

医药生物

证券研究报告

2019年04月12日

医药国企改革研究：等风来？风已至！

投资评级

行业评级 强于大市(维持评级)

上次评级

强于大市

作者

郑薇 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517110003
 zhengwei@tfzq.com

潘海洋 分析师
 SAC 执业证书编号：S1110517080006
 panhaiyang@tfzq.com

国企改革提速，进入新阶段

2019 政府工作报告提出要加快国资国企改革；4 月 8 日晚，格力电器公告：格力集团拟通过公开征集受让方的方式协议转让格力集团持有的格力电器总股本 15% 的股票。拉长时间维度来看，国家曾多次在不同会议以及文件中对国企改革进行了提及与部署，而格力混改有望是国企改革向前迈进的一大步。我们认为国企改革有望提速，春风已至，国企改革即将迈入新的阶段。

“三条腿走路”，核心是提升效率和估值

长期以来国企产权不清晰、职责不明确、管理不科学造成了自身经济效益的低下，而国企改革有望通过三条路径：1、资产整合重组，表现为并购、资产证券化；2、股权激励，表现为高管或员工持股；3、混合所有制改革，表现为引入民营资本、战略投资者等。国企改革是以混合所有制为核心，借助管理层和员工持股，通过资产重组等方式提高效率，预计国企在经营效率、盈利能力、资源利用率等方面将向民营、外资企业靠拢，行业整体 ROE 水平将得到提升，盈利和估值迎来双提升，估值相对合理的优质国企将大概率受到资本市场持续追捧。

医药国资盈利能力相对弱，效率亟待提升，长期投资机会大

从体量上看，上市医药国企市值占行业比重 20%，总资产占比达 439.64%；从经营层面看，上市国企净利润占比仅为 25.3%，低于 44% 的收入占比，国资的运营效率远低于民间资本。医药国资上市公司的一大特点是拥有资源独占性（品牌、资源）、分销渠道优势和部分政策优势，我们认为，此轮国企改革将促进行业内的资源整合和配置，国资运营效率和盈利能力有望实现双提升。

投资建议

国企改革的主要方向是实行公司制、股份制改革，积极引入非国有资本实现股权多元化，提升国有整体的盈利能力与效率。国企改革主要有 3 条路径：1. 资产整合重组，表现为并购、资产证券化；2. 股权激励，表现为高管或员工持股；3. 混合所有制改革，表现为引入民营资本、战略投资者等。国企改革的三条路径是不能完全单独割裂的，彼此是互相协同联系的。资产重组、混合所有制改革以及股权激励通常是伴随发生，兼而有之。为此在国企改革这条路上我们建议关注：1、资产重组，理顺公司内部经营，集团内部形成良好的协同效应，建议关注国药系、华润系，重点关注**天坛生物**、**江中药业**等；混合所有制改革，引入民营资本，提升公司运行效率，获得更加灵活的运行机制，建议关注**云南白药**、**中新药业**等；3、股权激励绑定核心人员利益推动公司长期健康发展，建议关注**上海医药**、**精华制药**等。

风险提示：政策推进不及预期，国企改革进程落地速度缓慢，混改等改革措施不能对公司的经营产生积极变化；市场竞争导致企业盈利下滑等

行业走势图



资料来源：贝格数据

相关报告

- 1 《医药生物-行业专题研究：“微”阵列基因“芯”片的领跑者，小分子原创新药的弄潮儿——科创板系列报告四》 2019-04-11
- 2 《医药生物-行业点评：环保趋严形势确立，原料药行业有望迎来戴维斯双击》 2019-04-09
- 3 《医药生物-行业研究周报：看好医药板块行情，重点关注生物类细分领域及医药大消费投资机会》 2019-04-08



内容目录

1. 投资逻辑.....	4
2. 国企改革提速，酝酿投资良机.....	4
2.1. 中央国企改革进程加速，.....	4
2.2. “1+N”顶层方案落地后，国企改革继续深化.....	5
2.2.1. 深化国企改革，2019年是攻坚年.....	5
2.2.2. 地方国企积极响应，紧随国企改革潮流.....	6
3. 医药国企改革的目标：提高效率，改善经营.....	8
3.1. 拥有市场资源，盈利能力欠佳，既是问题更是机会.....	8
3.2. 通过国企改革，实现效率和估值双提升.....	9
4. “三条腿”走路，深化改革提升效率.....	12
4.1. 资产重组的两大代表——国药系与华润系.....	12
4.1.1. 国药系—国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物.....	13
4.1.2. 华润系—东阿阿胶、华润三九、华润双鹤、华润万东（已转让鱼跃科技）、江中药业.....	16
4.2. 具备前瞻的混改的代表——云南白药、中新药业.....	17
4.2.1. 中新药业混改进程.....	17
4.2.2. 云南白药：混改的先锋者.....	18
4.3. 股权激励的探索——精华制药、上海医药.....	20
5. 风险提示.....	21

图表目录

图 1：医药行业国有企业盈利能力显著低于民营资本.....	8
图 2：部分医药行业国企资产运营效率不及民企(央企杠杆率高).....	9
图 3：医药行业国企估值显著低于民企.....	9
图 4：天坛生物重组后管理费用率呈下跌趋势.....	13
图 5：中国医药集团股权结构图.....	14
图 6：华润系股权结构图.....	16
图 7：天津医药集团下属上市公司股权结构.....	17
图 8：2013-2018 年中新药业毛利率与净利率水平.....	18
图 9：2013-2018 年中新药业收入与归母净利润水平与变化情况.....	18
图 10：2013-2018 年云南白药收入情况.....	19
图 11：2013-2018 年云南白药净利润情况.....	19
图 12：云南白药吸收合并前后股权结构简易图.....	19
图 13：精华制药增发前后股东持股情况表.....	20
图 14：2015 年后精华制药收入端维持高速增长.....	21
图 15：2013-2018 年精华制药净利润的变化情况.....	21

表 1: 第一批及第二批国企改革试点名单	4
表 2: 国家层面国企改革政策或文件或会议	5
表 3: 国企改革地方相关文件出台情况	7
表 4: 医药板块国资背景上市公司一览(截止 2019 年 4 月 8 日)	10
表 5: 建议关注的医药央企改革标的	13
表 6: 国药集团资产重组进程	15
表 7: 华润系资产重组进程	17
表 8: 2014 年精华制药非公开发行股票方案细则	20
表 9: 上海医药股票期权激励对象	21

1. 投资逻辑

国企改革的主要方向是实行公司制、股份制改革，积极引入非国有资本实现股权多元化。本轮国企改革主要有 3 条路径：1. 资产整合重组，表现为并购、资产证券化；2. 股权激励，表现为高管或员工持股；3. 混合所有制改革，表现为引入民营资本、战略投资者等。

资产重组：资产重组有利于改善企业内部整体的运行效率。由于央企或大国企集团公司的业务相对规模较大，且内部子公司等较多，通过资产重组的方式既有利于解决集团内部同业竞争问题，又能使得各项业务之间形成良好协同效用。这其中可研究探索国药系与华润系的改革之路，重点关注天坛生物、江中药业等。

混合所有制改革：混合所有制改革是国有企业改革的突破口，通过混合所有制改革的推进，能有效的调动民营资本的力量，同时引入更加灵活的经营机制与管理体制，推动企业长期稳定健康的发展。重点关注云南白药、中新药业等。

股权激励：股权激励能形成管理层与公司层面的利益绑定，减弱“国有企业”固化的认知，激发员工的积极性，从而推动企业更加高效的运行。重点关注：精华制药、上海医药等。

2. 国企改革提速，酝酿投资良机

2.1. 中央国企改革进程加速，

中央政府频频表态，央企改革加速落地。2015 年 9 月中共中央、国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》，国企改革顶层方案正式落地，此后各省市相继出台配套文件。从政策层面看，2016 年 6 月 30 日国资委宣布国企改革顶层设计基本完成，已制定出台 13 个专项改革意见或方案。自 2014 年以来，国家部委推动动国企“混改”的方向越来越明确、速度越来越快。2014 年，国资委启动四项改革试点以来，从国企“混改”试点，到投资运营公司，再到创建世界一流示范企业不断深入。2017 年底，国企改革 31 家企业进入第三批混改试点名单，其中中央央企子企业 10 家，地方国有企业 21 家。

2018 年国资委发布《关于开展“国企改革双百行动”企业遴选工作的通知》，决定选取百家中央企业子企业和百家地方国有骨干企业，在 2018 年-2020 年期间实施“国企改革双百行动”，深入推进改革。2019 年政府工作报告中提出加快国企改革，我们预判，国企改革的风口已至，国企改革加速推进。

