

锁定并购重组掘金大健康产业 ——浅析医药行业国企改革

战略发展规划部 刘亚楠

背景

2014年2月19日晚，两则消息发布：中石化油品销售引入社会及民营资本、珠海国资委划转格力地产股权。这两大举措激发了资本市场的热情，国企改革主题被再次点燃。

根据《新财富》调查结果，2014年机构投资者最看好的十大行业中，医药以39.79%的认同度高居榜首。国内经济结构调整的深化给医药行业带来前所未有的变革，在行业主管部门看来，医药企业的整合是大势所趋。通过促进医药企业并购重组，解决制约行业发展的结构性问题，改善企业研发投入低、重大疾病药物和高端诊疗设备依赖进口、生物技术药物规模小、制剂发展水平低、出口产品附加值低的局面。

2012年初，工信部印发的《医药工业“十二五”发展规划》指出，力争到2015年实现销售收入超500亿元的企业达到5个以上，超100亿元的企业达到100个以上。

2013年初，由工信部、财政部等12个部门联合发布的《关于加快推进重点行业企业兼并重组的指导意见》中指出：到2015年，医药行业前100家企业的销售收入占全行业的50%以上，基本药物主要品种销量前20家企业所占市场份额达到80%，实现基本药物生产的规模化和集约化。据工信部资料显示，2013年，国内药企间共发生并购150起以上，交易金额超过350亿元。

2014年初，一周时间内医药行业14家上市药企出现了集中停牌的现象，大部分公司停牌的原因涉及并购重组事项。据《证券日报》的数据显示，2月份共有90起并购项目宣告完成。其中，45家上市公司参与了其中的62起并购项目，并购项目总价值为79.47亿元。

通过并购重组整合资源、缓解产能过剩、强化优质公司实力、获得外延式扩张已经成为医药行业的主题。2014年是医药行业的政策大年，受一系列规范监管、招标的规章制度推动，受益于国企改革红利和行业整合浪潮，千亿级资本高度密集的参与到医药产业的生产、研发、流通、终端零售和医院，资本对产业如此强有力的介入预示着医药行业一个大者更大、强者更强、竞争更加激烈的时代已经到来。

一、药企基本现状描述

1、医药行业基础数据

据年鉴统计数据显示，2013年医药行业增加值同比增长12.7%，增速较上年的14.5%有所回落，但高于全国工业平均水平3.0个百分点，处于各工业大类前列，在整体工业增加值中所占比重不断增加。另据国家统计局最新数据显示，2014年上半年医药制造业在所有行业中增长迅速，上半年同比增长13.4%，排名全行业第三，高于制造业上半年同比增速9.9%将近3.5个百分点。从季度情况看，2013年各季度累计增速分别为14.0%、12.6%、12.9%、12.7%，增势平稳，未出现大的波动（见表1、表2）。八个子行业中，中药饮片、制药装备、卫生材料及医药用品、中成药的主营业务收入高于行业平均增长水平，生物制品、医疗器械、化药制剂、化学原料药的主营业务收入增速低于行业平均水平，化学原料药继2012年继续成为增长最慢的子行业。这说明在政策扰动下，虽然行业出现过波动，增速有所放缓，但行业整体收入和利润增速仍保持了两位数的增长，市场的长期需求和医药行业销售业绩的稳定增长，这是投资医药行业最重要的技术支撑。

表 1：2013 年医药行业主营业务收入完成情况

子行业	主营业务收入(亿元)	同比(%)
化学药品原料药制造	3819.9	13.7

化学药品制剂制造	5730.9	15.8
中药饮片加工	1259.4	26.9
中成药制造	5065.0	21.1
生物药品制造	2381.4	17.5
卫生材料及医药用品制造	1398.2	21.8
制药专用设备制造	138.2	22.3
医疗仪器设备及器械制造	1888.6	17.2
合计	21681.6	17.9

