 辉瑞      | 原研处方药                   | 共享，自下而上地决策  | 关注处方药核心业务，注重研发与营销长期核心竞争力   | 战略规划 | 处方药专业领域突破型企业        |
| GSK   | 葛兰素史克   | 原研处方药、OTC、疫苗、消费保健品      | 许多，松散       | 多元化降低系统风险，增长为导向，研发为重点      | 战略控制 | 具备利润增长点业务的公司        |
| SAN   | 赛诺菲-安万特 | 原研处方药、疫苗、OTC、消费保健品、动物药品 | 许多，松散       | 关注专利药，发展非专利药，投资动物用药        | 战略控制 | 仿制药公司               |
| RHHBY | 罗氏      | 原研处方药、诊断试剂              | 许多，资源共享     | 专注生物技术领域，进军新产品与新技术，加强诊断业务  | 战略规划 | 生物制药领域新突破企业         |
| NVS   | 诺华      | 原研处方药、仿制药、疫苗与诊断试剂、动物药品  | 较多          | 专利药与非专利药并举，坚持全球仿制药第一地位     | 战略规划 | 相似业务多元化并购           |
| AZN   | 阿斯利康    | 原研处方药，医疗器械              | 许多，资源共享     | 注重核心领域研发能力提升               | 战略规划 | 小规模生物技术公司           |
| ABT   | 雅培      | 原研处方药、营养品、诊断试剂与器械、动物用药  | 较多，松散       | 多元化发展，拓展医疗器械与个人护理业务，降低系统风险 | 战略控制 | 小规模研发公司             |
| JNJ   | 强生      | 原研处方药、OTC、医疗器械、大众消费品    | 决策权下放，较多，松散 | 分权、多元化战略                   | 战略控制 | 多元化混合并购             |
| MRK   | 默沙东     | 原研处方药、疫苗                | 许多，紧密，资源共享  | 专注处方药，向生物制药领域转型            | 战略规划 | 生物技术公司              |
| BAY   | 拜耳      | 原研处方药、OTC、动物药、材料        | 相互独立，无联接    | 产品与服务整合的健康解决方案，OTC与处方药并举   | 战略控制 | OTC 品牌并购、相似业务公司多元并购 |

资料来源：长江证券研究部

## 启示：医药企业并购强调共同的平台

战略规划学之父Ansoff将“合并后的企业经营表现超过原分散的企业表现之和”称为“协同效应”。即 $1+1>2$ 或者 $-1-1>-2$ ，合并后的企业的总产出或总收益大于合并前各自的产出或收益，或者并购后在成本方面比原来两家企业独立存在时的成本降低。协同效应的实现主要在于公司合并后可否形成管理方面、经营方面、财务方面和无形资产方面的协同效应，通过重新配置双方的优势资源要素，实施产业整合，最终实现价值再造和增值。

**表 5：并购重组的协同效应类型**

| 类型       | 并购效应                                    | 并购类型         |
|----------|-----------------------------------------|--------------|
| 管理协同效应   | 计划、组织和控制等一般管理能力增强                       | 混合并购         |
|          | 行业专属管理能力增强                              | 横向、混合并购      |
|          | 企业专属非管理人员能力：日常生产和经营能力                   | 纵向并购         |
| 经营协同效应   | 规模经济、范围经济、市场力量的增强、降低竞争成本                | 横向并购         |
|          | 战略协同，降低交易成本                             | 纵向并购         |
|          | 多元化经营，实现业务组合效应，生产组合、原材料利用组合、市场组合、研发溢出组合 | 混合并购         |
| 财务协同效应   | 资本成本降低带来的收益                             |              |
|          | 避税效应                                    |              |
| 无形资产协同效应 | 品牌协同效应                                  | 横向并购         |
|          | 技术协同效应                                  | 横向并购、关联性混合并购 |
|          | 文化协同效应                                  |              |