表 1：第一批及第二批国企改革试点名单

改革方案	第一批试点国企		第二批试点国企		
	A 股上市公司	试点企业	改革方案	试点企业	A 股上市公司
中央企业改组国有资本投资公司试点	国家开发投资公司	中成股份、国投新集、国投电力、中纺投资、国投中鲁	国有资本运营公司试点	诚通集团、中国国新	中储股份、冠豪高新、岳阳林纸、美利纸业
中央企业改组国有资本投资公司试点	中粮集团	中粮地产、中粮屯河、中粮生化	国有资本投资公司试点	神华集团、宝钢、武钢、中国五矿、招商局集团、中交集团、保利集团	中国神华、莱宝高科、宝钢股份、*ST 韶钢、宝信软件、武钢股份五矿发展、株冶集团、*ST 金瑞、中钨高新、招商蛇口、招商轮船、深赤湾 A、招商证券、中集集团、华北高速、招商银行、中国交建、振华重工、保利地产
中央企业发展混合所有制经济试点；中央企业董事会行使高级管理人员选	中国医药集团总公司	国药一致、国药股份、天坛生物、现代制药	董事会职权试点	中国节能、中国建材、国药集团、新兴际华集团	太阳能、节能风电、万润股份、启源装备、北新建材、洛阳玻璃、方兴科技、瑞泰科技、中国玻纤、国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物、际

聘、业绩考核和薪酬管理职权试点					华集团、新兴铸管
中央企业发展混合所有制经济试点；中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点	中国建筑材料集团有限公司	北新建材、中国玻纤、洛阳玻璃、方兴科技、瑞泰科技	中央企业兼并重组试点	中国建材和中材集团、中远集团和中国海运、中电投集团和国家核电等 3 对重组企业	中材国际、中材科技、祁连山、天山股份、宁夏建材、国统股份、中国远洋、中远航运、中海集运、中海发展、中海海盛、中海科技、吉电股份、上海电力、漳泽电力、中电远达、露天煤业
中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点	中国节能环保集团公司	烟台万润	中央企业信息公开试点	中粮集团、中国建筑	中粮地产、中粮屯河、酒鬼酒、中粮生化、国投电力、国投安信、*ST 新集、中成股份、国投中鲁

资料来源：国资委等政府网站，天风证券研究所

2.2. “1+N” 顶层方案落地后，国企改革继续深化

《关于深化国有企业改革的指导意见》于 2015 年 9 月印发，国企改革顶层方案正式落地，是中央“1+N”国企改革方案的核心文件。“指导意见”主要强调以下 4 个方面：

1.明确企业类别，分类推进国企改革。国有企业被分为商业类和公益类，不同的类别分别改革、发展、监管、定则和考核。医药行业属于商业类，是充分竞争性行业，国有资本可以控股或参股，积极引入其他国有资本或各类非国有资本实现股权多元化主要考核经营业绩指标、国有资产保值增值和市场竞争能力。

2.以管理资本为主的管理模式。要划清经营权和所有权的界限，国资委由“管资产”向“管资本”方向转变。推行以管资本为主的国有资产监管机构，国有资本投资、运营公司作为国有资本市场化运作的专业平台。国资委管理权利下放，企业拥有自主经营决策权。

3.推进国有企业改制上市，实现资产证券化。积极推进公司股份制改革，创造条件实现集团公司整体上市。按照不同的企业类型，处于充分竞争领域的商业公司，原则上都要进行股份制改革。发挥国有资本投资、运营公司的作用，清理退出一批、重组整合一批、创新发展一批国有企业。

4.发展混合所有制经济，鼓励非国有资本参股国有企业。鼓励非国有资本投资主体通过出资入股、收购股权、认购可转债、股权置换等多种方式参与国有企业改革。混合所有制改革的目的是引入优秀的战略投资者，提高效率与合理配置资产。混合所有制改革不设时间表，混改的目的是国有企业做大做强，成熟之后方可推进。

2.2.1. 深化国企改革，2019 年是攻坚年

在 3 月 12 日的全国两会上，国务院国资委主任肖亚庆表示，各省区市按照中央的要求正在深入推进国有企业改革，特别是地方党委和政府高度重视。地方国有企业的改革是国有企业改革当中非常重要的环节，下一步要加大力度，推动改革不断向前推进。

李克强总理在《政府工作报告》中 105 次提到了“改革”，而在不同会议与文件中，也都多次提及到国企改革。我们认为深化国企改革将是自上而下一直并长期坚持的政策，2019 年将是国企改革的攻坚年。

表 2：国家层面国企改革政策或文件或会议

时间	政策或文件名称	国企改革内容
2013-11-12	十八届三中全会	积极发展混合所有制经济，推动国有企业完善现代企业制度，支持非公有制经济健康发展
2014-3-24	国务院《关于进一步优化企业兼并重组市场环境的意见》	1、放宽民营资本市场准入，加快垄断行业改革，向民营资本开放非明确禁止进入的行业和领域 2、深化国有企业改革，推进国有企业产权多元化，完善公司治理结构，建立现代企业制度，完善企业负责人任免、评价和激励机制
2014-4-30	发展改革委《关于 2014 年深化经	深化国有企业改革，深入研究和准确定位国有企业的功能性质，区分提供公益性产品或服务、自

	济体制改革重点任务的意见》	然垄断环节、一般竞争性行业等类型，完善国有企业分类考核办法，推动国有经济战略性调整，增强国有经济的市场活力和国际竞争力
2014-7-15	国资委针对央企开展“四项改革”试点	1、中央企业改组国有资本投资公司试点（国家开发投资公司、中粮集团有限公司） 2、中央企业发展混合所有制经济试点（中国医药集团总公司、中国建筑材料集团） 3、中央企业董事会行使高级管理人员选聘、业绩考核和薪酬管理职权试点（中国节能环保集团、中国建材、新兴际华集团和中国医药集团总公司） 4、向中央企业派驻纪检组试点
2015-5-18	国务院同意发展改革委《关于2015年深化经济体制改革重点工作的意见》	1、推进国企国资改革，出台深化国有企业改革指导意见，制定改革和完善国有资产管理体制、国有企业发展混合所有制经济等系列配套文件 2、制定中央企业结构调整与重组方案，加快推进国有资本运营公司和投资公司试点，形成国有资本流动重组、布局调整的有效平台
2015-5-25	《国务院国资委2015年度指导监督地方国资委工作计划》	1、坚持稳妥有序，指导推动地方深化国有企业改革 2、加强对地方国资委发展混合所有制经济情况的指导和监督
2015-9-13	国务院印发《关于深化国有企业改革的指导意见》	国企改革到2020年在重要领域和关键环节取得决定性成果、国有企业将分为商业类和公益类分类改革、大力推动国有企业改制上市，创造条件实现集团公司整体上市、混合所有制改革不设时间表
2016-7-2	国资委、财政部联合发布《企业国有资产交易监督管理办法》	规范企业国有资产交易行为，加强企业国有资产交易监督管理，防止国有资产流失
2016-7-26	《国务院办公厅关于推动中央企业结构调整与重组的指导意见》	明确了下一阶段推进中央企业结构调整和重组的重点工作，即“巩固加强一批、创新发展一批、重组整合一批、清理退出一批”
2016-8-18	《关于国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的意见》	主要采取增资扩股、出资新设方式开展员工持股，保证国有资本的控股地位。员工入股应主要以货币出资，入股价格不得低于经核准或备案的每股净资产评估值。年内启动实施首批试点，成熟一户开展一户，2018年年底视情况适时扩大试点
2018-5-25	《国务院关于改革国有企业工资决定机制的意见》	改革工资总额确定办法；完善工资与效益联动机制；分类确定工资效益联动指标。
2018-07-30	国务院发布《国务院关于推进国有资本投资、运营公司改革试点的实施意见》	通过改组组建国有资本投资、运营公司，构建国有资本投资、运营主体，改革国有资本授权经营体制，完善国有资产管理体制，实现国有资本所有权与企业经营权分离，实行国有资本市场化运作。
2019-3-5	第十三届全国人民代表大会第二次会议	加快国资国企改革。加强和完善国有资产监管，推进国有资本投资、运营公司改革试点，促进国有资产保值增值。积极稳妥推进混合所有制改革。完善公司治理结构，健全市场化经营机制，建立职业经理人等制度。

资料来源：中国政府网站，天风证券研究所

2.2.2. 地方国企积极响应，紧随国企改革潮流

2013年12月上海率先公布《关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见》，拉开全国地方国企改革的序幕。截至目前，全国共有29个省、直辖市和自治区出台地方文件，主要内容涵盖了实施分类监管、发展混合所有制、完善现代企业制度、实施股权激励机制等。

以上海为例，截止到2018年11月底上海国有资产规模达19万亿。按照分类监管看，上海国资委旗下的42家上市公司按照分类，33家为竞争类，4家为功能类，5家为公共服务类。2015年初成立上海国盛与上海国际两家国有资产投资运营平台，同时上海积极引入战略投资者，实施股权激励和员工持股推行职业经理人管理制度等，激活企业活力，提高综合竞争力。

2016年7月上海国企改革ETF发行，首次募集金额达152.2亿元，主要成分包括66家上海国企。上海国企ETF是基于中证上海国企指数开发的产品，可以通过股票认购ETF份额。这是全国首例借助资本市场实行国资改革的创造性措施，有助于实现国有资本的流转，提高国有股权的流动性。

在我国中西部等省市的国有企业，则通过资产注入、重组等方式，提升资产证券化率。以

安徽为例，2016年5月安徽省出台《关于深化国资国企改革的实施意见》，要求积极发展混合所有制改革，推动国资企业整体上市，鼓励国有资本与各类资本共同设立一批混合所有制形态的股权投资基金，推广PPP模式等。目前省属国资企业证券化率为40%左右，根据安徽省政府规划，未来五年安徽省国资证券化率要达到60%左右。安徽省政府通过资产证券化优化资产配置，做大做强国资企业。