资料来源：中华人民共和国工信部

表 2：2013 年医药行业利润总额及利润率

子行业	利润总额(亿)	利润率	利润率同比(百分点)
化学药品原料药制造	284.7	7.45	0.02
化学药品制剂制造	639.4	11.16	0.06
中药饮片加工	94.2	7.48	0.23
中成药制造	538.4	10.63	0.03
生物药品制造	282.4	11.86	-0.45
卫生材料及医药用品制造	142.2	10.17	0.14
制药专用设备制造	16.5	11.91	-0.27
医疗仪器设备及器械制造	199.2	10.55	-0.37
医药工业	2197.0	10.13	-0.03

资料来源：中华人民共和国工信部

2、上市药企相关业绩表述

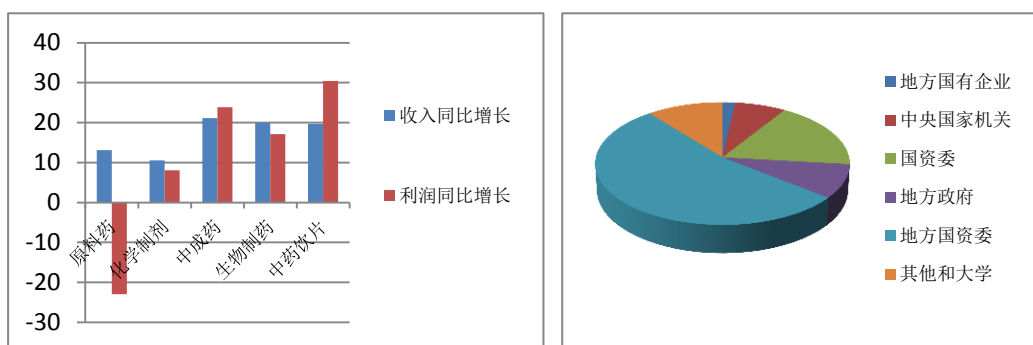
根据Wind数据中信证券行业分类数据显示，2013年医药行业（包括医疗服务业）全部上市公司收入5893.35亿元，同比增长15.34%，净利润433.88亿元，同比增长12.48%。其中，化学原料药子行业的收入同比增长13.12%，净利润同比增长-22.95%；化学制剂子行业收入同比增长10.51%，净利润同比增长8.06%；中成药子行业收入同比增长21.15%，净利润同比增长23.88%；生物医药子行业收入同比增长19.94%，净利润同比增长17.08%；中药饮片销售收入同比增长19.65%，净利润同比增长30.43%（见图1）。除化学原料药行业外，所有上市公司子行业业绩均好于各自行业平均增长水平。在图1中，中成药和中药饮片的业绩相对突出，与之呼应的是在2013年的医药行业并购案例中中药案例也异军突起，共发生了22起，金额为131.26亿元。中药企业的股东性质多为国有企业。

3、上市药企国有概念股描述

根据wind数据中信证券行业分类，截止2014年7月21日，医药行业182家A股上市公司，总市值约1.61万亿元，有56只个股属于国企概念，占比30.76%，总市值约4936.24亿元，占比30.66%，无论数量还是市值都占比三分之一强。在沪深两地56家上市医药企业中，从大股东性质看，1只个股为地方国有企业，4只个股的大股东为中央国家机关，10只个股大股东为国资委，5只个股的大股东为地方政府，30只个股大股东为地方国资委，此外还有6只个股大股东为其他和大学（见图2）。

图1：2013年上市药企子行业业绩

图2：57只国企概念股大股东性质



资料来源: Wind 资料来源:

Wind (数据截止至2014年7月21日)

在市值超过230亿元的前十大家医药类上市公司中,国有企业占比40%,且大部分是具有历史积淀和浓郁地方特色的品牌中药企业(见表3)。国有企业在医药商业(国有市值占比63%)、中药(国有市值占比34%)两个子行业中占据较强地位,而在竞争较为市场化的化学制剂、生物制品两个子行业中,国有企业市值占比较低。近年来,中成药在心脑血管、肿瘤、泌尿等多个主流治疗领域都持续发力,市场销量远超一般化学药品。中药子行业受国家政策扶持,十八届三中全会提出“完善中药事业发展政策和机制”,拟构建完善的中医药管理体系,支持中医药事业发展。4月初,八部委联合印发《关于做好常用低价药品供应保障工作的意见》,从国家层面首次明确了低价药政策及相关配套政策,《意见》利好低价独家中成药品牌企业,中药保护等优势品种预计将继续保持快速增长。