资料来源：长江证券研究部，

## 纵向看：并购是战略的实现和调整手段

### 辉瑞：从塔糖到创新药的演变

辉瑞是当今全球最大制药跨国公司，创立于 1894 年，经历近 160 年的发展与扩张，他从一家不需要太多科技含量的小型家族式化工企业，演变成为一家代表着最前沿高技术水准的世界最大的处方药公众公司。2009 年辉瑞全球资产总额达 1400 多亿美元，子公司共 423 家遍布全球 72 个国家和地区，全球员工 86000 多名，成为规模空前、治疗领域产品广泛和系列丰富的全球制药业巨擘。其发展路径如下图所示：

**图 7：辉瑞战略发展的时间轴**

|       | 1894年       | 1905年      | 1929年        | 1945年                       | 1965年            | 1972年       | 1991年                           | 2000年                                | 2009年 |
|-------|-------------|------------|--------------|-----------------------------|------------------|-------------|---------------------------------|--------------------------------------|-------|
| 战略目标  | 美国最大的柠檬酸生产商 | 世界领先的发酵企业  | 世界最大的青霉素生产企业 | 海外扩张，多元化扩张                  | 多元化扩张，新抗生素研发     | 基于研发的处方药公司  | 基于研发的处方药公司                      | 成为世界第一的制药公司                          |       |
| 产品与服务 | 塔糖、柠檬酸      | 柠檬酸、葡萄糖、VC | 青霉素、柠檬酸      | 创新抗生素、农业用品                  | 创新抗生素、农业用品       | 化学药品        | 处方药：心血管、中枢神经系统、ED               | 处方药：关节炎、抗肿瘤、老年痴呆等                    |       |
| 技术演变  | 发酵技术        | 发酵技术       | 深罐发酵技术       | 农业、化工技术                     | 中央研发实验室：制药、农业、化工 | 化学制备技术、生物技术 | 生物制药技术                          | 生物制药技术                               |       |
| 并购重组  |             |            |              | 购买船厂，并购38家生产非处方药与日用快速消费品的公司 | 收购日本Taito公司      |             | 收购Smith Kline Beecham公司的药物保健业务； | 收购华纳-兰伯林、法玛西亚、惠氏等；剥离：OTC业务，消费者健康护理业务 |       |

资料来源：辉瑞全球，长江证券研究部整理

表 6：辉瑞发展历程中的主要并购重组事件

| 时机          | 对象                               | 协同效应         |
|-------------|----------------------------------|--------------|
| 1949-1965 年 | 并购 38 家生产非处方药与日用快速消费品的公司         | 相关多元化        |
| 1968-1972 年 | 收购日本 Taito 公司                    | 海外扩张、市场渗透    |
| 1995 年      | 收购了 SmithKline Beecham 公司的动物保健业务 | 业务组合         |
| 2000 年      | 收购华纳兰伯特                          | 技术协同         |
| 2003 年      | 并购法玛西亚                           | 技术协同         |
| 2005 年      | 剥离 OTC 业务                        | 突出主业         |
| 2008 年      | 收购 Serenex 公司获得抗肿瘤品种             | 技术协同         |
| 2008 年      | 剥离消费者健康护理业务                      | 突出主业         |
| 2009 年      | 印度非专利药                           | 业务组合协同       |
| 2009 年      | 并购惠氏                             | 技术协同、多元化经营协同 |