表3：国企改革地方相关文件出台情况

地区	国企改革相关文件	出台日期
	关于进一步深化上海国资改革促进企业发展的意见	2013年12月
上海	关于推进本市国有企业积极发展混合所有制经济的若干意见(试行)	2014年7月
	本市国有企业混合所有制改制操作指引(试行)	2016年1月
	上海浦东国企改革18条	2016年6月
	上海市人民政府关于本市推进供给侧结构性改革的意见	2016年8月
	关于本市地方国有控股混合所有制企业职工持股首批试点工作实施方案	2017年1月
北京	关于全面深化市属国资国企改革的意见	2014年8月
	2015年市政府工作报告重点工作分工方案	2015年3月
	贯彻落实《中共中央关于全面深化改革若干重大问题的决定》的意见	2014年1月
	关于市属国有控股混合所有制企业开展员工持股试点的实施办法	2016年12月
广东	关于全面深化国有企业改革的意见	2014年11月
	关于深化省属企业负责人薪酬制度改革的实施方案	2015年11月
	关于深化省属国有企业改革完善国有资产管理体制的意见	2014年7月
	关于全面深化国有企业改革的意见	2016年9月
	广东省国资委以管资本为主推进职能转变方案	2018年7月
山东	关于深化省属国有企业改革几项重点工作的实施意见	2015年3月
	关于省属国有企业发展混合所有制经济的意见	2016年3月
	山东省属国有企业员工持股试点工作实施细则	2017年1月
	关于省属国有企业混合所有制改革发挥中小股东作用的指导意见	2017年2月
江苏	关于全面深化国有企业和国有资产管理体制改革的意见	2014年7月
	省管企业发展混合所有制经济试点工作方案;省管企业市场化选聘职业经理人试点工作方案	2014年10月
	关于上报“双百企业”综合改革实施方案的通知	2018年8月
浙江	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年9月
	关于深化省管企业负责人薪酬制度改革的实施意见	2016年7月
	福建省人民政府办公厅关于进一步完善促进产业发展体制机制工作实施方案的通知	2014年7月
福建	关于深化国有企业改革的实施意见	2016年3月
	关于进一步深化国资国企改革的实施意见	2014年3月
天津	关于深化市属国有企业改革的实施意见,以及关于深化市属国有企业“四个一批”改革的支持政策、	2016年5月
	关于市管企业推行职业经理人和市场化选聘经营管理者制度的意见(试行)两个配套文件	
黑龙江	黑龙江省人民政府关于进一步完善全省国资管理体制深化国企改革指导意见	2014年2月
	关于全面深化国资国企改革的意见	2014年11月
	吉林省人民政府关于国务院近期支持东北振兴若干重大政策举措的落实意见	2014年10月
吉林	关于深化国有企业改革的意见	2015年11月
	关于改组组建省属国有资本投资运营公司的意见	2015年11月
	监管企业投资监督管理办法	2018年9月
辽宁	深化国资国企改革意见	2014年11月
	辽宁省改革驱动战略实施方案	2015年8月
	加快推进全省国资国企改革专项工作方案	2018年8月
重庆	中共重庆市委重庆市人民政府关于进一步深化国资国企改革的意见	2014年4月
	关于深化市属国有企业改革的实施方案	2016年4月

贵州	贵州省国资委监管企业产权制度改革三年行动计划	2014年2月
四川	关于深化国资国企改革促进发展的意见	2014年5月
	四川省人民政府关于省属国有企业发展混合所有制经济的意见	2016年5月
	四川省深化国有企业改革实施方案	2016年12月
湖南	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年3月
湖北	关于深化国有企业改革的意见	2014年5月
	关于深化国有企业改革的意见	2015年8月
江西	关于进一步深化国资国企改革的意见	2014年6月
	江西省属国资国企改革实施方案	2015年12月
山西	关于深化国资国企改革的实施意见	2014年7月
	山西省省属国有企业外部董事管理试行办法	2016年5月
	山西省省属国有企业投资风险监督管理办法	2018年8月
河南	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年11月
	2018年河南省省属国有企业拟实施混改项目表	2018年8月
云南	关于全面深化国有企业改革的意见	2014年7月
海南	深化海南国资国企改革的实施意见	2013年12月
	海南省深化市县属国有企业改革指导计划(2016),	2016年4月
安徽	2014年深化全省国企改革的安排意见	2014年8月
	关于深化国资国企改革的实施意见	2016年5月
青海	关于深化国资国企改革的指导意见	2014年8月
甘肃	关于进一步深化国资国企改革促进企业发展的意见	2014年9月
	省属国有企业规范董事会建设实施方案	2016年2月
陕西	陕西省人民政府关于推进混合所有制经济发展的意见(试行)	2014年9月
河北	关于深化国有企业改革指导意见	2014年10月
	关于深化地方国有企业改革的实施意见	2015年11月
广西	关于全面深化我区国资国企改革的意见	2014年10月
宁夏	关于进一步深化国有企业改革的意见	2014年10月
新疆	自治区国有经济2014年-2020年的发展思路	2014年1月

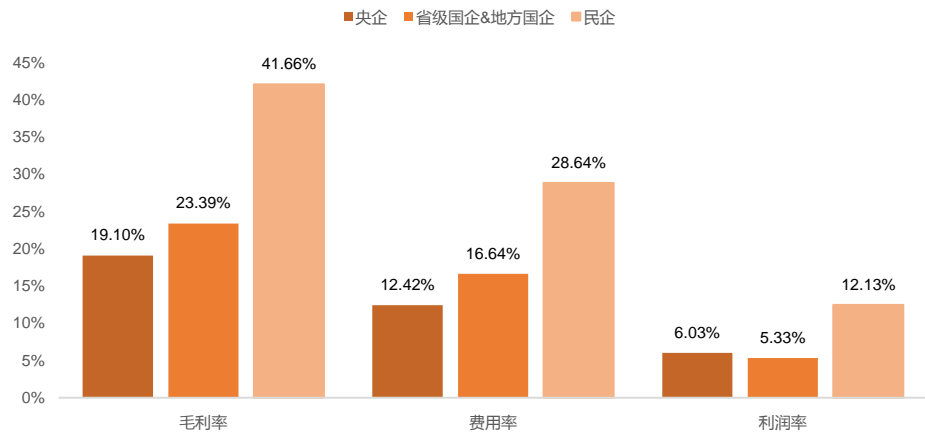
资料来源：政府网站，天风证券研究所

3. 医药国企改革的目标：提高效率，改善经营

3.1. 拥有市场资源，盈利能力欠佳，既是问题更是机会

医药行业上游属于竞争性行业。目前A股约拥有292家上市公司，其中国有企业共51家（央企12家，省级国企17家，高校企业3家，地方国企20家）。医药行业国有企业的盈利水平要低于民营企业，这其中有一部分原因是由于行业本身的性质所决定的（如国资在毛利率偏低的医药流通领域占比较高），当然我们也相信，有些公司相差近一倍左右的净利率并非全部与行业性质有关，国有企业在行业中的占比也同样是影响整个行业盈利能力的的关键因素之一。

图1：医药行业国有企业盈利能力显著低于民营资本

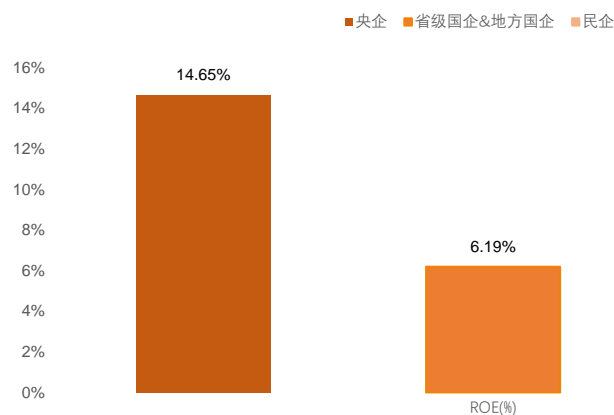


资料来源：wind, 天风证券研究所

3.2. 通过国企改革，实现效率和估值双提升

国有企业整体表现为效率低下，盈利能力欠佳，创新动力不足，根本的原因是产权不清晰、职责不明确、管理不科学，使得自身的经济效益低下。而本轮国企改革以混合所有制为核心，民营资本的活力注入到国有资本中，同时借助于管理层和员工持股，提升了企业员工参与企业建设的积极性。现代化企业管理制度的引入，打破了以往权责不清和管理效率低下的问题，形成相对现代化的管理体系，总体上有助于提升资产运营效率、盈利能力和估值水平。

