

# 估值差距和竞争加剧助推药企整合潮涌

□本报记者 戴小河

2015年,我国有望成为全球第二大医药市场。尽管潜力巨大,但国内医药产业结构分布不合理,医药企业竞争力不够强,“多小散乱差”的局面一直没有多大改变,制药企业多达1.3万家,药品商业企业达42万家,药品仿制药比例则高达90%。在这种背景下,并购成为医药企业构建核心竞争力的重要模式。业内人士认为,未来中国的医药大公司将在两类企业中产生,一类是研发驱动,主要是那些拥有较好基础的公司;另一类就是通过并购、整合驱动的企业。

事实上,医药板块持续受到市场的关注,并购重组也是行业的一大亮点。政策层面也支持企业兼并重组后整合资源,并带来众多投资机会。据了解,工信部将同国家药监局等部门,研究制定促进医药企业兼并重组的政策措施,如提高行业准入门槛,完善企业集团内转移药品生产批件的政策等。



CFP图片

## 估值差距2-5倍

医药行业在新医改和国家系列产业政策的支持下,并购整合持续活跃。来自Wind的统计数据表明,2014年起至今,医药类上市公司已经公布董事会预案或签署转让协议的案例共有237起,交易额约572亿元,几乎每个交易日均有一起并购案例发生。

在新版GMP改造、招标政策变化、民营医院政策放开、一二级市场估值差等因素推动下,医药各细分行业并购全面活跃,扩充产品线和业务多元化的并购占绝大多数,由此也带来众多投资机会。

华泰证券研究员胡骥认为,通过分析并购案例可以看出,各细分行业并购的热度与行业集中度呈现反相关性,与估值倍数呈现正相关。在整体盈利能力较强的细分行业,主动退出的企业比较少,并购成为行业集中度提升的主要推手。二级市场高估值加快了并购节奏,降低了并购议价难度。

当前各细分行业一级市场估值集中在10~20倍,二级市场对应估值通常在20~80倍之间,医疗器械和医疗服务行业估值持续在50倍以上。二级市

场估值是一级市场的2~5倍。巨大的估值差距吸引上市公司和被并购企业积极参与并购,以实现资产证券化。相比医药流通行业和制药行业,医疗服务和医疗器械并购特别活跃,这与行业相关政策及自身的变化存在很大的关系。

从并购规模来看,一项轰动行业的并购则来自西南药业收购奥瑞德100%股权,由于该并购案中涉及到西南药业背后太极系的国企改革,又与药企的转型密不可分,一时间成为坊间树立起的一个典范。

从行业层面看,医疗器械领域的并购最为火热。华润系抛出的万东医疗被鱼跃医疗接盘后,在二级市场的表现异常红火,实现了多个连续涨停。A股中另一医疗器械翘楚——楚天科技亦发布公告称,拟收购长春新华通制药设备有限公司100%股权。该公司是国内制药用水设备规模最大的专业制造公司,也是不锈钢制医药卫生级工艺压力容器制造规模最大、电化学表面处理能力最强的公司。

医疗器械行业并购的核心推手是行业的良好

预期和现阶段行业竞争加剧形成的明显落差。行业前景使得大企业愿意高价并购有潜力的小企业;行业质量标准提高、成本提升、行业竞争加剧,给医疗器械小企业带来了一定经营压力,小企业希望找个更大的平台,实现产品叠加降低生产和推广成本,增强销售渠道的作用。

此外,并购动作较为活跃的药企还有爱尔眼科、誉衡药业、嘉事堂、千山药机等。在此起彼伏的并购浪潮背后,除了医药企业为自己的产业链加速布局之外,原本与该行业不相关的企业,如地产业、科技公司也相继跻身其中,例如,东软集团通过收购向智慧医疗等新兴领域市场布局。

医药行业是未来数年增长较为确定的行业,但受医保控费等因素的影响,年均增长率逐年下降。研究机构中康CMH预测,今年医药市场整体增幅在13.1%,增幅较去年下降1.6%,而过去5年的平均增幅为19.2%。在增幅下降中,一些产品线没有优势的药企将承受较大的冲击,业绩将有较大幅度的下滑,在退市制度日趋严格的市场环境下,这些医药上市公司只有寻求外生性的发展。

