

医药生物

华润与北药重组，两强联合带来新的投资机遇

事 项

华润集团和北药集团签署了《重组协议》：拟对华润医药集团和北药集团医药类资产进行重组，重组完成后，华润医药集团和北药集团的医药类资产将被纳入一家合资公司，国管中心和华润集团将共同直接/间接持有合资公司的全部股权。

主要观点

- 1、华润集团绝对控股合资公司可能性较大，可能占有合资公司 70%以上的股权，形成绝对控股。在此基础上，新的合资公司未来存在较大医药资产运作空间。新成立的合资公司将拥有四家医药上市公司：双鹤医药、万东医疗、华润三九和东阿阿胶；还包括紫竹药业，赛科药业，北药股份、安徽华源等涉及到医药工、商业的多家优质公司。产业整合后，形成以华润三九为中药产业、双鹤药业以化学制药和生物制剂制造、万东医疗以医疗器械和医学用品制造、紫竹药业以计生制药和用品制造、北京医药股份和/或华润医药为医药商业以及东阿阿胶为保健品制造销售 6 大医药产业平台和利润中心。
- 2、双鹤药业本身产业结构合理，经营战略清晰。华润集团介入后将对公司的管理体制和激励机制形成实质有利影响，北药集团下属赛科药业注入有可能成行，将对公司长远发展形成重大利好。不考虑资产注入，我们预计双鹤药业 2010 年 EPS 在 0.95 元或更高，由于受益基本药物强烈推广和基层医疗市场扩容加速，公司未来增长将很可能高于行业平均增长，即有可能达到 30%或更高增长。如果注入赛科药业将进一步增厚公司业绩并有利于公司快速发展。目前公司 27 倍的动态 PE 低估公司未来发展预期，如果给予 30 倍 PE，我们给予公司强烈推荐评级，短期目标价位 30 元以上、12 个月内目标价位 36 元以上，强烈推荐。
- 3、万东医疗在合资公司成立后，将华润子公司上海医疗器械集团与万东医疗进行整合很可能会随之进行，整合后将减少两者的竞争尤其是在 X 光机业务上的竞争，有利于两者协调发展成为国内医疗器械产业龙头企业。如果两者整合成功，按照万东医疗 10 年 4000 万元主营业绩、上海医疗 6000 万主营业绩和整合后节省费用 5000 万计算，新的公司将产生 1.5 亿元主营业绩，按增发 1 亿股本计算，EPS 将在 0.5 元左右，按照目前医疗器械 10 年平均 40 倍 PE 计算，其合理价位在 20 元左右。目前万东医疗股价 17.2 元低估公司未来价值，给予推荐评级。

研究员：高利

联系人：廖万国

Tel: 0755-82027735

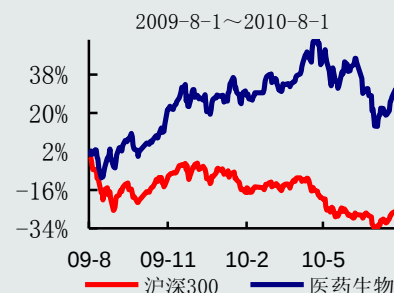
Email: liaowanguo@hczq.com

行业评级

行业评级:	推荐
评级变动:	维持

推荐公司及评级

公司名称及代码	评级
双鹤药业 (600062)	强烈推荐
万东医疗 (600055)	推荐

行业表现对比图(近 12 个月)


资料来源：港澳资讯

相关研究报告

一、华润集团绝对控股合资公司可能性较大。我们认为华润集团此次与北京市政府签订的重组协议虽然在方式上出乎我们此前的预期，但我们认为此次重组协议在考虑到各方利益的前提下，成立合资公司更有利于打造中国医药航母，有利于理顺合资公司未来管理机制和发展。我们认为华润集团作为央企和额外注入医药资产的前提下，未来绝对控股合资公司将是顺利成章的事。预计华润集团将可能占有合资公司 70%以上的股权，形成绝对控股。

二、合资公司未来存在较大医药资产运作空间。根据协议，新成立的合资公司将拥有四家医药上市公司：双鹤医药、万东医疗、华润三九和东阿阿胶；另外公司医药资产将更加丰富：包括紫竹药业、赛科药业，北药股份、安徽华源等涉及到医药工、商业的多家优质公司。合资公司形成了医药资产除原料药和医疗服务行业外完整的产业链，有利于公司协同发展。我们认为华润集团在继续贯彻先进管理经验的情况下，在绝对控股合资公司的前提下，既定的医药资产经营方向不会改变。集团将逐步理医药产业资源，实行产业整合，最终形成以华润三九为中药产业、双鹤药业以化学制药和生物制剂制造、万东医疗以医疗器械和医学用品制造、紫竹药业以计生制药和用品制造、北京医药股份和/或华润医药为医药商业以及东阿阿胶为保健品制造销售 6 大医药产业平台和利润中心。