表3:前十大医药类上市公司国有企业市值占比过半

总市值排名	上市公司	属性	行业	总市值(亿元)
1	云南白药	地方国有企业	中药	541.53
2	恒瑞制药	民营企业	化学制剂	485.19
3	复星医药	民营企业	生物	424.64
4	天士力	民营企业	中药	398.68
5	上海莱士	外资企业	生物制品	385.66
6	上海医药	地方国有企业	医药商业	329.12
7	康美药业	民营企业	中药	310.24
8	白云山	地方国有企业	中药	301.40
9	同仁堂	地方国有企业	中药	240.20
10	华东医药	民营企业	化学制剂	230.75

资料来源: wind数据 (数据截止至2014年7月21日)

在56家上市国有药企中,借壳重组、产业链横向纵向整合、跨界并购和跨境并购基本实现了全覆盖。不同的医药企业类型有不同的利益诉求。一些现金流充裕的医药企业意图扩大自身规模和提升竞争力,如同仁堂、华润集团、复星医药等;大型制造药企则希望通过并购保证大体量下的稳定增长和市值提升,如新华医疗、以岭药业、中恒集团等;而中小型医药企业将通过并购获得超出行业平均的增速,如上海凯宝、誉衡药业等。

随着新版GMP的深入实施、产业结构纵深调整、并购整合加速,医药行业变局将更加激荡。部分上市药企依旧深陷效益低迷、成本居高不下、降价和招标迷途的困顿之中,受困于

资金实力和发展瓶颈，但这亦是大型药企开展并购的好时机，也是资本进入的绝佳通道，同时也会使上市药企整体平稳增长、分化日趋加剧的格局更加明显。

二、制约上市国有药企发展的掣肘

1、产能过剩制约国有药企发展。

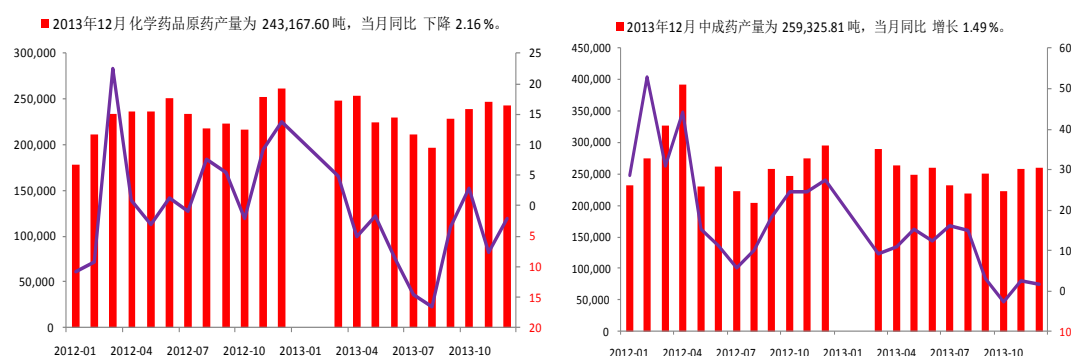
长期以来，医药产业集中度较低、自主创新能力不足、国内的创新药研发能力较差、质量管理水平参差不齐。产能过剩一直长期困扰医药行业，成为制约上市国有药企发展的掣肘。原料药、化学药及部分中药材领域产能过剩尤为严重，这些子行业门槛低、壁垒少，许多大框架粗线条的新政干预并不能缓解产能压力。医药行业的产能过剩直接导致了医药行业经济高杠杆化与低增长速度的背离。医药企业没有足够的市场需求来消化过剩产能，不得不依靠高杠杆来借新还旧，来维持过剩产能的正常运行，从而导致社会融资总量快速上涨，但医药对GDP的贡献仍然增长乏力。数据显示，医药卫生相关产业产值占GDP的比重，美国2003年就已经达到了15%，法国占GDP的11%，而我国医药工业在GDP的占比从1978年的2.17%，用了30多年时间，上升到2010年的3.16%。同时，过剩产能使得医药企业投资的边际收益递减，医药企业缺乏投资动力。学者李稻葵的观点是：“制造这一轮产能过剩的新的原因是很多制造者是全国性的大国企，往往这些大公司是上市公司，不缺少资金。”事实上，国企模式已经极大地浪费了国民财富，破坏了市场固有的合理配置资源的功能，也将更市场化、效率更高的民营企业排挤出市场，这也是导致今天中国经济结构性矛盾的根源之一。这种模式若继续下去，中国经济必将陷入长期滞胀而失去活力，事实上目前这种现象已初显。所以，在国有药企创造的业绩面前，国企模式负作用也愈加明显。

