

政策指明方向，行业整合加速

—医药流通行业十二五规划点评

爱建证券有限责任公司
AJ SECURITIES CO., LTD.

2011年5月6日

主要事件：

2011年5月5日，商务部正式对外发布了《全国药品流通行业发展规划纲要（2011-2015）》。《规划纲要》分析了药品流通行业的现状和问题，同时明确了行业发展的“十二五”时期的总体目标和主要任务。

点评

1. **提高医药商业行业集中度，加快行业收购重组整合步伐。**《规划纲要》鼓励药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式做强做大，实现规模化、集约化和国际化经营。形成1—3家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20家年销售额过百亿的区域性药品流通企业。目前国药集团、上海医药、九州通前3大龙头企业的市场份额为20%左右，和欧美国家及日本差距很大。前三位医药商业流通企业受益非常明显，整合的空间很大。

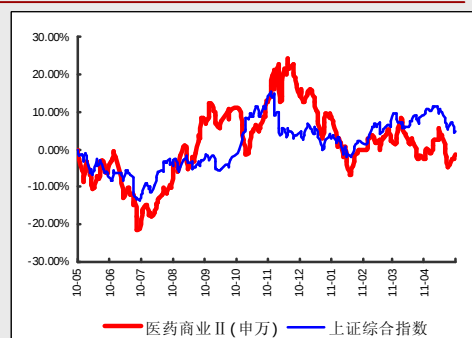
2. **行业毛利率会有所压缩，规模效应提升盈利能力。**行业整体的毛利率下降，有利于降低药价，推进医改的进程。同时促使医药商业企业的合并重组。前三大龙头企业医药商业行业的毛利率基本保持平稳，龙头企业通过并购重组，逐步实现规模效应，降低营业成本，提高盈利能力。

3. **行业投资建议：**医药商业龙头企业受益明显，其并购整合步伐明显加快，可以关注上海医药、国药股份。另一方面，可以关注区域性医药商业企业做大做强以及被购并的机会，可关注在浙江省销售渠道优势明显的华东医药、英特集团以及江苏、安徽、福建三省医药流通龙头企业南京医药，作为国药控股在南方的销售平台的一致药业也值得关注。给予医药商业强于大市评级。

行业评级 强于大市 （首次）

市盈率(2010): 37.68
市净率: 4.90

行业表现



评价周期	1个月	6个月	12个月
绝对表现(%)	0.24	-12.43	-2.76
相对表现(%)	3.44	-4.21	-3.29

资料来源：Wind 资讯

重点公司评级

股票名称	评级	10EPS	11EPS	12EPS
上海医药	推荐	0.69	0.98	1.18
国药股份	推荐	0.65	0.84	1.05
一致药业	推荐	0.91	1.16	1.51
华东医药	推荐	0.73	0.96	1.22