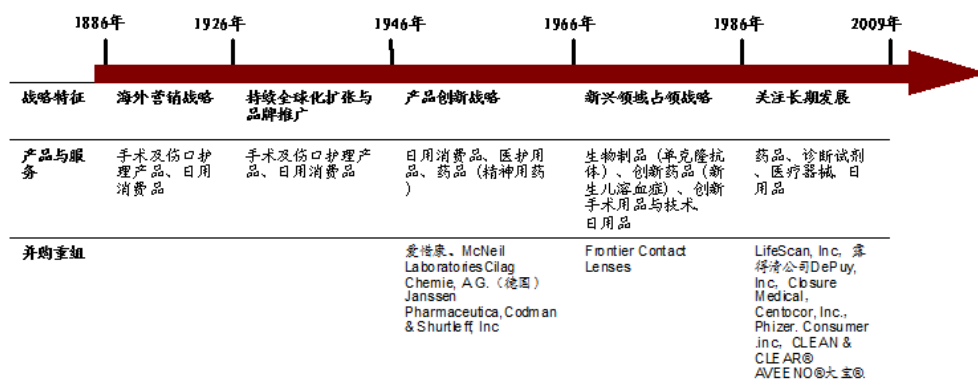
资料来源：辉瑞全球，长江证券研究部

### 基于研发的处方药公司的并购重组成功因素

- **内生性并购战略逻辑：**专注处方药，研发为核心竞争力。围绕处方药研发核心竞争力，通过并购处方药研发型组织，扩张产品研究领域与在研产品数量，为处方药研发注入新活力，并对研发资源进行整合。
- **战略规划类公司注重核心部门的上下整合，**重视战略规划对子公司发展的控制，灵活的组织结构使子公司间资源共享，广泛联接，共同实现战略规划。
- **协同效应方面，**横向并购居多，注重并购目标与自身技术与经营方面的协同效应，包括研发溢出效应、业务协同效应、成本缩减。

### 强生：健康领域多元化的典范

强生集团是世界最全面广泛的卫生保健产品公司，强生三兄弟于1886年在美国创建，经过110多年的发展与扩张，目前共拥有250多家子公司，遍布57个国家，集团公司1家，经营药品的子公司104家，消费者用品公司37家，医疗器械及诊断试剂公司104家，拥有约11万6千余名员工。强生是健康领域的创新与开拓者，具有杰出的品牌经营能力与营销能力，将医药代表的职业引入中国。

**图 8：强生战略发展的时间轴**


资料来源：强生公司，长江证券研究部

**表 7：强生集团的并购重组大事件**

| 时机        | 对象                                                                                                                                         | 协同效应                                                                                                          |
|-----------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 1946—1966 | 爱德康<br>McNeil Laboratories<br>Cilag Chemie, A.G. (德国)<br>Janssen Pharmaceutica,<br>Codman & Shurtleff, Inc                                 | 新增外科缝合线业务<br>制药业务实力增强，新增镇静剂等业务<br>制药业务<br>精神分裂，老年痴呆<br>神经科学与神经血管性疾病诊断与治疗方                                     |
| 1966—1986 | Frontier Contact Lenses                                                                                                                    | 隐形眼镜                                                                                                          |
| 1986—2008 | LifeScan, Inc.,<br>露得清公司<br>DePuy, Inc<br>Closure Medical<br>Centocor, Inc.<br>Phizer, Consumer .inc<br><br>CLEAN & CLEAR® AVEENO®大<br>宝®. | 快速血糖监测系统及相关产品<br>日用护理，彩妆<br>骨科与神经外科佼佼者<br>医用胶带专利产品企业<br>免疫排斥反应应用单克隆抗体<br>竞争成本降低，市场占有率提升，巩固日用消费品领导地位<br>扩大品牌资源 |

资料来源：长江证券研究部

## 多元化健康业务公司并购重组成功因素

- **战略因素：**突出营销与品牌核心竞争优势，多元化经营关注新兴领域的占领与领导地位的维持。公司的最佳定位在于：广度、财政实力与合作性质。企业信条是战略规划的基础，是共同价值观的总结，强生重视员工价值观的建设，关注社会公益和高度的企业社会责任。
- **并购风格——战略控制类，**分权化管理，每个运营子公司的高级管理团队负责自己的战略规划，但是管理团队制定战略过程必须遵守强生的信条，仍然保持对其战略规划的评价与监管，与董事会保持持续互动的对话，让主管人员了解到子公司活动与业务的发展变化。母公司建立内部财务控制系统，对子公司经营状况进行监测与审查，同时致力于加强子公司于业务部门之间的联系与合作，促进产生协同作用。