2、新政落地无法改变产能过剩的根本问题。

2014年，史上最严厉的新版GMP规定的第一个大限已经到来，根据国家药监局发布的公告信息，截止2013年12月31日，已经有796家无菌药品生产企业全部或部分车间通过新修订药品GMP认证。全国无菌药品生产企业共计1319家，这意味着今年将有40%左右的无菌药品生产企业被迫停产，从这个数据上看，部分落后产能有可能被淘汰。但同时数据显示，已经通过认证的药企的总体产能已经达到2012年无菌药品市场实际需求的160%以上。目前40%暂时未获得GMP认证的企业多为中小企业，市场份额小，占有率低，他们的暂时退出对市场竞争态势和医药行业供需格局的波动可以忽略不计。相反，通过新版GMP认证的企业在老生产线改造过程中都进行了设备的升级换代，或者异地重新修建了生产能力更高的生产线，各企业的产能得到大幅提升，新一轮的产能过剩、过度竞争、此消彼长的格局已经形成(图3、图4)。

图3:2013年12月，化学原料药产量同比下降
增长

图4: 2013年12月中成药产量同比增长



3、制约药企发展的掣肘也是推动其发展的重要推手。

纵观历史，以往的并购重组热潮中，政府政策的调整起到了重要的作用。医药行业的并

购重组事件不断增多，与政府对该行业政策的调整有关。同样是新版GMP的推出，也促进了大批无菌企业之间进行并购重组。新版GMP认证规则对产品的生产、运输、临床使用提出更高的要求，而且针对新修订GMP要求，企业必将投入巨资进行新建厂房，或对原有药品生产厂房及空调系统进行改造，这无形中进一步推高了医药企业的运营和管理成本。这意味着，新版GMP改造也是对药品生产企业自身经济实力及融资能力的考验。首先，资金受限而无法按期完成新版GMP改造的企业有转让的需求；其次，实力强大的公司为了争夺药品批号将展开并购潮；此外，为了完整产业链或扩大生产规模，相关资金实力雄厚的公司通过并购重组也是最快捷的路径。由此可见，制约药企发展的掣肘也是推动其发展的重要推手。

三、国有药企并购重组促进医药产业整合的逻辑

1、以科斯为代表的现代产权理论。

以1991年诺贝尔经济学奖得主科斯为代表的现代产权理论通过交易成本解释了企业规模扩张与资源配置效率提升的现象。交易成本即“利用市场的交换手段进行交易的费用”，包括提供价格的费用、讨价还价的费用、订立和执行合同的费用等。科斯等认为，不管是市场还是企业，都是配置资源的重要机制和组织形式，并在一定程度上是可以相互替代的。企业的存在是为了节约市场的交易费用，因为企业的内部契约或行政性指令可以大大降低谈判成本。当市场交易的边际成本等于企业内部管理协调的边际成本时，就达到了企业规模扩张的边界。企业并购通过产权交换、规模扩张和内部契约的建立，降低了企业之间的交易成本，通过这一方式实现了规模经济或协同效应。