行业研究员： 张欣
联系人： 林兴秋

证书编号 S0820208030013
电话 021-32229888-3510
E-mail linxingqiu@ajzq.com

相关报告

请务必阅读正文之后的重要声明

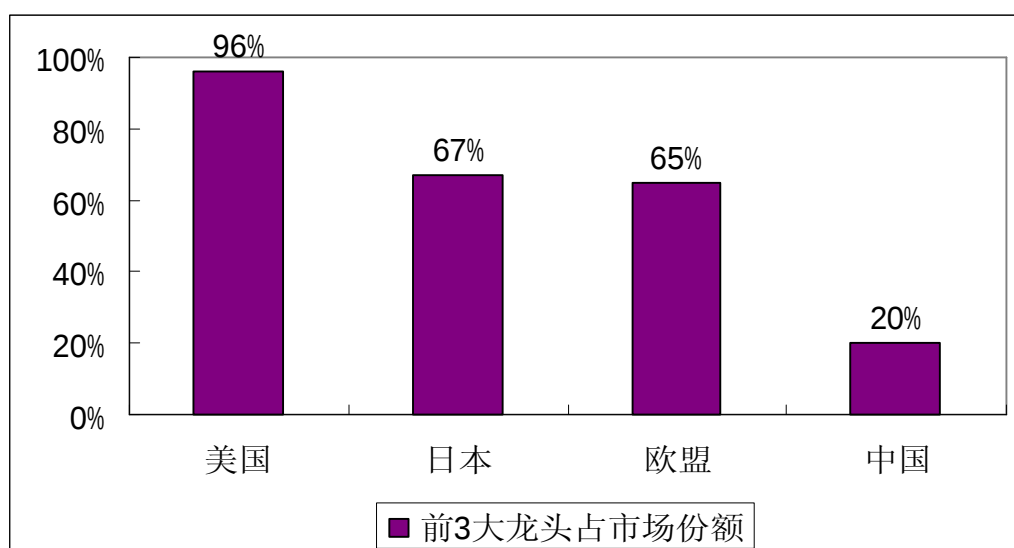
一、医药商业集中度有望大幅提高，龙头企业明显受益

《规划纲要》指出具体发展目标：形成 1—3 家年销售额过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售额过百亿的区域性药品流通企业；药品批发百强企业年销售额占药品批发总额 85% 以上，药品零售连锁百强企业年销售额占药品零售企业销售总额 60% 以上；连锁药店占全部零售门店的比重提高到 2/3 以上。县以下基层流通网络更加健全。骨干企业综合实力接近国际分销企业先进水平。

在指出发展目标的同时，提出了主要任务：鼓励药品流通企业通过收购、合并、托管、参股和控股等多种方式做强做大，实现规模化、集约化和国际化经营。推动实力强、管理规范、信誉度高的药品流通企业跨区域发展，形成以全国性、区域性骨干企业为主体的遍及城乡的药品流通体系。整合现有药品流通资源，引导一般中小药品流通企业通过市场化途径并入大型药品流通企业。在兼并重组过程中要做好人员安置等工作，保证平稳过渡。

目前我国医药商业集中度还不够，根据国家药监局的统计，截至 2009 年底，全国持有《药品经营许可证》的药品批发企业共有 13593 家，其中法人批发企业 10671 家、非法人批发企业 2922 家；其中国药集团、上海医药、九州通前 3 大龙头企业的市场份额为 20% 左右，和欧美国家及日本差距很大，美国只有 75 家医药商业流通企业，其中前 3 位医药商业流通企业的市场占有率达到 96%。日本医药商业流通业也是通过兼并重组逐步壮大，现共有 147 家医药商业流通企业，前三位医药商业流通企业的市场份额超过 67%。欧盟药品销售前三位的医药商业流通市场占有率也达 65%。我们认为前三位医药商业流通企业受益非常明显，比如上海医药，国药股份，有望成为销售额过千亿的全国性大型医药商业集团。同时，区域流通龙头企业也将明显受益，特别是区域销售渠道优势明显的企业，如排名全国第四的南京医药股份有限公司，以及排名全国第五广州医药，都有并购重组的机会，作为国药控股在南方的销售平台的一致药业，在浙江省销售渠道优势明显的华东医药也将明显受益。

图 1： 主要国家前三大医药商业龙头企业市场份额



资料来源：九州通招股说明书，爱建证券

表1：我国前十大医药商业企业销售收入及市场份额

企业名称	主要业务	销售收入（亿元）	市场份额
中国医药集团总公司	医药销售	529.68	11.27%
上海市医药股份有限公司	医药销售	223.65	4.76%
九州通集团有限公司	医药销售	190.41	4.05%
南京医药股份有限公司	医药销售	147.80	3.15%
广州医药有限公司	医药销售	126.28	2.69%
安徽华源医药股份有限公司	医药销售	121.55	2.59%
北京医药股份有限公司	医药销售	80.81	1.72%
重庆医药股份有限公司	医药销售	79.03	1.68%
重庆桐君阁股份有限公司	医药销售	71.24	1.52%
四川科伦医药贸易有限公司	医药销售	55.20	1.17%
小计		1,625.65	34.60%