- **协同效应方面**，横向并购居多，多元化业务组合协同效应，研发创新溢出效应，品牌价值最大化。

## 中国药企并购：重点关注 4 个类型

### 医药商业：并购是发展的必要手段

业务同质的单位之间容易形成共同的核心，较容易达到经营、管理协同效应，通过横向或者纵向并购可实现规模经济、范围经济、市场力量的增强、降低竞争成本。同质性较强的子行业包括原料药（周期性行业）、医药商业（渠道行业）、技术含量较低的普药。国内原料药子行业集中度已经较高，其并购重组目标应在国外，医药商业作为中短期并购重组成功潜力的子行业，应值得关注。国内排名前三的医药商业企业为国药集团、上海医药和九州通，总销售额仅占市场比例的 20%，相比美国 95%，发展空间巨大。

**表 8：医药商业并购重组公司**

| 股票代码   | 上市公司 | 所属集团 | 并购重组预期                                        |
|--------|------|------|-----------------------------------------------|
| 600511 | 国药股份 | 国药集团 | 作为国药集团的国内商业上市平台，在国药控股香港上市后，存在并购整合国内医药商业流通渠道预期 |
| 000028 | 一致药业 | 国药集团 | 作为国药集团上市公司，可能成为其南方医药商业渠道并购重组的整合平台             |
| 600849 | 上海医药 | 上药集团 | 作为上实集团的整合平台，继续加大区域商业渠道资源整合                    |
| 600713 | 南京医药 | 南药集团 | 区域医药商业整合预期，专业化经营打造                            |

资料来源：长江证券研究部

### 国企重组：整合的难度较大

2010 年，医药央企整合与地方国有医药企业重组将带来新的投资机会，但是其是否适合投资主要看整合是否可带来协同效应，研发与营销的核心竞争力是否能得到发展。我们认为：国企整合“拉郎配”现象比较普遍，行政合并后的整合期较长，一般需要观察一段时间。

央企层面，经营医药产业中央企业主要有国药、华润等，都覆盖上下游的工业与商业企业，上市公司资源丰富，看点主要有：国药集团对生物产业的整合，华润对三九的重组成效。地方国资整合方面，上海、重庆、河北、天津、广东等地国资整合也进入实质整合阶段，重组效果关键还看核心竞争力的显现。

**表 9：医药央企并购重组趋势**

| 集团    | 上市公司                | 并购重组特点与预期                                     |
|-------|---------------------|-----------------------------------------------|
| 国药集团  | 国药集团、一致药业、天坛生物、国药控股 | 或以国药集团与一致药业为南北平台整合国内医药商业流通渠道；天坛生物为原中生集团产业整合平台 |
| 上海医工院 | 现代制药                | 作为研究单位，央企并购重组大潮下，存在被国药集团整合预期                  |
| 华润集团  | 三九医药、东阿阿胶、双鹤药业、万东医疗 | 华润树立医药主业，推动工业与商业的并购重组                         |

资料来源：长江证券研究部

**表 10：地方医药国资整合趋势**

| 集团   | 战略风格 | 上市公司           | 并购重组特点与预期                          |
|------|------|----------------|------------------------------------|
| 上实集团 | 战略控制 | 上海医药、中西药业、上实医药 | 集团内部整合、资产注入明确主业、构建工业与商业统一上市平台      |
| 华北制药 | 战略规划 | 华北制药           | 引入冀中能源作为战略投资者，重新规划发展战略             |
| 太极集团 | 战略控制 | 西南药业、桐君阁、太极集团  | 打造重庆最大医药国企，对上下游产业资源进行重组。           |
| 中新集团 | 财务控制 | 中新药业           | 调整业务结构，OTC产品营销核心能力得到提升             |
| 广药集团 | 财务控制 | 广州药业、白云山       | 子公司间独立经营销售，存在内部竞争，整合度不高，商业公司引入外资重组 |

