

东盛科技（600771）不同视点决定白加黑取舍

■ 收购价格影响深远

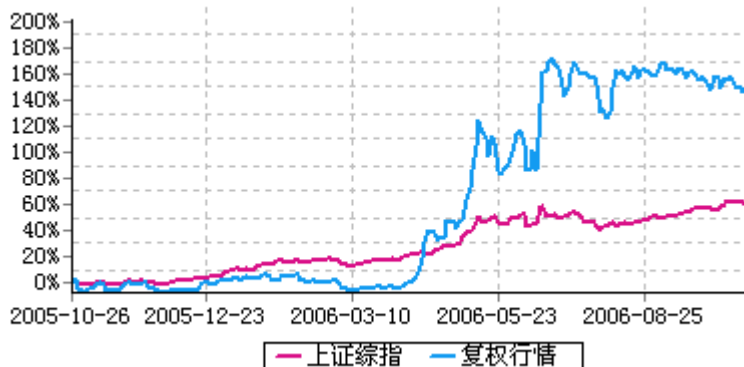
2006.10.27 未评 ——

市场数据	2006.10.27
A股收盘价(元)	11.58
A股一年内最高价(元)	
A股一年内最低价(元)	4.44
上证指数(深成指)	1790
市净率	5.02
总股本(万)	19975
流通A股(万)	6237
流通A股市值(万元)	

投资要点:

- 东盛科技发布公告,称将所拥有的抗感止咳类西药 OTC 业务(包括"白加黑"感冒片、"小白"糖浆、"信力"止咳糖浆三大非处方药品牌、相关生产设施和全国销售网络)转让给拜耳医药保健有限公司,交易金额及阶段性奖金累计折合人民币 126425.28 万元。计算表明,东盛科技的并购标的虽然创出近年来医药外资并购的新高,但出售资产价值约为 EBITDA 的 9 倍,接近于全球行业平均水平。
- 该资产转让是东盛科技收缩战线应对产业过剩之举,该 otc 业务属于医药快速消费品,核心竞争力为销售渠道和品牌,和研发领域的投入及专利技术关系不大,出售该业务有利于公司应对产业过剩和现金流危机。
- Bayer 收购意在中国市场快速扩张。中国 OTC 市场是全球增长最快的, Bayer 借助于白加黑的品牌与渠道,将迅速扩张其 otc 业务。美国和欧洲近两年陆续上演激烈的非专利药并购争夺战,亚洲尤其是中国市场将成为下一轮争夺的重点地区。Teva、sandoz 等巨头也在不同场合表示了对中国市场的青睐。全流通时代和医改提速无疑将进一步提升品牌医药公司及渠道的价值,银河证券预测 2007-2008 年将是医药行业的市场化并购年,收购溢价将成为实现投资回报的最重要方式。

东盛科技近期股价表现



分析师: 刘彦明

E-mail: liuyanming@chinastock.com.cn

联系电话: 010-66568757

资料来源: 中国银河证券研究中心

事件简述

东盛科技启东盖天力制药股份有限公司于2006年10月25日下午与拜耳医药保健有限公司签署了《业务和盖天力资产买卖协议》。根据该协议的约定,启东盖天力将所拥有的抗感止咳类西药 OTC 业务(包括"白加黑"感冒片、"小白"糖浆、"信力"止咳糖浆三大非处方药品牌、相关生产设施和全国销售网络)转让给拜耳医药保健有限公司,交易金额及阶段性奖金累计折合人民币 126425.28 万元。