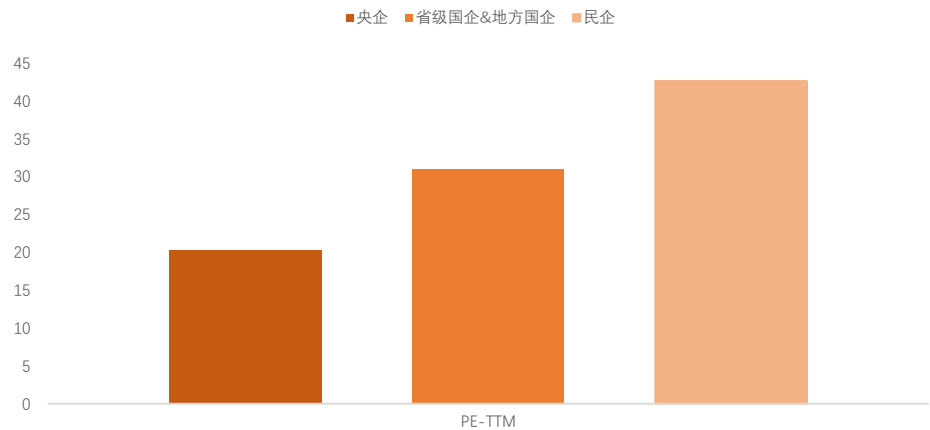
图 2：部分医药行业国企资产运营效率不及民企(央企杠杆率高)



资料来源：wind, 天风证券研究所

估值方面，我们通过整体法（全部A股医药上市公司总市值除以归母净利润）估算的全部A股医药类上市公司市盈率大约为33倍，其中医药央企的市盈率约为20倍左右，地方医药国企市盈率为31，而除去国有企业以外的全部企业（民营企业、外资企业、公众企业、集体企业、其他企业）市盈率则达到43倍。这一数据表明，医药国企估值明显处于低位，国企改革逻辑下的上市标的有望受到资本市场的持续追捧。

图 3：医药行业国企估值显著低于民企



资料来源: wind, 天风证券研究所

从各子行业分布来看, 国企所处子行业包括化学制药 (15 家)、中药 (16 家)、医药商业 (12 家)、生物制药 (5 家)、医疗器械 (2 家) 和医疗服务 (2 家)。拥有资源独占性 (品牌、资源) 和分销渠道优势, 是国资医药上市公司一大特点。

表 4: 医药板块国资背景上市公司一览(截止 2019 年 4 月 8 日)

公司名称	所属板块	第一大股东	持股比例 (%)	总市值 (亿元)	实际控制人
国药一致	医药商业 III	国药控股股份有限公司	56.06	218.30	国务院国有资产监督管理委员会
东阿阿胶	中药 III	华润东阿阿胶有限公司	23.14	321.97	国务院国有资产监督管理委员会
国新健康	医疗服务 III	中海恒实业发展有限公司	26.22	276.39	国务院国有资产监督管理委员会
启迪古汉	中药 III	启迪科技服务有限公司	29.41	41.79	中华人民共和国教育部
华润三九	中药 III	华润医药控股有限公司	63.60	277.81	国务院国有资产监督管理委员会
嘉事堂	医药商业 III	中国青年实业发展总公司	16.72	47.10	共青团中央
中国医药	医药商业 III	中国通用技术(集团)控股有限责任公司	41.27	180.04	国务院国有资产监督管理委员会
华润双鹤	化学制剂	北京医药集团有限责任公司	59.99	151.48	国务院国有资产监督管理委员会
天坛生物	生物制品 III	中国生物技术股份有限公司	49.96	225.10	国务院国有资产监督管理委员会
现代制药	化学制剂	上海医药工业研究院	22.68	116.82	国务院国有资产监督管理委员会
国药股份	医药商业 III	国药控股股份有限公司	55.29	205.62	国务院国有资产监督管理委员会
北大医药	化学原料药	西南合成医药集团有限公司	28.58	48.51	北京大学
山大华特	化学制剂	山东山大产业集团有限公司	20.72	55.77	山东大学
达安基因	生物制品 III	广州中大控股有限公司	16.63	105.18	中山大学
英特集团	医药商业	浙江省国际贸易集团有限	29.88	29.44	浙江省人民政府国有资产监督

	Ⅲ	公司			管理委员会
云南白药	中药Ⅲ	云南白药控股有限公司	41.52	890.81	云南省国资委
新华制药	化学原料药	华鲁控股集团有限公司	32.94	56.90	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
金陵药业	中药Ⅲ	南京新工投资集团有限责任公司	45.23	42.44	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
广济药业	化学原料药	湖北省长江产业投资集团有限公司	16.57	30.83	湖北省人民政府国有资产监督管理委员会
力生制药	化学制剂	天津金浩医药有限公司	51.36	53.22	天津市人民政府国有资产监督管理委员会
陇神戎发	中药Ⅲ	西北永新集团有限公司	26.10	22.72	甘肃省人民政府国有资产监督管理委员会
同仁堂	中药Ⅲ	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	52.45	427.90	北京市人民政府国有资产监督管理委员会
太极集团	中药Ⅲ	太极集团有限公司	33.20	74.07	重庆市涪陵区人民政府国有资产监督管理委员会
中恒集团	中药Ⅲ	广西投资集团有限公司	22.38	125.45	广西壮族自治区人民政府国有资产监督管理委员会
中新药业	中药Ⅲ	天津市医药集团有限公司	43.07	127.40	天津市人民政府国有资产监督管理委员会
天药股份	化学原料药	天津药业集团有限公司	50.79	55.58	天津市人民政府国有资产监督管理委员会
新华医疗	医疗器械Ⅲ	淄博矿业集团有限责任公司	28.77	62.59	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
鲁抗医药	化学制剂	山东省人民政府国有资产监督管理委员会	21.12	73.80	山东省人民政府国有资产监督管理委员会
华北制药	化学制剂	冀中能源集团有限责任公司	21.60	85.13	河北省人民政府国有资产监督管理委员会
第一医药	医药商业Ⅲ	百联集团有限公司	44.09	26.75	上海市人民政府国有资产监督管理委员会
上海医药	医药商业Ⅲ	香港中央结算(代理人)有限公司	31.08	599.40	上海市人民政府国有资产监督管理委员会
江中药业	中药Ⅲ	江西江中制药(集团)有限责任公司	43.03	79.30	江西省人民政府国有资产监督管理委员会
长春高新	生物制品Ⅲ	长春高新超达投资有限公司	22.36	523.74	长春市人民政府
浙江震元	医药商业Ⅲ	绍兴震元健康产业集团有限公司	19.94	27.00	绍兴市人民政府国有资产监督管理委员会
双鹭药业	生物制品Ⅲ	徐明波	22.57	189.99	新乡市人民政府国有资产监督管理委员会,徐明波
仙琚制药	化学制剂	仙居县国有资产投资集团有限公司	21.55	78.06	仙居县国有资产管理局
精华制药	中药Ⅲ	南通产业控股集团有限公司	34.29	58.17	南通市人民政府国有资产监督管理委员会
佛慈制药	中药Ⅲ	甘肃佛慈医药产业发展集团有限公司	61.63	45.75	兰州市人民政府国有资产监督管理委员会
卫光生物	生物制品	深圳市光明集团有限公司	65.25	52.00	深圳市光明新区管理委员会

	III				
海正药业	化学原料药	浙江海正集团有限公司	33.22	121.75	台州市椒江区人民政府
开开实业	医药商业	上海开开(集团)有限公司	26.51	23.09	上海市静安区人民政府国有资产监督管理委员会
	III				
白云山	中药 III	广州医药集团有限公司	45.04	679.58	广州市人民政府国有资产监督管理委员会
片仔癀	中药 III	漳州市九龙江集团有限公司	57.92	708.29	漳州市人民政府国有资产监督管理委员会
千金药业	中药 III	株洲市国有资产投资控股集团有限公司	28.53	47.12	株洲市人民政府国有资产监督管理委员会
联环药业	化学制剂	江苏联环药业集团有限公司	37.09	22.84	扬州市人民政府国有资产监督管理委员会
山东药玻	医疗器械 III	沂源县公有资产管理委员会	15.66	109.09	沂源县公有资产管理委员会
哈药股份	化学制剂	哈药集团有限公司	46.10	167.81	哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会
南京医药	医药商业 III	南京医药集团有限责任公司	23.22	55.00	南京市人民政府国有资产监督管理委员会
百花村	医疗服务 III	新疆生产建设兵团第六师国有资产经营有限责任公司	19.86	26.87	新疆生产建设兵团农业建设第六师
钱江生化	生物制品 III	海宁市资产经营公司	33.30	21.28	海宁市国有资产监督管理局
人民同泰	医药商业 III	哈药集团股份有限公司	74.82	58.05	哈尔滨市人民政府国有资产监督管理委员会
太龙药业	中药 III	郑州众生实业集团有限公司	23.08	35.87	巩义市竹林镇人民政府
东北制药	化学原料药	辽宁方大集团实业有限公司	26.02	83.49	沈阳市人民政府国有资产监督管理委员会

资料来源: wind, 天风证券研究所

4. “三条腿”走路，深化改革提升效率

国企改革主要有 3 条路径: 1. 资产整合重组, 表现为并购、资产证券化; 2. 股权激励, 表现为高管或员工持股; 3. 混合所有制改革, 表现为引入民营资本、战略投资者等。国企改革是企业“做大做强”的手段, 但这三种方式不是单独割裂的, 通常是兼而有之, 共同推动企业的成长, 进一步提升企业的盈利能力与运行效率, 增加社会产值。

建议关注国企改革相关标的:

国药系: 天坛生物、国药股份、国药一致、现代制药;

华润系: 江中药业、华润三九、华润双鹤、东阿阿胶;

其他国企: 云南白药、太极集团、上海医药、北大医药、片仔癀、精华制药、南京医药等。

4.1. 资产重组的两大代表——国药系与华润系

通过集团资产重组, 集团及下属企业定位逐渐清晰, 运营效率得到提升。总体来说, 短期看资产重组, 中长期看财务改善和净利率提升。大部分央企集团内部资产较为复杂, 早期并没有较顺的内部机制, 通过资产重组的方式能较好的解决内部协同的问题, 提升公司整

体的运行效率。

表 5：建议关注的医药央企改革标的

上市公司	国资控股比例 (%)	资产负债率 (%)
国药股份	44.01	46.40
国药一致	51.00	57.89
现代制药	41.62	61.05
天坛生物	57.17	60.29
华润三九	63.60	36.15
华润双鹤	59.99	17.12
东阿阿胶	27.80	17.73

资料来源：wind, 天风证券研究所

4.1.1. 国药系—国药股份、国药一致、现代制药、天坛生物

中国医药集团是目前我国规模最大、产业链最全、综合实力最强的医药健康产业集团，旗下拥有 6 家上市公司：国药控股、国药股份、国药一致、天坛生物、现代制药、中国中药。集团业务覆盖了疾病的预防治疗和诊断护理等健康相关产品的分销、零售、研发及生产，2017 年营业收入超 3500 亿元集团影响力不断提升，位列世界 500 强企业榜单第 194 位。

2014 年 7 月国资委开展首批国企改革试点，国药集团在试点名单中，集团资产庞大、业务结构存在交叉，通过改革可以提高效率，避免内部的同业竞争。通过资产重组，国药股份成为国药集团的医药商业平台；而现代制药成为化学原料药和化学制剂的生产企业；中国中药成为国药集团的中药平台；天坛生物重组后成为国药系旗下唯一的血制品平台。

2016 年 8 月，国药集团的改革继续深化：

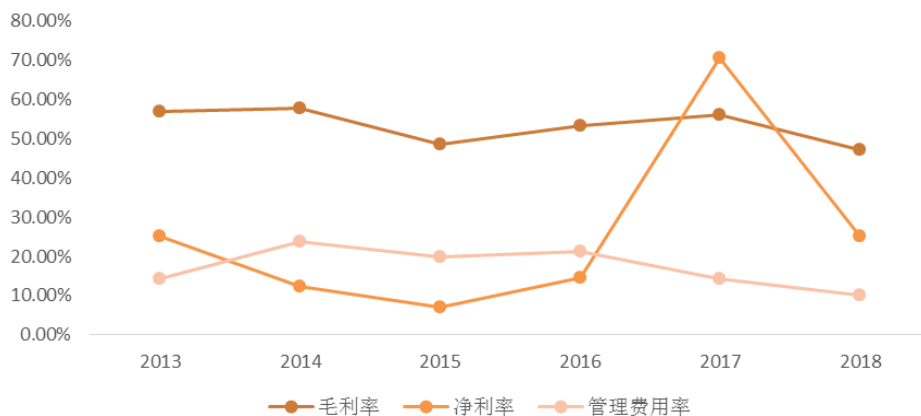
1、**国药股份**通过收购国控北京（100%）、北京康辰（100%）、北京华鸿（60%）、天星普信（51%）的股权，成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台；

2、**国药一致**通过购买国大药房（100%）、佛山南海（100%）、广东新特药（100%）、广东南方医药对外贸易有限公司（100%）的股权，成为两广分销的唯一平台，同时注入的国大药房优质资产，后续盈利能力值得期待；

3、**现代制药**购买国药控股、国药一致和国药工业的部分资产，合计作价约 77.4 亿元，重组完成后现代制药在现有业务的基础上进一步补充心血管药物、抗感染类药物、全身性用药、抗肿瘤用药、麻醉精神类产品种类，增强研发能力和业务拓展能力，提升了综合竞争力；

4、**天坛生物**重组后成为国药系旗下唯一的血制品平台。整合计划通过采用中生股份下属血制品资产（兰州所、上海所、武汉所、贵州中泰）作价入股成都蓉生的方式完成血制品板块的整合；同时天坛生物剥离其疫苗业务。重组的可行性较强，进一步提升了天坛生物的运行效率与盈利能力。

图 4：天坛生物重组后管理费用率呈下跌趋势

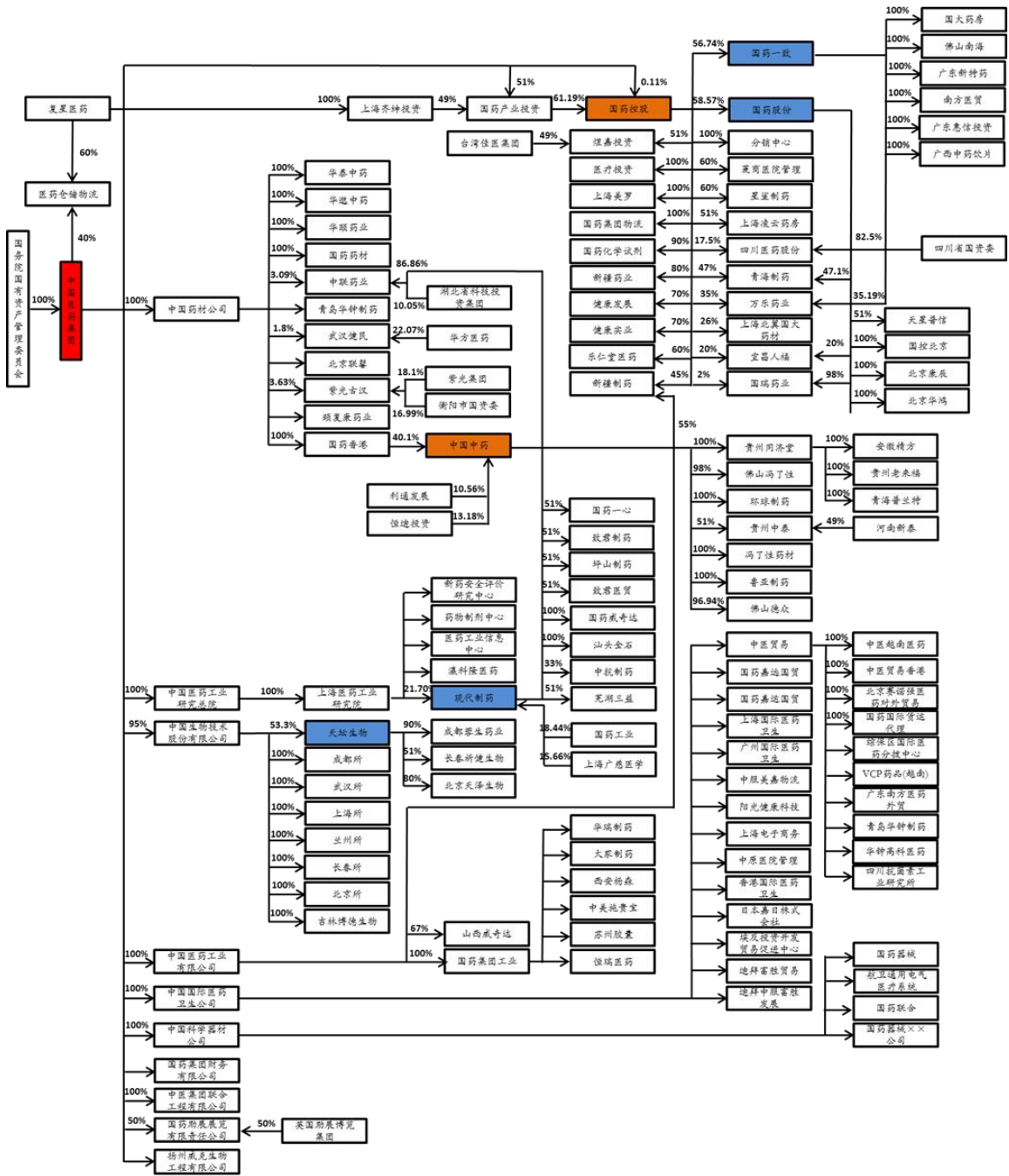


资料来源：公司公告，天眼查等，天风证券研究所

注：2017年因为有重组并表的因素，因此整体净利润率参考意义不大。

在资产重组的进程中，国药集团适当引入了战略投资者，提高资产重组效率。2014年5月现代制药引入浦东科投作为财务投资者；2016年8月国药股份拟向平安资管等9名投资方非公开发行股份，募集配套资金不超过11.3亿元；国药一致拟采用锁价方式向理朝投资、平安资管和国药控股发行股份募集配套资金，发行股份不超过13,084,110股，募集配套资金总额不超过7亿元；2017年沃博联以27.66亿元，认购国药一致旗下国大药房40%股权，国药一致引入境外战略投资者，旨在学习借鉴全球零售药店龙头的优秀管理经验与供应链管理，提升整体的运行效率。