2、国企改革提振股价的重要贡献是提升估值水平。

根据历史数据，在1979-1987年英国国企改革期间，其股票市场的绝对估值从9倍提升至18倍。可见，国企改革提振股价的重要贡献是提升估值水平，那些处于价值洼地的个股因此更加值得关注，这意味着国企改革将是市场中一个巨大而持续的投资机会。根据wind数据统计，2013年已经获得证监会批准的并完成并购的98宗并购案中涉及国内A股上市公司有91家。从公司属性看，这91家上市公司中，民营企业有42家，地方国企24家，央企16家。虽然民营企业数量上占据优势，但真正的大手笔来自地方国企。地方国企的交易规模达到1020亿元，平均每家企业并购规模达到43亿元；而民营企业并购交易金额为493亿元，平均每家的并购额为12亿元，不及地方国企的三分之一。从循序渐进的角度看，地方国资委下属企业改革的难度更小，有望成为国企改革的排头兵，目前上市药企中有30只个股大股东为地方国资委。2014年医药行业整体PE为22倍，其中优质医药公司估值24倍，与自身成长速度相匹配。

3、对国有药企改革应存敬畏之心。

资本市场价值回归和理性回归的关键，在于国家公权力的定位先从与民争利的市场竞争主体和裁判者的二元角色，向协调各市场参与方利益、监管市场运作行为的中立裁判者的单一定位转变，这也是获得广泛认可的未来国企改革的指导思想。因此，国企改革的长期方向，一是将其所有权交还国民，以市场化管理及运行体系参与市场竞争；二是将公权力严格限定在制订市场规则、执行监管及宏观调控职能，建立公平的市场准入政策体系，创造有利于产业资源自由流动以及提高配置效率的资本市场环境。国企改革要切断很多利益链，医药行业也不例外。既要与现有行政官僚体制切割，又要与企业内部既得利益团体切割，同时痛下决心推进战略调整，国有药企龙头必须重塑管理模式，坚持以创新、品牌、营销为导向的多元产品组合，坚持有所为有所不为，调整资源配置方式，方能实现公司可持续的高度发展。

国企改革是“自我救赎”的重中之重，要求所有置身其中的人应存敬畏之心。所有围绕资产负债表看空的逻辑是静态的，是现状。所有围绕改革看多的逻辑是动态的，是未来。中国经济仍在债务困局中徘徊，原因在于现有的要素已经释放殆尽，只有唤醒沉睡的存量

要素才能自我救赎。

四、医药行业并购中存在的问题与改进

中国医药市场的成长是一个新兴经济体崛起和新医改初期投入建设带来的系统性成长。但是在整合并购中，医药行业仍面临较大的不确定风险。

并购重组是把双刃剑，企业并购后没有整合能力，对拿过来的资产不了解，没有有效手段规避风险，企业还在原地盘整等屡见不鲜。美国历史学家约翰·肯尼迪曾经说过：“帝国的兴旺，源于不断的侵略和扩张；帝国的削弱，源于无休止的侵略和扩张。”此话用来形容任何一位参与了前几轮医药并购潮的企业似乎都不为过。未能准确把握扩张的尺度和节奏，或许就是前几轮并购的医药企业折戟沉沙的缘由，这些企业几乎都在高歌猛进的并购狂潮后遭遇了资金链困境和整合难题，加之医药行业环境的变化，医药产业整体盈利能力走低，使得医药并购步入低谷。在本质上，大部分国有龙头药企还是松散的中小企业集合体，大小利益团体盘根错节，唯有依靠整合、协同才能脱胎换骨，蜕变成真正意义上的产业巨头，其整合的核心要素就是要彻底打破、调整既有的利益格局，挤压既得利益者的寻租空间，以实现公司利益最大化。国企重组的整合不容易，“拉郎配”现象比较普遍，行政合并后的磨合期较长。上一轮幸免于医药行业覆巢危机的并购者，已然开始了新一轮的布局，而一些业外的新兴力量，也正在这个投资的洼地悄悄聚集。有研究报告指出，目前两类公司是市场关注的焦点：一是通过并购重组，显著改善当期以及今后的利润，业绩弹性较大之企业；二是并购的公司虽然短期内不能带来较大利润，但行业背景佳、市场潜力大，或弥补了公司之前欠缺的销售研发“短板”，能够提升公司未来的竞争力。