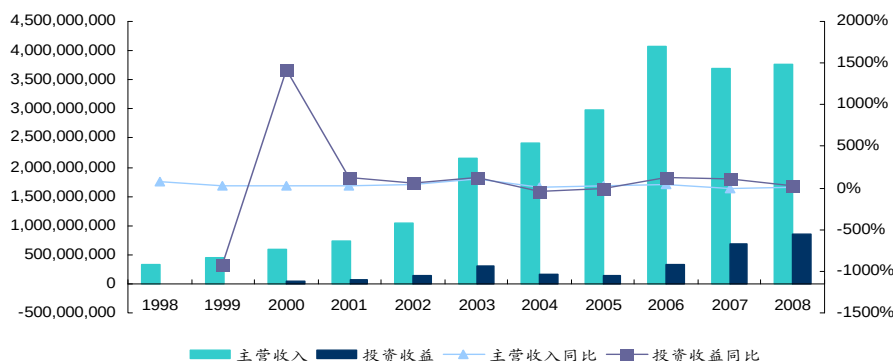
资料来源：长江证券研究部

## 财务控制类：最终仍需确立核心

根据本文的结论，医药行业并不适合进行财务控制型的并购，但不排斥一个企业在特定的发展阶段以这种方式探索新的核心。一般而言，这种并购能增厚当期业绩，能给投资者带来交易性机会，但其市盈率往往不会太高。

在中国医药行业内，对子公司进行财务控制的标杆企业是复星医药，成功的外延式扩张使公司实现了两位数的增长。公司陆续并购了近 20 家企业，但像国药控股这样实力雄厚的企业并不多。2008 年，复星医药面向国内市场启动万人营销队伍建设，旗下的万邦医药营销有限公司在原有基础上成立了第二事业部以及 OTC 事业部，承担整合复星医药部分下属企业的营销业务。如果公司打造出营销优势平台，就可以收罗一批具有市场潜力的产品，将之拿到该平台上销售，从而实现新的增长。

可见，复星医药目前已认识到“核心”的重要，正在由财务控制型转向战略控制型。而我们注意到很多模仿复星医药的企业并未认识到这一点，仍只把注意力放在收罗好的产品上面。

**图 9：复星医药投资收益与主营业务收入对比**


资料来源：上市公司



## 研发和营销优势平台：不鸣则已

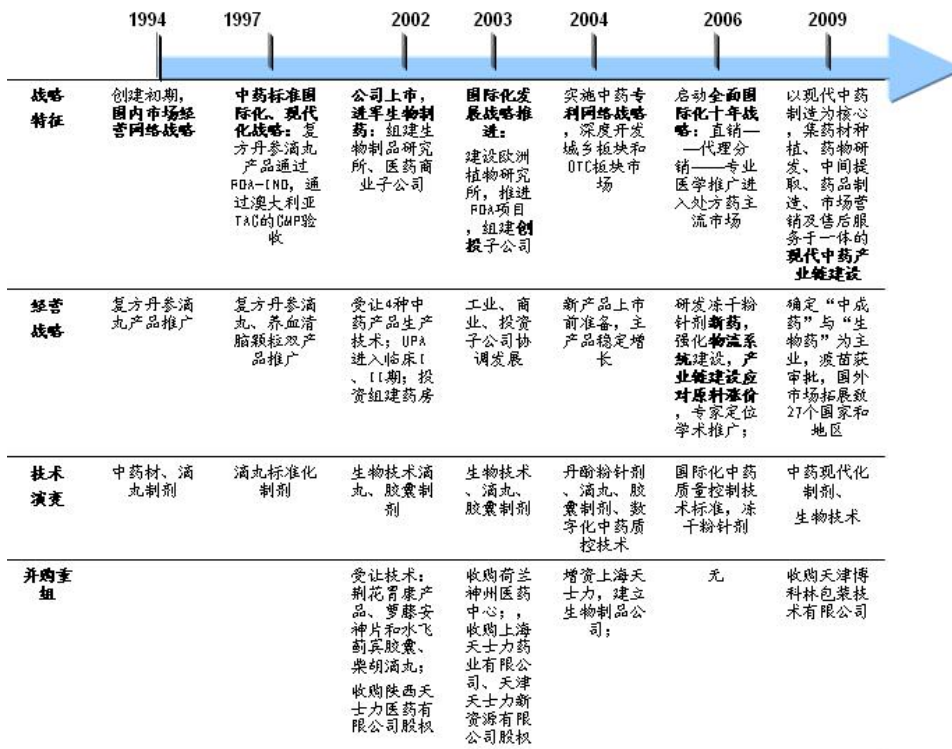
企业自身发展是并购重组的长期动力。世界 500 强公司 2/3 都是靠并购重组做大做强的。根据对国外制药企业并购重组战略的研究，我们发现研发与营销核心竞争优势是医药制造业公司做大做强的最重要因素。反观国内的医药制造企业，对其研发与营销长期核心竞争实力进行评估，基于研发的制剂企业并购重组潜力我们看好：恒瑞、天士力，以品牌与营销为核心竞争优势的 OTC 与大健康产业公司我们看好：同仁堂、江中药业。