图5：中国医药集团股权结构图



资料来源：wind，公司公告等，天风证券研究所

表 6：国药集团资产重组进程

时间	事件
2013/02	国药集团通过其全资子公司国药香港获取盈天医药（现更名为中国中药（HK.00570））的控股权
2013/11	现代制药收购国药川抗 72%股权和国药中联 86.86% 股权，并于 2014 年 12 月增持国药中联股权至 90.69%
2014/03	国药一致向大股东国药控股非公开增发 7448 万股，国药控股持股比例由 38.33% 升至 51%
2014/05	现代制药非公开定向增发引入浦东科投作为财务战略投资者
2016/08	国药股份拟通过募资及发行股票方式收购国控北京（100%）、北京康辰（100%）、北京华鸿（60%）、天星普信（51%）的股权，交易标的估价 61.8

	亿元重组后国药股份将成为国药控股下属北京地区唯一医药分销平台和全国麻精特药一级分销平台
2016/08	国药一致拟向国药控股非公开发行股票购买国大药房 100%股权、佛山南海 100%股权、广东新特药 100%股权，向国药外贸非公开发行股票购买南方医贸 51%股权及向符月群等 11 名自然人少数股东支付现金购买南方医贸 49%股权
2016/08	现代制药拟发行股份购买国药一心 51%股权、致君制药 51%股权、坪山制药 51%股权、致君医贸 51%股权、国药威奇达 100%股权、汕头金石 100%股权、中抗制药 33%股权、芜湖三益 51%股权、国工有限 100%股权、新疆制药 55%股权、青海制药 52.92%股权、产坪山基地经营性资产
2017/03	中生股份将所属经营血液制品业务（上海所、武汉所、兰州所）的主要资产以作价入股公司控股子公司成都蓉生等方式转入天坛生物，同时公司将把下属经营疫苗资产业务的相关资产的控制权转移给中生股份，将天坛生物打造为中生股份下属唯一的血液制品业务专业运作平台。

资料来源：公司公告，天风证券研究所

4.1.2. 华润系—东阿阿胶、华润三九、华润双鹤、华润万东（已转让鱼跃科技）、江中药业

华润集团旗下的医药上市公司主要有华润三九、华润双鹤和东阿阿胶，原华润万东股权 2014 年转让给鱼跃科技，2018 年华润要约收购江中药业控股股东江中制药集团，成为江中药业实际控制人。

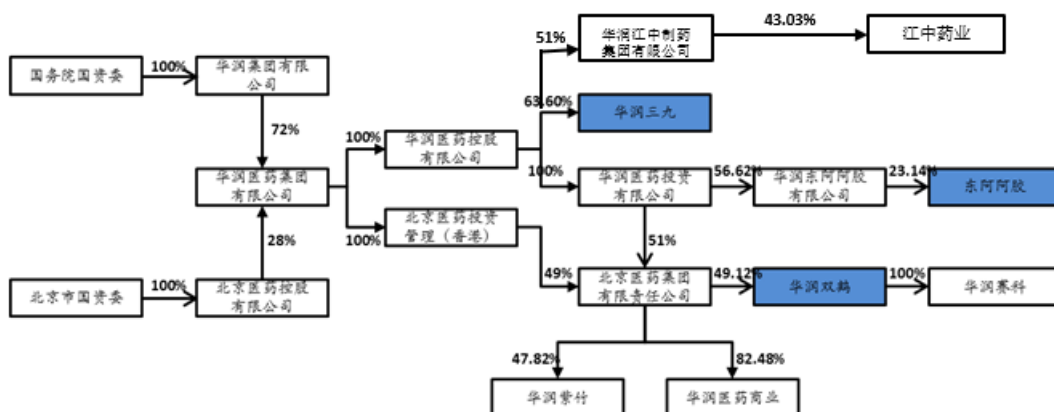
华润双鹤主营业务涵盖新药研发、制剂生产、医药销售及原料药生产等方面，主要生产大输液、心脑血管、内分泌以及儿科四大类产品。2015 年 7 月华润双鹤以 35.39 亿元购买华润赛科 100%股权，进一步扩充了心脑血管等产品线，重组后公司成为华润医药集团的化药整合平台。

华润三九主营核心业务定位于 OTC 和中药处方药，2015 年 8 月华润三九收购众益股份 100% 股权，补充 OTC 产品线。此外华润三九积极拓展大健康领域和医药电商领域，和华润双鹤的业务界限划分清晰。

东阿阿胶主营业务以阿胶及阿胶系列产品为主，聚焦补血、滋补、保健业务。2016 年 5 月东阿阿胶转让山东阿华包装印务有限公司、东阿阿胶阿华医疗器械有限公司两家子公司股权，通过此次交易实现了非主业退出，优化调整公司产业结构，有利于主业的持续健康发展。

江中药业：2018 年华润医药股份有限公司通过增资与购买江西江中制药部分股权相结合的方式取得江中集团不低于 51%的股权，成为其控股股东。华润医药将以江中集团为发展平台，将其打造成为国内领先的综合性医药健康集团，带动江西省医药产业创新升级。

图 6：华润系股权结构图



资料来源：wind，天风证券研究所

表 7：华润系资产重组进程

时间	事件
2012/3	华润医药集团与片仔癀合资成立华润片仔癀药业有限公司，其中华润医药集团持股 51%
2013/6	华润三九全资收购华润东阿阿胶持有的山东临清华威药业有限公司
2014/9	北药集团将华润万东 51.51%和上械集团 100%股权转让给鱼跃科技，华润系正式推出医疗器械领域
2015/7	华润双鹤以 35.59 亿元购买华润赛科 100%股权，华润赛科主要从事化药处方药的研发、生产和销售
2015/8	华润三九全资子公司深圳华润九新药业有限公司以 13 亿元收购浙江众益制药股份有限公司，众益股份主要从事口服抗生素的生产和销售
2016/5	东阿阿胶转让山东阿华包装印务有限公司、东阿阿胶阿华医疗器械有限公司的股权，实现非主业策略性退出
2018/9	通过增资与购买江西江中制药部分股权相结合的方式取得江中集团不低于 51%的股权，成为其控股股东

资料来源：公司公告，天风证券研究所

其他相关公司：

北大医药（000788）：实际控制人为北京大学，公司依托集团优质稀缺的医学资源，积极布局医疗服务和药物制剂两大战略板块。2015 年公司进行重大资产重组，剥离了相关的原料业务，整合制剂业务等。公司依托北京大学的高校资源，在北大医疗资源方面协同性较强，经过内部的整合与业务的理顺，有望不断提升上市公司在医疗服务领域的盈利和经营能力。

4.2. 具备前瞻的混改的代表——云南白药、中新药业

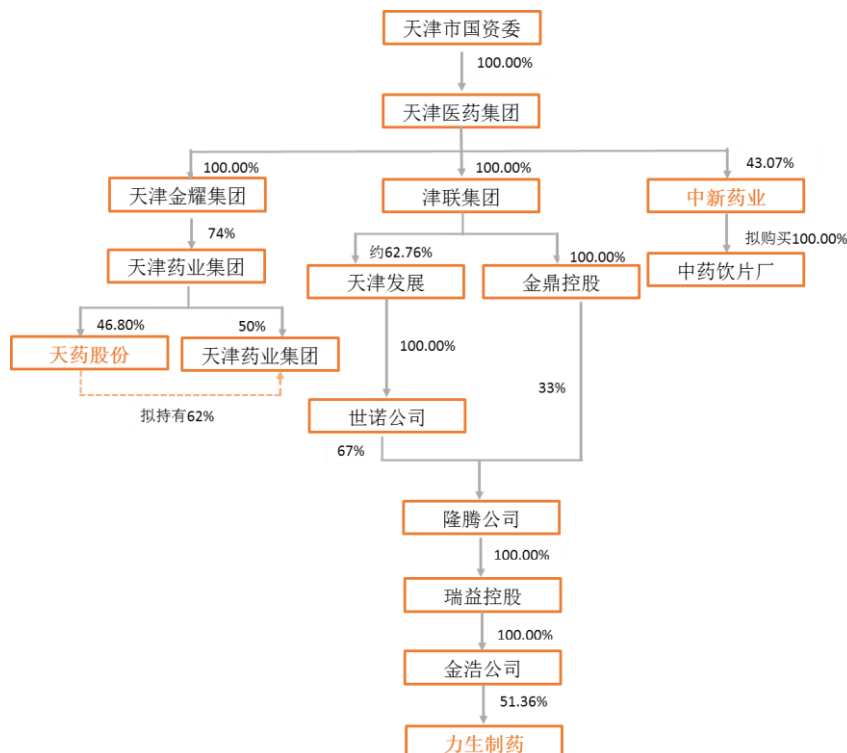
4.2.1. 中新药业混改进程

天津医药集团是一家国有大型综合性制药集团，其前身为成立于 1979 年的天津市医药管理局。经过近 40 年的发展，现已发展成以绿色中药、化学原料药、化学制剂与生物药、特色医疗器械、现代商业物流五大板块为主体，科研、生产、商业销售一体化运作，拥有 180 多家企业，控股中新药业、天药股份、力生制药三家上市公司和迈达科技一家新三板上市公司。其中中新药业是公司的特色中药平台，天药股份是公司原料药平台，力生制药是公司化药平台。

