

## 未评级

## 四环医药 (460. hk)

## 外延扩张加速，介入医疗服务领域

## 市场数据

报告日期	2015.01.07
收盘价(港元)	5.35
总股本(亿股)	104
总市值(亿港元)	554
总资产(亿港元)	104
每股净资产(港元)	1.05

数据来源: 彭博

## 事件:

公司近期公告了收购北京锐业制药 39%股权以及合营公司收购淮阴医院 80%股权、南京江北医院 69%股权，公司外延扩张速度加快，快速介入医疗服务领域。我们于 2015 年 1 月 7 日参加了公司的电话会议，了解公司最新收购情况及未来发展方向。

## 我们的观点:

- 四环医药是国内心脑血管领域的领先企业，虽然公司近期通过收购投资了一些医院和药企，但我们认为目前公司的重点还是关注于药品的研发生产与营销，此次对于医疗服务领域的投入只是作为一项投资和参与，作为投资的长期收益，短期对公司的业绩影响有限，但随着医疗服务板块的发展，公司在经营整合之后，集团拥有的丰富药品资源与医疗服务机构的协同性效应也会逐步显现。
- 在行业增速放缓的情况下，公司心脑血管领域的独家产品竞争优势明显。未来公司核心产品会逐步向基层市场下沉，而潜力品种也会在相对成熟的市场快速放量。同时，在研产品较为丰富，预计未来两到三年每年都有新品种推出市场。公司目前股价对应 15 年市盈率 21 倍左右，估值处于合理区间，公司是沪港通可以交易的标的，建议长期关注。

## 收购医院基本情况:

合营公司收购淮阴医院 80%股权，代价为 8 亿人民币。收购完成后其余的 20% 股权将由政府持有。该医院是二甲医院但已经达到了三甲的规模，目前实际床位数 1100 张，14 年收入 4.5 亿左右，2014 年的净利润率约 17%，处于业内较高水平。

合营公司收购南京江北医院 69%股权，代价为 3.5 亿人民币，公司未来仍有继续收购计划。该医院是三乙医院，实际床位数 800 张，预计 14 年收入 3.6 亿，利润在 4100 万左右。

兴证香港研究部  
0755-23826013  
852-35095999  
research@xyzq.com.hk

## 会议要点:

### 1、收购医院的发展情况?

公司这两个收购的医院都在江苏，一个是淮阴区人民医院，这医院是公立医院进行混合制所有制的改制，改制完公司医院控股 80% 的股权；一个在南京，现在是在二次改制，一次改制是从 07 年 7 月 7 日正式改完制。

淮阴医院是老二甲医院，是当地政府作为公立医院医改的试点，公司认为这个医院品质各方面是不错的，该医院是二甲医院但是他已经是一个三甲医院的规模，因为二甲医院是 500 张床以下，他现在已经批的是 800 床，实际开的能开到 1100 张以上，最多的时候达到 1300 张，他现在已经已经是超负荷运转情况，这个情况说明医院整体的病源和市场是没有问题的，就是公司最看重的一点，第二点这个医院的收入情况也是比较好，到 14 年年底应该能收入到 4 亿 5 千万，利润空间也比较高，具体数字还没出来，大概在 8 千万左右，这个医院政策也给的比较到位，所有公立医院能享受的政策，这个医院也能够享受，那么包括医保、农保，居民医保、商业保险工商保险，老干部全职报销的保健等等这个医院都有，公司接触这个医院以后这些政策从协议来说是不变的，还有一个政府原来答应购买服务，每年大概有 3 千多万，这个政策也是不变的，还有他近几年把产地改造装修之后，这个医院发展的很快。

南京江北人民医院，这个医院是 07 年由南石化集团的总医院改制过来的，南石化集团这个区域原来就叫化工区，由江北化工集团为主，南石化集团在 07 年改制的时候，这个医院当时是按 1700 万这个价值把股权都分给职工了，到了 10 年的时候北京中康德众医院技术管理有限公司，在香港还有一个投资管理公司，等于是二次改制，这个公司入资进去，当时入资 6700 万进去，控股 50% 股权，给这个医院一些硬件的改造，包括设备、产地，这个医院他进去以后运行的还是比较好，收入上升的也比较快，当时每年平均增长率在 15% 以上，公司认为这个医院到了发展的爆发期了，未来这个医院发展的速度可能会更快，因为有很多新的增长点。

### 2、江北医院现在收入和利润的情况?

因为 14 年还没有统计出来，13 年的收入是这样一个情况，13 年的收入大概 3 个亿，淮阴大概有 4 个亿，14 年估计江北会有 3.6 个亿，淮阴会有 4.5 个亿，明年数字统计可能会更高，江北医院收入可能要上升快一些，因为他增加了很多展开面积，在原来的病房楼边上又盖了个群楼，群楼盖了三层，今年四月份交付使用了有一个门诊楼，这有 2 万 6 千多平方米，这两个楼交付使用的话，他的展开面积就增加了，大概能增加 200 张床位，同时又新增了很多设备，在