### ■ 天士力：中药西医化的先行者

- **战略规划远略与高执行力：**公司以现代中药制造为核心，集药材种植、药物研发、中间提取、药品制造、市场营销及售后服务于一体的现代中药产业链建设，董事会设质量、技术、生产、物流、财务、人力资源六个委员会。集团从股权管理、财务管理、内部审计、信息管理、投资管理、档案管理等方面对子公司进行了制度约束和规范，保证子公司对母公司战略的高度执行力。
- **前期研发投入价值等待释放：**坚持持续创新，注重专利成果的保护，关注对生物制药领域的投资，由传统中药向生物中药转型。截止 2008 年，公司在国内申请专利 959 件，其中发明专利 842 件，获得授权专利 173 件；国际申请 PCT 专利 30 件，其中有 15 项在 20 多个国家和地区获得授权。进军生物制药领域，UPA 项目获得突破性进展，流感疫苗项目获批，可带来新的业绩增长点。
- **国际化推广进程加快：**在北美、欧洲、非洲、亚洲的 27 个国家和地区设立了海外办事处和公司，产品进入越南医保目录，以处方药身份进入 8 个国家，药品身份进入 12 个国家。FDA 临床 II 期稳步推进，欧洲植物研究所建设紧锣密鼓进行中，中成药品种对美国与欧洲市场渗透成功，将给企业带来丰厚的利润与发展契机。

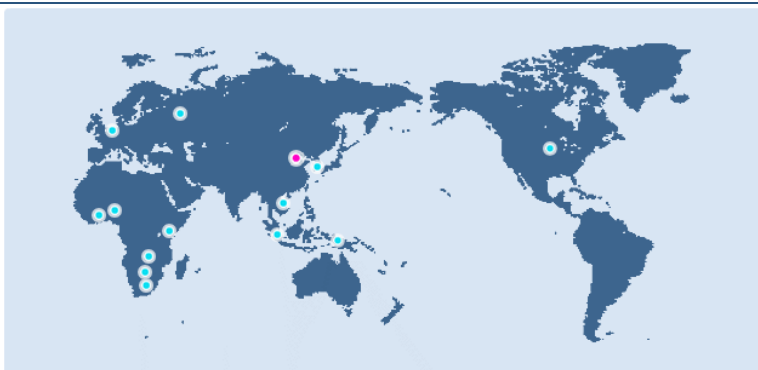


图 10：天士力并购发展战略时间轴



资料来源：天士力集团网站，长江证券研究部

图 11：天士力全球化市场拓展情况



资料来源：天士力集团网站，长江证券研究部

## 分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，先后供职人民银行武汉市分行、华夏证券武汉分公司、长江证券研究部，目前从事医药行业研究。

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工      | 电话              |             | E-mail              |
|-----|---------|-----------------|-------------|---------------------|
| 伍朝晖 | 副主管     | (8621) 68752398 | 13564079561 | wuzh@cjsc.com.cn    |
| 甘 露 | 华东区客户经理 | (8621) 68751916 | 13701696936 | ganlu@cjsc.com.cn   |
| 吕 洁 | 华东区客户经理 | (8621) 68751926 | 13564863429 | lvjie@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区客户经理 | (8621) 68751863 | 13817196202 | julei@cjsc.com.cn   |
| 易 敏 | 华南区客户经理 | (8621) 68755178 | 13817111316 | yimin@cjsc.com.cn   |
| 李 靖 | 华北区客户经理 | (8621) 68751860 | 13761448844 | lijing2@cjsc.com.cn |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。