2018 年 10 月 10 日中新药业发布公告称公司接到控股股东天津市医药集团有限公司通知，为贯彻落实天津市委、市政府、市国资委关于推进国有企业改革的总体部署，医药集团拟进行混合所有制改革。

通过天津国有资本投资运营有限公司发布的信息可知，天津医药集团拟通过产权转让、增资扩股等方式，引进 1-2 家战略投资者，让出国有绝对控股权，将集团整体改制为国有参股或国有相对控股的混合所有制企业。

图 7：天津医药集团下属上市公司股权结构



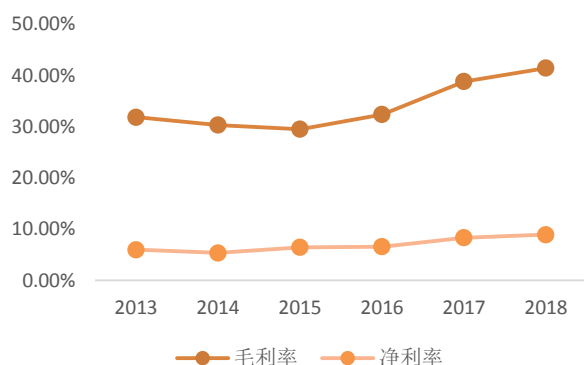
资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

中新药业是天津医药集团子公司，主要从事药品的开发，生产和销售。通过实施大品种战略，业已形成以速效救心丸和通脉养心丸等为代表的心脑血管用药，以清肺消炎丸和清咽滴丸等为代表的呼吸系统用药，以胃肠安丸和藿香正气软胶囊等为代表的胃肠用药，以紫龙金片和生血丸等为代表的抗肿瘤中药等系列大产品群，保障了公司持续、稳定、健康地发展。

随着控股股东天津医药集团的混改，中新药业自身也在改革的道路上不断探索。2015年6月，中新药业非公开发行股票获得证监会批准；通过非公开发行股票的形式，公司引入华安未来资产管理、上银瑞金资本、上银基金等资本进入。

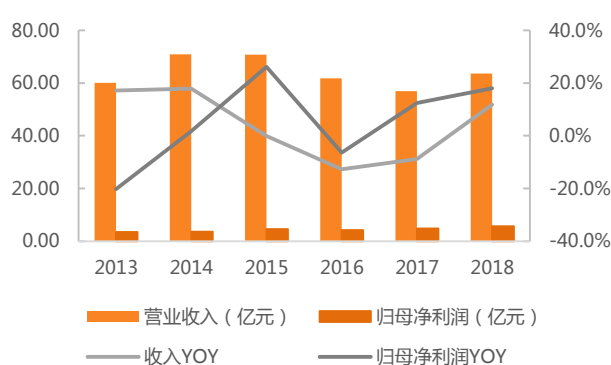
从中新药业历史经营情况来看，公司在2015年整体盈利能力向上，收入端与利润端提升都相对较为明显，整体盈利能力有较为明显的改善。

图 8：2013-2018 年中新药业毛利率与净利率水平



资料来源：wind，天风证券研究所

图 9：2013-2018 年中新药业收入与归母净利润水平与变化情况



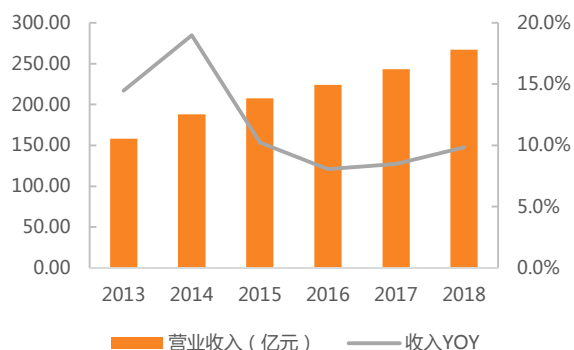
资料来源：wind，天风证券研究所

4.2.2. 云南白药：混改的先锋者

云南白药是我国知名中成药生产企业，公司现拥有全资、控股、参股企业 18 家，是云南大型工商医药企业。公司产品以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为主，共 17 种剂型 200 余个产品，产品畅销国内市场及东南亚一带，并逐渐进入日本、欧美等发达国家市场。云南白药是我国云南省特有的老字号中成药，“云南白药”品牌是经过百

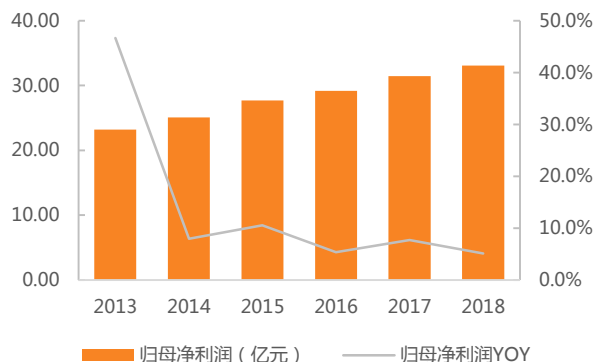
年的发展老品牌、中国驰名商标。公司第一大股东为云南白药控股有限公司，持股比例为 41.5%。云南白药控股则由云南省国资委（48.5%）、新华都实业集团（41.28%）、江苏鱼跃（10.68%），实际控制。2018 年云南白药实现收入 267 亿元，实现归母净利润 33 亿元。云南白药整体规模较大，也是较为典型的混合所有制经营企业。

图 10：2013-2018 年云南白药收入情况



资料来源：wind，天风证券研究所

图 11：2013-2018 年云南白药净利润情况

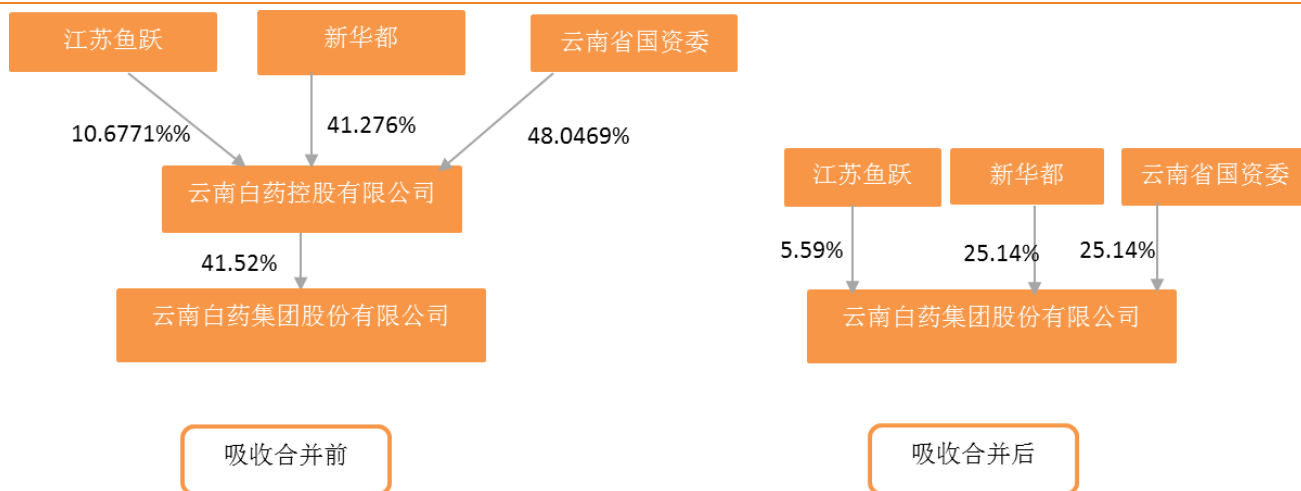


资料来源：wind，天风证券研究所

2018 年 11 月公司发布《吸收合并云南白药控股有限公司暨关联交易预案》，深化混改更进一步。公司发布的交易报告书显示，吸收合并由白药控股定向减资和吸收合并两个部分组成，本次交易完成后，白药控股将注销法人资格。云南省国资委、新华都及江苏鱼跃将成为上市公司股东，预计持股比例分别为 25.14%、25.14%和 5.59%，同时公司将通过集合竞价、大宗交易等方式从二级市场进行回购，回购股份将用于员工持股计划。

本次吸收合并前，上市公司的控股股东为白药控股，上市公司无实际控制人，吸收合并后，云南省国资委与新华都及其一致行动人并列为上市公司第一大股东。

图 12：云南白药吸收合并前后股权结构简易图



资料来源：wind，公司公告，天风证券研究所

片仔癀 (600436): 公司采用“上市公司+PE”方式先后与国内优秀的资本运营机构合作，布局医疗、保健、养生的健康产业，在强化自身医药板块稳健增长基础上，继续促进大健康食品板块和日化板块业务的快速发展。2017 年公司实现营收 37.14 亿、净利润 8.07 亿、扣非后净利润 7.75 亿，分别增长 60.85%、50.53%、48.40%。除继续创新片仔癀营销模式外，公司清科片仔癀基金、兴业片仔癀基金运作进入正轨，有望在外延方面产生实质性进展。