收购的时候，有一个亿的资金是增资的名义进行，包括了设备在里面，高端的设备，其中有一个飞利浦的 iCT，还有一个 3.0 的核磁共振，两台彩超，一个肿瘤创疗的加速器，这些设备的增加跟进了很多项目的增加，产地的增加和设备的增加带来收入的增加。

江北医院没有淮阴的利润高，13 年只有 1 千 6 百万，14 年具体数字没出来，14 年由于一些医院的投资改造，预计大概到 4100-4500 万这样的水平。淮阴医院刚从公立医院变为股份制医院，原来有一部分，其中前 10 位供应商，占了采购 80% 以上，这个有一个渐进的过程，不可能马上把他砍掉，如果砍的太急，配送可能供应不上，会影响整个医院的运营情况，所以可能是一个渐进的过程，估计拿不回来 15%，当然整个利润不会下降，一般是有一个 10-15% 的增长水平。

### 3、医院收购接收以后，今后 1-2 年的投入及人员调整。

淮阴医院的人员一共是 900 多个职工，不到 1000 个，可能随着产地的增加，会增加一些新的技术人员，管理人员不会增加太多，短期之内不会有大的动作，我们是根据医院的发展情况，渐进性的，比如需要加强的学科我们会有目的性的进行改造，因为这个医院本身经营的还不错，如果政策没有很大变化，他的经营不会掉下来，所以根据这个原则，我们是渐进性的调整；管理原则上是原有的管理团队，只是我们会向公司制改革的方向发展，我们肯定要派财务总监的，技术上我们要派一个执行院长，另外我们要帮助引进一些技术项目，产地的改造我们未来会随着医院的发展，我们会利用 40 亩地增加我们的拓展空间。江北医院，他是三次改制，人员不像淮阴医院，他是一个股份制医院，公司未来会有一个整体的规划，管理还是原有的管理团队为主，财务、物流配送公司一定要掌握。

### 4、对于医院初步投入的规划？

南京这个医院，有一个亿是增资，在短期之内公司不需要一个大的投资，产地是足够的、设备已经是最先进的，如果说将来场地或者有新的技术项目需要引进，公司可能会要论证新的投资，目前还没有新的投资打算；淮阴医院就是看政府给公司搬迁的 40 亩地，这个估计要到 1-2 年以后，估计在 2 年内会有大的投资。

### 5、供应链的利润率情况？

采供配送这块，目前这两个医院，药品零售基本占到 40-50% 的医院销售收入

水平，假如说淮阴 4.5 个亿，那么其销售药品大概也能占到 2 个亿左右，销售价格一般是在采购基础上加 15%，实际上到了 21%的水平，公司可以从供应链再挤出来 15%的利润。

#### 6、公司现有的现金水平，未来是不是还有一些收购兼并的计划？

公司的账上资金还有 23 亿，可以准备大的收购；实际上 14 年年初，公司就在选择制药企业是主要关注的对象，上半年我们谈到了一些有规模的企业，但是后来还是放弃了，主要是考虑到对方的主要产品药监局已经批复了若干个，他的价值在递减，他的报价也同时递减，我们为了股东的负责，我们不会做不划算的生意，像现在我们的收购，锐业也好，实际上我们还有一个小的中药厂，已经完成了，但是涉及到一些后期的转移，我们现在不便公告，那么除了这些之外，我们还有几个项目在谈，主要还是看双方的议价；作为医疗这一块，公司很早就有一个打算，作为一些试水，不是四环的主业，收购哪一些医院也要具体分析，看哪些医院符合我们的标的，有发展的潜质；至于中康其他医院要不要收购，我们也会综合考虑，医疗那边团队的发展肯定还会继续发展，但是不是我们集团的主业。

中康其他几家医院，一共 4 家医院，都是二级医院，有一个在成都，叫西南兵工成都医院，还有一个在四川南充，叫南充石油管理局医院，也叫石油二院，现在改制叫东方医院，还有一家河南驻马店，叫驻马店肿瘤医院，可能收入最高的是南充东方医院，大概收入 8000 万，河南的到 5000 万，成都也就是 5000 万左右的收入水平；利润的话以前是成都的兵工医院，但是 14 年利润又下来，主要是因为四川的医保超支，就是说给你这么多钱，如果你收病人收多了，那么就自己医院贴钱，大概是给了 2600 万，如果超过了 2600 万，你就自己贴钱，所以到一定程度就不敢收病人，所以 13 年利润达到 20%，14 年反而下来，所以在收购这个医院，公司就有点犹豫，因为这个利润受政策的影响，还有就是这个公司有几个备选的项目，我们跟踪了半年以上，条件比他还要好，就像贾总说的，我们不是要收购哪家医院，原则是看医院的品质和发展的潜质，这两点是我们收购的原则，根据这个原则我们大概还有六家医院作为我们下一步备选的考察，这里面六家医院中有一个是三甲医院，另外五个是二甲医院。