资料来源：中国医药商业协会，爱建证券

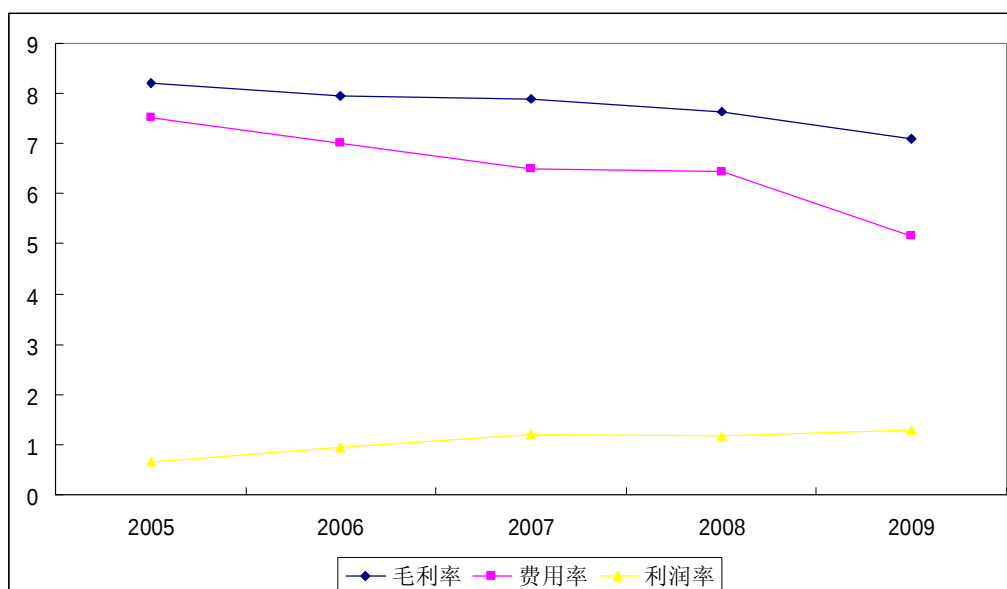
《规划纲要》指出的其他主要目标和任务是：发展药品现代流通和经营方式，加强对外交流合作；规范药品流通秩序，加强行业信用建设；加强行业基础建设，提升行业发展水平。这些目标和任务的实施的重要途径是通过并购重组，使龙头企业做大做强，才能更好地加强流通行业信用和规范其秩序。

二、行业毛利率会有所压缩，规模效应提升盈利能力

随着行业整合力度的加强，规模化的逐步形成，毛利率水平还会受到一定的压缩，并降至一个合理的水平，费用率也会进一步下降，而净利水平则会保持在一个合理的程度。我国医药商业的毛利率从 2005 年的 8.19% 降至 2009 年的 7.09%，期间费用率也逐年下降，从 2005 年的 7.53% 降至 2009 年的 5.16%，而同期的利润率逐步上升，从 0.66% 上升至 1.29%，整合对行业龙头公司是利好，有利于提高公司的盈利能力。

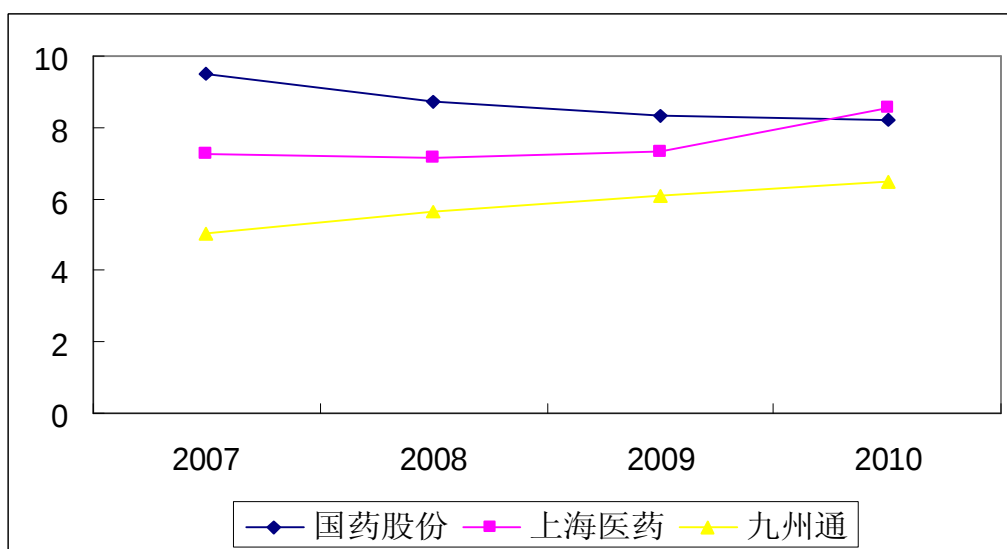
行业整体的毛利率下降，有利于降低药物流通中间环节费用，有利于降低药价。同时促使医药商业企业的合并重组。前三大龙头企业医药商业行业的毛利率基本保持平稳，上海医药和九州通毛利率稳中有升，国药股份毛利率略有下降，龙头企业通过并购重组，逐步实现规模效应，降低营业成本，提高盈利能力。