1、双鹤药业有可能受益此次重组。双鹤药业主营心脑血管药品制造、降糖药制造、大输液制造和医药商业。公司拥有降压 0 号品牌降压药为基本药物独家品种，目前市场占有率 10% 左右（量）。公司降糖药糖适平为国内磺脲类降糖药第一品牌，年销售收入在 2 亿元。同时，公司与韩国 LG 集团签订 DPP-IV 抑制剂类降糖药在中国的独家经销权，公司在中国降糖药市场地位将进一步加强。公司为我国大输液龙头企业，大输液基地全国布局完整，产品结构合理。预计公司 2010 年可以实现销售收入 55 亿元左右，实现净利润 5.5 亿元左右。双鹤药业产业结构合理，在调整经营策略为聚焦医药工业心血管、糖尿病及大输液领域后，公司得到一定程度发展，经营业绩也逐步改善。但公司在管理上依然属于国营企业低效率管理，追求平稳和安全，且激励机制不到位，虽然公司拥有众多资源，公司在发展速度上依然处于行业平均水平，影响了二级市场定价。从华润集团入主三九医药和东阿阿胶所采取的目标管理、市值管理所取得的对两家公司经营改善的情况来看，我们认为在华润集团入主北药集团后，将采取同样的管理方式促使双鹤药业经营改善。更为重要的是北药集团子公司赛科药业主营心血管药制造销售，与双鹤药业产业重合，我们认为合资公司成立后，赛科药业注入双鹤药业将是大概率事件，这将避免同业竞争和有利于资源整合和协同发展。

赛科药业主要生产心脑血管药（处方药），重点产品压氏达市场占有率居前，继 2007 年销售收入突破亿元大关后，2008 年再创新高，达到 1.70 亿元。截至 2008 年底，赛科药业资产总额 4.73 亿元、负债总额 2.24 亿元、净资产 2.49 亿元，实现营业收入 4.65 亿元，利润总额 0.25 亿元、净利润 0.21 亿元。截至 2009 年 9 月底，赛科药业资产总额 4.84 亿元、负债总额 2.05 亿元、净资产 2.78 亿元，2009 年 1-9 月实现营业收入 4.48 亿元，利润总额 0.52 亿元、净利润 0.44 亿元。

2、万东医疗将受益此次重组。万东医疗专营检测仪器，在国内市场份额仅次于 5 家外企，位居第 6。公司业务集中在 X 光机和核磁共振仪器上，发展较为稳定。从销售模式上，一部分是省市级政府的统一招标采购，主要是相对低端的 X 光机，约占销售额的 1/3；另外一部分则直接面向医院销售，部分代理，部分直销，包括部分 X 光机和相对大型的核磁共振仪器，约占销售额的 2/3。其中 X 光机市场占有率 60% 左右。2009 年实现销售收入 6.83 亿元，其中医疗器械销售收入 6.54 亿元，毛利率 31.15%，主营业务净利润 2947 万元，贡献 EPS 0.136 元。

上海医疗器械（集团）有限公司是由华润医药（集团）有限公司控股的有限责任公司。下属企业——2 家分公司、3 家全资子公司、2 家控股子公司、3 家参股子公司（中外合资、合作

企业)。主要产品门类包括:手术器械、离心机、卫生材料及敷料、药用膏贴、X射线诊断设备、手术床、X射线管、放射治疗设备、等。品种规格多达数千种,其中X光机占有率20%左右。2008年销售收入6亿元左右,净利润约6000万元。

我们认为合资公司成立后,华润集团将随之启动上海医疗器械集团和万东医疗进行产业整合程序。我们认为这种整合将会以万东医疗为平台,整合后将减少两者的竞争尤其是在X光机业务上的竞争,有利于两者协调发展成为国内医疗器械产业龙头企业。