整体而言，国企在医药分销行业处于绝对优势，例如国药、上药、华润等就占据着不可动摇的龙头地位。不过，与其他行业不同的是，医药国企的这种业绩并非源于国企制度的优越性，而是来自行政化的公立医院体制，以及相对垄断的医药流通体制。如果要评价国企的发展成就，以及其为中国医药发展做的贡献，就必须要知道到底有多少国民财富投给了国有药企；也必须清楚地知道，如今国有药企的效益是否足以支持巨额国民财富投入而应得的合理回报。经历过辉煌的发展期后，国有制药行业的表现日趋乏力，除了行业地位下降和结构松散之外，创新能力不足和营销能力薄弱也严重制约了其发展。在可预见的未来，随着市场竞争的日趋激烈，国有药企推进市场化、去行政化改革已迫在眉睫。

五、打铁还需自身硬：国有药企该如何借力助己获得优先权。

在并购过程中总会出现不同的问题。因此，企业需要随时摆正心态、调整思路。一方面不能回避并购重组。正因为并购重组是产业整合与升级换代的核心武器，是企业螺旋式上升的有效路径，所以任何回避并购重组，或者不善于使用并购重组这一利器企业终将会被市场淘汰，医药行业的发展也不例外。另一方面是不能放大并购重组效果。目前，尽管有媒体报道称，医药行业并购大潮在千亿市值龙头公司主导下完成了第一波，当前又在百亿市值企业主导下掀起了第二浪。但事实上，据沪深交易所的数据显示，已上市的前三大市值公司云南白药、恒瑞医药、复星医药并未达到千亿市值。

面对当前的医药行业形势，企业选择并购方向可以从如下五个方面去考虑。

一、认清彼此、量体裁衣。需要借壳上市的药企，要度量自身的盈利能力与壳公司市值比例关系，同时兼顾政策的不鼓励性。目前并购重组项目直接进入豁免/快速审核通道的条件是不构成借壳上市的审批项目。但在目前药企并购中，影响力大的并购重组项目包括不少借壳上市项目。若与已经上市的药企进行合并，则需考虑上市企业支付给自己的对价构成，以及自身产业与上市企业的齿合程度。

二、方向正确、目标清晰。上市企业不仅需要近期利润，而且需要有长期成长空间以

及想象空间。目前，多数未上市企业很难做到二者兼顾。所以，无论是收购方，还是被收购方，都需要明确自己的买卖方向，是需要长期的想象空间，还是近期的利润目标。在明确目标的基础上进行交易撮合，交易成功、整合成功的概率要大一些。

三、路径明确、善用并购利器。如今科技发达，商战的取胜更需要依赖先进的高科技武器。对于已上市的药企来说，要降低并购中的风险，就要善于使用专项并购基金以及专项股权投资基金等种种新型金融工具。

四、借鉴国外经验、确定整合细分领域。对比发达国家情况，其药品流通市场已比较成熟，批发环节的集中度高，规模化、集约化特征非常显著。美国药品销售额占世界药品市场的份额40.0%以上，但药品批发商总共只有75家，排在前三位的高达96.0%；欧盟排在前三位的药品分销企业，其市场占有率为65.0%；法国8家药品批发企业中，排在前三位的市场份额高达95.0%；德国仅保留了10家大型药品批发商，排在前三位的市场份额60.0%-70.0%；由于药品市场的集中度相当高，这些发达国家不仅可以对药品市场进行非常有效的监管，而且有效降低了监管成本。发达国家医药市场发展史告诉我们，我国医药商业领域的集中度仍有巨大提升空间，在未来一段时间，将有一个加速形成期，医药商业企业巨头将在集中度大幅提升的竞争通道中胜出。