## GMP改造重塑竞争格局

这两年来国家食药监总局要求药企进行新版GMP认证,由于改造费用较大,不少中小企业沦为上市公司的并购对象。

散而杂是我国药企的基本特征,在全面要求GMP认证之前,中国有医药制造企业6000多家;政府寄望于GMP认证能使一部分实力较弱的企业被淘汰掉。

根据《药品生产质量管理规范(2010年修订版)》的规定,2011年3月1日后新建的药品生产企业、药品生产企业新建车间均应符合新版GMP要求,现有药品生产企业血液制品、疫苗、注射剂等无菌药品的生产,应在2013年12月31日前达到新版GMP要求,其他类别药品的生产则均应在2015年12月31日前实现,未达要求的企业或车间,在期限到来后不得继续生产药品。

东方证券研究表明,我国6000多家制药企业在

中,其中70%以上的企业营收不足5000万元,近20%企业处于亏损状态。若按照新版GMP投入300亿元~500亿元技改花费测算,平均每家医药企业将投入600万元~1000万元,改造费用将付出中小企业2~3年的经营利润。

数据表明,1998版GMP改造完成后,制药企业规模增速在1999年至2002年间明显下降,1999年至2001年间制药企业的亏损比例较高。而从行业角度来看,新版GMP改造将加速淘汰落后的中小企业,为上市公司、龙头企业提供并购和扩张的机会,促进行业集中度提高。

《医药工业“十二五”发展规划》提出,力促到2015年底,销售收入超过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,前100位企业销售收入占全行业50%以上。

## 并购基金扎堆成立

5月5日,片仔癀和大龙药业同日宣布,分别联手金融投资机构设立医疗产业投资基金,并各自成立合资公司,以此发力医疗产业投资并购。此前一个月,沃森生物联手泰格医药设立并购基金,以备培育生物医药产业的并购对象。上海凯宝亦斥资1亿元成立产业并购基金。

这段时间,药企争相设立并购基金,让其率先发现并培养今后可能的并购对象。据Wind数据统计,2014年迄今参与设立并购基金的药企有北大医药、爱尔眼科、一心堂、达安基因、仟源医药、中源协和、乐普医疗、泰格医药、中恒集团、迪安诊断、莱美药业、昆明制药、健民集团等。这些药企设立的并购基金规模已经超过130亿元。

据北大医药公告,拟由其发起设立的基金通过境外投资方式出资约4122.85万美元,通过向新里程医院集团增资及购买新里程投资集团、恩颐资

对此,爱尔眼科董秘吴士君表示,2014年初和东方金控设立的基金目前已经基本投完,投了10个项目,发展还不错,因此又成立一只10亿元规模的基金。吴士君表示,公司之所以采取设立并购基金的模式,主要基于两方面考虑。一是公司的发展战略,二是医药行业投资的特殊性。

“公司阶段性战略目标是在2020年覆盖大部分地级市,布局200家眼科医院。要达到这个规模,公司认为,光靠自身的投资团队还不够,通过跟专业的投资团队合作,借助他们的力量搜寻合适的眼科投资标的。同时可以募集社会资本,也放大了投资资源。”吴士君称,结合医疗行业的实际情况,很多并购标的规范程度并不高。“通过并购基金,可以让这些标的先行规范,在比较高的起点上发展。将来如果并购进入上市公司,可以实现无缝接轨。”

## 中成药企业热衷全产业链发展

□本报记者 戴小河

王恒认为,药企大体分为研发、生产、营销三大类。从研发来看,我国药企极少进行自主研发,而在如今史上最严审批制度之下,药企的研发通常采取“小核心大网络”模式进行拓展,即以企业的小研部门为核心,与外界有药物研发能力的科研单位广泛合作。从生产方面来看,原材料价格不断上涨,向上下游延伸以压缩成本,成了不少药企的选择。

但在逐梦过程中折戟沉沙者也大有人在。业内人士认为,整合资源管理能力缺乏、产品线太长难以实现资源优化配置、并购行为过于冲动致投人产出比低下等因素是重要原因。

### 产业链整合之需

在2014年至今发生的237起并购案例中,药企横向的品种拓展与纵向的产业链延伸大约平分秋色。半数药企表示并购的目的在于丰富品种数量、实现规模经济、增强协同效应;另有半数药企则表示并购的初衷缘于原材料价格波动,全产业链格局有利于自我保护,并压缩成本空间。

北京百思力营销策划有限公司总经理王恒分析称,市场竞争越来越激烈,约束越来越多,医药企业不得不考虑未来的发展方向,或往上游发展,或往下游延伸,开始试水全产业链路径。