#### 7、淮阴医院运营情况相当不错，利润率将近 20%，是否仍有提升空间。民营医院最大的挑战是医护人员的不足，改制之后有什么样的保证能吸引到优秀的医护人员，这个有什么样的计划？

一般是这样的概念，非常优秀的综合医院利润能达到 25%，专科医院达到 30%。

淮阴医院现在能达到 20%，未来还有增长的空间，空间就物流的进一步的优化，可以把利润拿回来；另外这个医院已经轻装上阵，政府也是把这个土地建成商业医疗用地，它的价值就提高了，还有一些新项目有待引进来增加收入和利润。关于人员的流动问题，这是民营医院一直在呼吁的一个事情，人员流动比较厉害，一个原因就是公立医院面子上可能比较好看，这是心理上的；第二个问题是公立医院各种保险，是按事业单位来算，比企业拿的要高，淮阴医院可能不会改建，还是保持事业单位的身份。

## 【免责声明】

本研究报告乃由兴证(香港)证券经纪有限公司(持有香港证券及期货事务监察委员会(「香港证监会」)第1(证券交易)、4(就证券提供意见)类受规管活动牌照)备发。接收并阅读本研究报告,则意味著收件人同意及接纳以下的条款及声明内容。

本报告并非针对或意图发送予或为任何就发送、发布、可得到或使用此报告而使兴证(香港)证券经纪有限公司、兴证(香港)期货有限公司、兴证(香港)资产管理有限公司及兴证(香港)融资有限公司(统称「兴证香港」)违反当地的法律或法规或可致使兴证香港受制于相关法律或法规的任何地区、国家或其他管辖区域的公民或居民,包括但不限于美国及美国公民(1934年美国《证券交易所》第15a-6条例定义为本「主要美国机构投资者」除外)。

本报告仅提供予收件人,其所载的信息、材料或分析工具仅提供予收件人作参考及提供资讯用途,当中对任何公司及证券之提述均非旨在提供完整之描述,并不应被视为销售、购买或认购证券或其他金融工具的要约或要约邀请。本报告所提述之证券或不能在某些司法管辖区出售。未经兴证香港事先书面许可,收件人不得以任何方式修改、发送或复制本报告及其所包含的内容予其他人士。

兴证香港相信本报告所载资料的来源及观点的出处均属可靠,惟兴证香港并不明示或默示地保证其准确性及/或完整性。除非法律法规有明确规定,兴证香港或其任何董事、雇员或代理人概不就任何第三方因使用/依赖本报告所载内容而引致的任何类型的直接的、间接的、随之而发生的损失承担任何责任。

本报告并非针对特定收件人之特定投资目标、财务状况及投资需求所编制,因此所提述的证券不一定(或在相关时候不一定持续)适合所有收件人。本报告之观点、推荐、建议或意见不一定反映兴证香港或其集团的立场,分析员对本报告提述证券的观点可因市场变化而改变,惟兴证香港没有责任通知收件人该等观点的变更。收件人不应单纯依赖本报告而取代其独立判断,收件人在作出投资决定前,应自行分析及/或咨询专业顾问的意见。兴证香港的持牌人员或会向有关客户及集团成员公司提供可能与本报告所表达意见不同之口头或书面市场评论或买卖建议。兴证香港并无责任向收件人提供该等其他建议或交易意见。

兴证香港及其集团、董事、高级职员及雇员(撰写全部或部分本报告的研究员除外),将可能不时于本报告提述之证券持有长仓、短仓或作为主事人,进行该等证券之买卖。此外,兴证香港及其集团成员公司或可能与本报告所提述或有关之公司不时进行业务往来,或为其担任市场庄家,或被委任替其证券进行承销,或可能以委托人身份替客户买入或沽售其证券,或可能为其担任或争取担任并提供投资银行、财务顾问、包销、融资或其他服务,或替其从其他实体寻求同类型之服务。收件人在阅读本报告时,应留意任何所有上述的情况均可能引致真正的或潜在的利益冲突。

## 【分析师声明】

本研究报告由兴证(香港)证券经纪有限公司分析员撰写。(1)本研究报告所表述的任何观点均准确地反映了分析员个人对标的证券及发行人的观点;(2)该分析员所得报酬的任何组成部分无论在过去、现在及未来均不会直接或间接地与研究报告所表述的具体建议或观点相联系;(3)对于提述之证券,该分析员并无

---

接收到可以影响他们建议的内幕消息/非公开股价敏感消息。