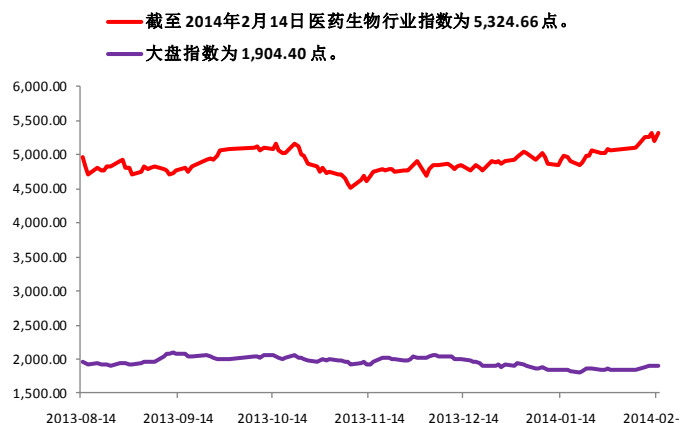
五、善于扑捉资本追逐的热点。生物制药行业是一个高盈利高增长的行业。2009年中国生物医药产业规模达到850亿元，同比增长24.6%。随着越来越多的生物药品进入医保目录及国家创新药品研发步伐的加快，预计未来生物制药业工业总产值将持续上涨。在“十二五”规划中，我国将进一步推动具有自主知识产权的生物技术产业化，促进生物产业集群化和国际化发展。同时生物制药安全制造标准不断提高，监管力度也逐步加大，这必将导致整个行业的政策性洗牌加速，行业集中度逐步提高。在生物制药领域全世界蓬勃发展的大环境下，越来越多的跨国制药公司将目光和精力投入到了这个领域，并开始掘金中国生物制药市场。另外，医疗器械和医疗服务业也是近年来国内外资本追逐的热点。

一般而言，企业经历的并购重组机会与经验都有限，相当一部分企业家并不擅长紧握并购重组这一核心主线。对企业而言，除借助投资管理机构的前期策划服务外，还需选择证券公司做垄断性的法定通道业务。此外，具有丰富的经验和人员也是必不可少的条件。在医药行业并购重组的过程中，主体发动机是上市企业，这就要求已经上市的医药类企业在日常经营中要更加规范企业行为，才能在并购重组中获得优先地位。所有药企在做未来战略时，除了参照其他企业的模式和打法，还要看到一个大者更大，强者更强，竞争更加激烈的时代已经到来。医药企业只要寻找到未来竞争的核心——产品和人才，资本通常会自动找上门来。

六、结论

目前在中国，土地和国有企业是未被充分资本化和市场化的存量要素，因此也将成为改革的突破口。相比于牵一发而动全身的土地改革，国企改革相对而言利益分歧较小，并且易于变现，有利于化解政府性债务、盘活巨大的存量货币。

我国医药产业既是与中央保增长、扩内需政策息息相关的潜力型产业，又是与广大民众身心健康等切身利益密切相关的民生产业，是在国内有2万亿市场的成长空间巨大的良心产业。中国医药工业协会相关人士的观点是：“刚性需求下，我国医药市场不断扩容，加之上市企业不断增多，他们手持充裕资金，促使我国医药产业的并购重组不断加码。从2013年至今，有一个很明显的趋势，原本投资房地产的资金也进入到医药市场中，医药投资人气更旺。”



放眼整个医药行业，可以沿以下四条路线布阵。首先，实力较强、资源丰富的国有药企有望向“淡马锡模式”转变，成为国资流动与整合的平台，实现分层递进的控制方式并建立有效的约束机制；其次，部分国有药企有望通过去国有化改革提升经营效率，释放经营业绩，提升市场估值；再次，伴随国资有序流动，医药行业部分子行业“国退民进”，民营药企有望在更加“市场化”的环境中胜出；最后，进入原先国有垄断领域的民营药企龙头将扩大投资，上游行业有望受益。

资本围攻、政策紧逼、人才动荡，医药企业要想获得可持续发展决策层须拥有动态能力，掌舵者须具备执着精神和创新能力，方能引领企业走向更高更大的平台。只要有高瞻远瞩的战略思想和快人一步的战略执行，国有药企在各路资本的围剿中必定胜出。