图表1 北药集团重要医药资产

序号	企业名称	持股比例 (%)	注册资本 (万元)	投资额 (万元)
1	北京双鹤药业股份有限公司	49.05	47,641.33	131,963.05
2	北京赛科药业有限责任公司	100.00	16,855.00	18,682.72
3	北京紫竹药业有限公司	47.28	38,063.96	20,505.41
4	北京医药股份有限公司	82.48	19,873.00	37,500.43
5	北京京耀房地产开发有限公司	60.00	1,000.00	600.00
6	中国医药研究中心有限公司	74.65	4,931.25	3,968.97
7	北京万东安欣管理咨询公司	67.03	455.00	304.85
8	北京摩力克科技有限公司	59.47	2,553.89	1,518.89
9	本元正阳基因技术有限公司	40.00	11,133.00	4,957.45
10	安徽华源医药股份有限公司	60.00	2,513.65	5,307.25
11	北京万辉药业集团	100.00	16,701.60	11,059.63
12	北京万东医疗装备公司	100.00	311.59	1,766.72
13	双鹤高科天然药物有限公司	100.00	5,749.34	2,662.68
14	合肥神鹿双鹤药业有限公司	100.00	9,650.00	8,067.17
15	西安新西北医药有限公司	90.00	2,000.00	2,043.03
16	昆山双鹤医药有限责任公司	66.68	6,748.80	5,410.43
17	辽宁华源本溪三药有限公司	100.00	15,000.00	11,317.05
18	北京北药天然药物经营有限责任公司	100.00	1,200.00	1,045.13
19	北京欣泰和医药信息咨询有限责任公司	100.00	50.00	50.00
20	北京万东医疗装备股份有限公司	51.51	21,645.00	27,446.99

资料来源: 华创证券研究所

图表2 北药集团 2006 年至 2009 年 1-9 月主营业务毛利润分布情况

指标	2009 年 1-9 月		2008 年		2007 年		2006 年	
	主营业务毛利润 (亿元)	占比 (%)	主营业务毛利润 (亿元)	占比 (%)	主营业务毛利润 (亿元)	占比 (%)	主营业务毛利润 (亿元)	占比 (%)
医药制造	19.36	72.75%	22.3	69.34%	19.08	69.57%	15.99	69.94%
医药流通	6.03	22.66%	7.73	24.03%	6.71	24.45%	5.19	22.71%
医疗设备	1.14	4.28%	1.98	6.14%	1.59	5.80%	1.65	7.22%
医药研发	0.02	0.08%	0.02	0.06%	0.05	0.18%	0.03	0.12%
其他	0.06	0.23%	0.14	0.43%	0.00	0.00%	0.00	0.00%
合计	26.61	100.00%	32.16	100.00%	27.43	100.00%	22.87	100.00%

资料来源: 华创证券研究所

三、投资建议: 关注双鹤药业和万东医疗受益重组公司后其发展带来的投资机会。

1、双鹤药业: 强烈推荐。我们认为双鹤药业本身产业结构合理, 经营战略清晰。华润集团介入后将对公司的管理体制和激励机制形成实质有利影响, 北药集团下属赛科药业注入有可能成行, 将对公司长远发展形成重大利好。不考虑资产注入, 我们预计双鹤药业 2010 年 EPS 在 0.95 元或更高, 由于受益基本药物强力推广和基层医疗市场扩容加速, 公司未来增长将很可能高于行业平均增长, 即有可能达到 30%或更高增长。如果注入赛科药业将进一步增厚公司业绩并有利于公司快速发展。目前公司 27 倍的动态 PE 低估公司未来发展预期, 如果给予 30 倍 PE, 我们给予公司强烈推荐评级, 短期目标价位 30 元以上、12 个月内目标价位 36

元以上，建议买入并持有。

2、万东医疗：推荐。我们认为合资公司成立后，将华润子公司上海医疗器械集团与万东医疗进行整合很可能会随之进行，整合后将减少两者的竞争尤其是在 X 光机业务上的竞争，有利于两者协调发展成为国内医疗器械产业龙头企业。如果两者整合成功，按照万东医疗 10 年 4000 万元主营业绩、上海医疗 6000 万主营业绩和整合后节省费用 5000 万计算，新的公司将产生 1.5 亿元主营业绩，按增发 1 亿股本计算，EPS 将在 0.5 元左右，按照目前医疗器械 10 年平均 40 倍 PE 计算，其合理价位在 20 元左右。目前万东医疗股价 17.2 元低估公司未来价值，给予推荐评级。

华创行业公司投资评级体系(基准指数沪深 300)

公司投资评级说明:

- 强推: 预期未来 6个月内超越基准指数20%以上;
- 推荐: 预期未来 6个月内超越基准指数10%—20%;
- 中性: 预期未来 6个月内相对基准指数变动幅度在 -10%—10%之间;
- 回避: 预期未来 6个月内相对基准指数跌幅在10%—20%之间。

行业投资评级说明:

- 推荐: 预期未来3-6个月内该行业指数涨幅超过基准指数5%以上;
- 中性: 预期未来3-6个月内该行业指数变动幅度相对基准指数-5%—5%;
- 回避: 预期未来3-6个月内该行业指数跌幅超过基准指数5%以上。

免责声明

本报告仅供华创证券有限责任公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告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。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

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询价。本报告所载信息均为个人观点，并不构成所涉及证券的个人投资建议，也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。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。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。

本报告版权仅为本公司所有，本公司对本报告保留一切权利，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华创证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华创证券研究所

地址: 北京市海淀区复兴路 21 号海育大厦 7 层

邮编: 100036

传真: 010-59370801