图 2：我国医药商业行业的毛利率、期间费用率、净利润率（%）



资料来源：中国医药商业协会，爱建证券

图 3：我国前三大医药商业龙头企业医药商业毛利率（%）



资料来源：公司公告，爱建证券

三、行业投资建议和评级

《规划纲要》为医药商业行业指明了政策方向，就是鼓励龙头企业并购整合，做大做强。首先，对前 3 大龙头企业上海医药、国药股份、九州通构成利好。最近龙头企业并购整合步伐明显加快，上海医药收

请务必阅读正文之后的重要声明

购 China Health System Ltd.的控股权，以进一步拓展以北京地区为中心的华北地区医药分销网络资源。上海医药收购台州医药公司，国药集团收购浙江温岭医药公司，华润医药也有大手笔的收购动作，医药商业龙头企业我们觉得可以关注上海医药、国药股份。另一方面，可以关注区域性医药商业企业做大做强以及被购并机会，可关注在浙江省销售渠道优势明显的华东医药华东医药以及江苏、安徽、福建三省医药流通龙头企业南京医药，作为国药控股在南方的销售平台的一致药业也值得关注。给予医药商业强于大市评级。

四、上市公司盈利预测和评级

表 2：上市公司盈利预测和评级

代码	名称	细分行业	5 月 5 日股价	EPS(元)			PE			最新评级
				2010E	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
601607	上海医药	医药商业	19.92	0.69	0.98	1.18	28.87	20.33	16.81	推荐
600511	国药股份	医药商业	18.55	0.65	0.84	1.05	28.54	22.03	17.69	推荐
000028	一致药业	医药商业	30.68	0.91	1.16	1.51	33.71	26.35	20.30	推荐
000963	华东医药	医药商业	27.00	0.73	0.96	1.22	36.99	27.99	22.19	推荐

资料来源：公司公告，爱建证券

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,本报告的观点、逻辑和论据均为分析师本人研究成果,引用的相关信息和文字均已注明出处。本报告依据公开的信息来源,力求清晰、准确地反映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。

投资评级说明

报告发布日后的6个月内,公司/行业的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准;

I 公司评级

强烈推荐: 相对强于市场基准指数收益率15%以上;

推荐: 相对强于市场基准指数收益率5%~15%;

中性: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间;

减持: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%-15%之间。

卖出: 相对弱于市场基准指数收益率-15%以下。

I 行业评级

强于大市: 相对强于市场基准指数收益率5%以上;

同步大市: 相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动;

弱于大市: 相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

重要声明

爱建证券有限责任公司具有证券投资咨询资格，本报告的产生基于爱建证券有限责任公司（以下简称“爱建证券”）及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，爱建证券及其研究人员对上述信息的准确性和完整性不作任何保证。对由于该等问题产生的一切责任，爱建证券不作任何担保。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。本报告中的观点、结论和建议仅供参考，并不构成所述证券的买卖出价或征价，爱建证券不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。

在法律允许的情况下，我公司及其所属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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行服务或其他服务。

本报告版权仅为“爱建证券有限责任公司”所有，未经书面许可，本报告的任一部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复制件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“爱建证券有限责任公司”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。