交易金额约为 EBITDA 的 9 倍

依照付款方式,最高交易金额为 126425.28 万元,对应 EBITDA 毛利率约为 35%,销售额为 40000 万元,EBITDA 为 14000 万元,EV/EBITDA 约为 9.03 倍。近年来非专利药爆发的收购案例不胜枚举。PE、公司价值(EV)与收入、EBITDA、EBIT 等的比值具有重要参考价值。图一为国外投行为某收购企业出具的财务顾问报告内容,teva 以换股加现金的方式收购了 Ivax,溢价水平比后者 90 天平均交易价高 30%。合并后 teva 公司收入 70 亿美元,销售区域遍及 50 个国家。从图中来看,以 2005 年盈利为基准,非专利药行业目前的平均 PE 约为 21, EV/s 约为 2.5, EV/EBITDA 约为 9.4 倍。而收购企业的各项指标均高于同行业水平,部分反映了收购溢价预期和协同效应,另外, Eon 被收购价约是 13.7 倍 EBIT, 11.6 倍 EBITDA。东盛科技的并购标的创出近年来的医药外资并购的新高,出售资产价值约为 EBITDA 的 9 倍,接近于行业平均水平。

图一、近期非专利药行业并购估值(1995-2005)

	Comparable Companies (Overall)				IVAX	
	High	Mean	Median	Low	Current	Implied Transaction
<i>Stock Price as a Multiple of:</i>						
Projected 2005 EPS	41.6x	23.4x	20.9x	16.6x	28.2x	32.1x
Projected 2006 EPS	27.2x	18.5x	17.2x	13.8x	16.0x	18.2x
<i>Enterprise Value as a Multiple of:</i>						
Projected 2005 Revenue	5.67x	2.82x	2.47x	1.01x	2.97x	3.40x
Projected 2006 Revenue	4.38x	2.48x	2.01x	1.03x	2.35x	2.69x
Projected 2005 EBITDA	15.4x	10.4x	9.4x	6.9x	16.7x	19.0x
Projected 2006 EBITDA	11.9x	8.4x	7.7x	6.5x	10.9x	12.5x

东盛科技收缩战线应对产业过剩

公告指出,东盛科技资产出售的背景和动因是到抗感冒、止咳类西药业务竞争力受到了极大的挑战。主要体现在:1、西药研发需要的投入越来越大,唯有通过持续高额的研发投入,才能保住该产品线的核心竞争优势,潜台词是公司缺乏研发投入的势力;2、公司在抗感冒和止咳类西药领域缺乏专利技术,这也是国内化学药制药企业普遍存在的问

题；获得技术专利的成本也在逐年上升。这些都导致公司在抗感冒和止咳类西药领域的竞争力受到威胁；3、竞争日益激烈的市场环境。抗感冒和止咳类西药 2006 年的国内市场容量在 100 亿元左右，属成熟市场类型，年增长率为 16% 左右，前五位市场集中度约为 55%。但是，由于诸多企业不可控制的因素，该领域生产成本和 OTC 营销成本却每年以 20% 以上的速度递增，导致行业的整体净利润率连续两年下跌。企业若想维持原有的市场占有率，付出的代价也越来越高。另外，工业企业与商业流通企业的投资收益受到越来越大的挑战，以往的“工商共赢”格局逐渐演变成了“工商携手，共渡难关”，严重影响了商业分销的积极性。我们认为公司的前两点解释有点牵强附会，公司卖掉的 otc 业务的关键是销售渠道和品牌，属于医药快速消费品，和研发领域的投入及专利技术关系不大。第三点解释较好反映了公司面临的产业过剩和现金流危机。公司的财务顾问为 UBS，如何卖个合理价可能是关注的中心。

Bayer 收购意在在中国市场快速扩张

作为一家欧洲公众上市公司，Bayer 对此的解释是看好全球增长最快的中国 OTC 市场，借助于白加黑的品牌与渠道，迅速扩张其 otc 业务。我们认为这是 Bayer 应对愈演愈烈的瓜分全球非专利药市场的战略选择，美国和欧洲近两年陆续上演激烈的非专利药并购争夺战，亚洲尤其是中国市场将成为争夺的重点地区。Teva、sandoz 等巨头也在不同场合表示了对中国市场的青睐。全流通时代和医改提速无疑将进一步提升品牌公司的价值，银河证券预测 2007 - 2008 年将是医药行业的市场化并购年，收购溢价将成为实现投资回报的最重要方式。

图二、全球主要非专利药企业市场份额