对全产业链路径较为热衷的当属中药行业。中成药的原料价格波动呈周期性,忽涨忽跌的成本让药企业绩如坐过山车。近几年,康美药业积极实施中药全产业链战略,并已初具规模,占据同业领先地位。公司已在云南、四川等地建立超过5万亩GAP和规范化种植基地,并在广东、北京、上海等地建立9个中药饮片生产基地,覆盖全国的生产布局基本完成。除了传统销售渠道外,公司还获得了国家直销业务牌照,成为第二家涉足直销的上市公司,并积极布局电子商务。

公司还设立康美医院,收购整合国内多家公立医院,托管近百家医院药房。除康美药业外,广药集团、复星医药亦早已瞄准全产业链格局。相比于这三者求大求全的整合模式,北大医药则选择在细分领域将产业链做强。公司与北大医学部、北大肿瘤医院、北大医疗产业基金和心安医疗签署合作协议,共同投资设立北大医疗肿瘤医院管理有限公司,开展肿瘤专科医疗服务。此次协议的签署,标志着北大医药的肿瘤产业链从拥有抗肿瘤药研发、生产、销售、肿瘤诊疗设备及其整体解决方案的提供,进一步延伸至肿瘤专科医院等治疗服务领域。

除康美药业外,广药集团、复星医药亦早已瞄准全产业链格局。相比于这三者求大求全的整合模式,北大医药则选择在细分领域将产业链做强。公司与北大医学部、北大肿瘤医院、北大医疗产业基金和心安医疗签署合作协议,共同投资设立北大医疗肿瘤医院管理有限公司,开展肿瘤专科医疗服务。此次协议的签署,标志着北大医药的肿瘤产业链从拥有抗肿瘤药研发、生产、销售、肿瘤诊疗设备及其整体解决方案的提供,进一步延伸至肿瘤专科医院等治疗服务领域。

“鉴于目前的行业竞争状况,中药制药和大型流通企业进行全产业链布局可能会更合适。”佐今明药业集团董事长王国生认为,这些企业进行产业链延伸能有效减缓波动,实现上下游协同增值,或在产业链上获得增值能力最大的环节,寻求新的利润增长点。

### 记者手记

## 企业整合存四大风险

□本报记者 戴小河

医药行业的并购接二连三,但并购后很多企业感觉到原有的管理手段、管理工具远远满足不了企业发展的需要。企业并购整合并非简单相加,并购整合过程中存在着众多风险。

资料显示,药企并购整合失败率高达70%,部分药企或因资金链断裂而沦为被重组对象,或因业务整合不利而致使利润连续大幅下跌。

太极集团自收购桐君阁后,因整合进程过快、耗资过大、营销队伍过多等问题,导致两家公司净利润连续五年下降,利润率明显低于同行业平均水平,主营业务利润率从2.22%下降到1.48%,资产负债率高达72.52%,远高于60%安全标准,财务风险凸显。更有华源、三九、东盛等昔日龙头药企在整合过程中因资金链断裂而深陷财务危机,难逃悲惨命运。

三九、华源集团沦为被重组对象;东盛集团不得不放弃收购云南医药集团,贱卖启东盖天力、白加黑等优质资源以断臂求生。

业内人士表示,公司收购不仅仅是一种财务活动,只有在整合业务上取得成功,才是一个成功的收

购。实际上,企业整合存在多重大风险。产权整合风险方面,企业整合过程中,可能出现产权界定不清,管理混乱风险。三九集团正是因采取承包式、托管式等方式才导致自身陷入泥潭。

企业重组最难的也是文化整合。研究结果还表明,约半数的企业在并购后业绩没有超过行业平均水平,未能进行有效的文化整合是企业并购失败的重要原因。在同行业竞争过程中,文化往往起着关键性的作用。为了快速确立在医药行业中的优势地位,有时并购就是要获取竞争企业先进的企业文化,借以开拓市场。

人力资源整合风险方面,人力资源整合作为企业整合运作中的关键问题,不适当的人力资源和文化因素有的时候比财务因素更易导致整合失败。

财务整合风险方面,财务整合包括财务信息不对称风险、支付方式选择风险以及融资资金分配风险,其突出表现为现金支付方式并购造成的资金短缺。企业在并购整合中支付方式单一、筹资结构不合理可能存在后患。企业在并购时应该合理安排筹资结构、重视财务整合,以提高并购成功率。