太极集团: 重庆市涪陵区国资委通过太极集团有限公司持有上市公司 33.2%的股权。2016 年公司发布非公开发行股票公告，引入财通资金、九州通医药集团、中意资产等社会资本，进一步提升公司整体的运营质量。2018 年前三季度，公司实现收入 77.43 亿元，同比增长 16.91%；实现归母净利润 1.47 亿元，同比增长 87.19%。

南京医药 (600713): 2016 年公司发布非公开发行股票公告, 引入新工集团、Alliance Healthcare 等机构, 积极进行大健康产业布局, 并推动公司快速发展。2018 年公司实现营业收入 313.03 亿元, 同比增幅 8.65%; 净利润 2.64 亿元, 同比增幅 13.70%。

4.3. 股权激励的探索——精华制药、上海医药

精华制药 (002349): 公司是一家综合性的现代化 GMP 制药有限公司, 正成为国家在原料药、医药中间体和西药与中成药制剂生产销售和研发方面的主力企业, 并涉及生物医药领域。公司是一家中国政府主导型的制药企业, 于 2010 年 2 月在深交所中小板挂牌上市。

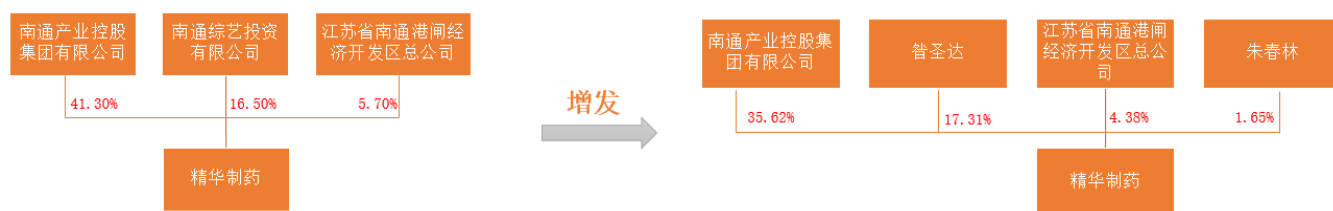
公司已经初步形成了中成药制剂及中药饮片、化学原料药及医药中间体、生物制药及研发三大板块。2014 年 2 月公司董事会审议通过了《关于公司 2014 年非公开发行股票方案的议案》。公司以价格 11.59 元/股的价格向南通产控、管圣达及核心高管发行 6000 万股。增发完成后南通产业控股集团持股比例从 41.30% 降至 35.62%, 二股东管圣达及其控制的南通综艺投资控股从 16.50% 增至 30.00%。向核心高管发行 500 万股, 占 1.92%。

表 8: 2014 年精华制药非公开发行股票方案细则

发行对象	与公司关联关系	认购数量 (万股)
管圣达	公司第二股东南通综艺投资实际控制人	4,500
南通产控	公司最大股东	1,000
朱春林	公司董事长	248
周云中	公司董事, 总经理	122
杨小军	公司副总经理、董事会秘书、财务负责人	38
孙海胜	公司副总经理	36
徐跃	公司副总经理	20
曹燕红	公司副总经理	20
吉正坤	公司工会主席	11
宋皞	公司副总经理	5
合计		6000

资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

图 13: 精华制药增发前后股东持股情况表



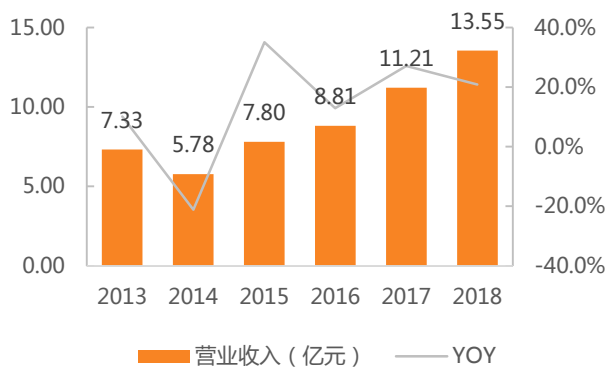
资料来源: 公司公告, 天风证券研究所

2016 年 7 月, 公司拟通过发行股份及支付现金的方式, 购买阿尔法药业 100% 股权, 通过收购阿尔法药业, 将大大完善中间体及原料药业务的拓展, 为打穿下游制剂产业链积累了潜力。

2018 年 9 月公司发布公告首次回购公司股份, 拟使用自有资金回购股份的总额不低于人民币 3,000 万元, 不超过人民币 1.5 亿元; 回购股份的价格为不超过人民币 8.5 元/股; 预计回购股份数量约为 352.94 万股至 1,764.70 万股, 占公司总股本的比例为 0.42% 至 2.11%。本次回购股份的用途为实施股权激励、员工持股计划, 或依法注销减少注册资本等。

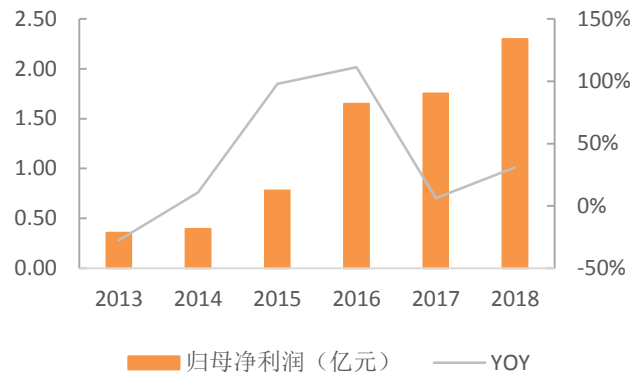
公司 2018 年实现营收 13.55 亿元, 净利润 2.30 亿元, 分别同比增长 20.86% 和 31%。从历史的变化来看, 15 年以后公司的收入端开始维持相对高水平的增长, 归母净利润的增长也呈现较为良好的态势。我们认为, 随着股权激励的效果逐步释放, 绑定股东与管理层利益, 公司内部员工的积极性会逐步提升, 推动公司经营规模与业绩保持快速成长。

图 14：2015 年后精华制药收入端维持高速的增长



资料来源：wind，天风证券研究所

图 15：2013-2018 年精华制药净利润的变化情况



资料来源：wind，天风证券研究所

上海医药 (601607.SH): 2019 年 4 月 10 日, 公司发布股票股权激励草案, 拟对公司董事、高级管理人员、中层管理人员及核心技术、业务骨干, 共计 215 人进行股权激励。本计划拟向激励对象授予的股票期权数量为 2,842.09 万份, 占公告日公司股本(2,842,089,322 股) 的 1.00%, 其中首次授予 2,596.00 万份, 约占公告日公司股本的 0.913%, 占本计划股票期权授予总数的 91.34%; 预留 246.09 万份, 约占公告日公司股本的 0.087%, 占本计划股票期权授予总数的 8.66%。

表 9：上海医药股票期权激励对象

激励对象	职务	获授期权额度 (万份)	占授予总量比 例 (%)	占目前总股本的 比例 (%)
左敏	执行董事、总裁	48.00	1.69%	0.017%
李永忠	执行董事、副总裁	39.00	1.37%	0.014%
沈波	执行董事、副总裁、财务总监	39.00	1.37%	0.014%
刘彦君	副总裁	33.00	1.16%	0.012%
茅建医	副总裁	33.00	1.16%	0.012%
顾浩亮	副总裁	33.00	1.16%	0.012%
刘大伟	副总裁、董事会秘书、联席公司秘书	33.00	1.16%	0.012%
张耀华	副总裁	33.00	1.16%	0.012%
公司中层管理人员及核心骨干 (共 207 人)		2,305.00	81.10%	0.811%
预留股份		246.09	8.66%	0.087%
合计		2,842.09	100%	100%

资料来源：公司公告，天风证券研究所

股票股权激励草案的分布进一步彰显了公司参与改革的决心, 而骨干人员的股票股权激励又能进一步激励公司员工的积极性, 推动公司成长。

5. 风险提示

- 1、政策推进不及预期;
- 2、国企改革进程落地速度缓慢;
- 3、混改等改革措施不能对公司的经营产生积极变化;
- 4、市场竞争导致企业的盈利下滑等。

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

投资评级声明

类别	说明	评级	体系
股票投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	买入	预期股价相对收益 20%以上
		增持	预期股价相对收益 10%-20%
		持有	预期股价相对收益 -10%-10%
		卖出	预期股价相对收益 -10%以下
行业投资评级	自报告日后的 6 个月内，相对同期沪深 300 指数的涨跌幅	强于大市	预期行业指数涨幅 5%以上
		中性	预期行业指数涨幅 -5%-5%
		弱于大市	预期行业指数涨幅 -5%以下

天风证券研究

北京	武汉	上海	深圳
北京市西城区佟麟阁路 36 号 邮编：100031 邮箱：research@tfzq.com	湖北武汉市武昌区中南路 99 号保利广场 A 座 37 楼 邮编：430071 电话：(8627)-87618889 传真：(8627)-87618863 邮箱：research@tfzq.com	上海市浦东新区兰花路 333 号 333 世纪大厦 20 楼 邮编：201204 电话：(8621)-68815388 传真：(8621)-68812910 邮箱：research@tfzq.com	深圳市福田区益田路 5033 号平安金融中心 71 楼 邮编：518000 电话：(86755)-23915663 传真：(86755)-82571995 邮箱：research@tfzq.com

