

国药控股51亿收购国药器材 标的违规改制暗藏迷局

本报记者 阎倩如 曹学平 北京报道

大浪淘沙，风云际会。医疗器械流通行业在产业升级的过程中，龙头企业纷纷借势开展业务整合。

9月21日，国药控股股份有限公司(01099.HK,以下简称“国药控股”)股东特别大会投票通过决议，将以51.08亿元购入中国医药集团有限公司(以下简称“国药集团”)持有的中国科学器材有限公司(以下简称“国药器材”)60%股权，标的整体估值为85.13亿元。国药集团为国药控股的最终控股股东，此次交易构成关联交易。

国药器材是目前国内最大的医疗器械分销企业，截至2018年6月30日，总资产251.38亿元，净资产72.62亿元。

三年估值增加四成

此次国药器材的估值采取收益法，“因为收益法是基于对目标集团过往强劲业务表现的评估而评估目标集团的未来增长”，估值结果为85.13亿元。

根据公告，国药控股与最终控股股东国药集团于7月11日签订协议，国药控股计划以51.08亿元的价格从国药集团手中收购国药器材60%股权，并将以一般授权项下向国药集团发行2.05亿股内资股的方式支付，发行价为每股对价24.97元。交易完成后，国药器材将成为国药控股的附属公司，纳通实创仍持有国药器材40%股份。

国药器材是我国最大的医疗器械分销企业。截至2017年底，国药器材并表企业110家，其中91家从事医疗器械分销业务，其余从事医疗器械服务和产品管理业务。其分销网络覆盖中国30个省(市、区)，客户超过4000家医院、1000家社区诊所和50家连锁零售药店。根据国药控股公告，截至2018年6月30日，国药器材总资产251.38亿元，净资产72.62亿元。

在国药器材百余家子公司中，中国医疗器械有限公司(以下简称“国药器械”)是最重要的一个，其历史甚至早于国药器材，是国药集团发展医疗器械流通业务的核心主体。国药器械始建于1966年，1998年成为国药集团全资子公司，

《中国经营报》记者查阅相关资料发现，2014年国药器材在未公开企业改制信息的情况下，直接引入北京纳通实创投资管理有限公司(以下简称“纳通实创”)购入国药器材40%股权，交易对价24亿元。不过，这一行为在今年6月被国家审计署认定为违规改制。而纳通实创背后的实际控制人——北京纳通科技集团有限公司(以下简称“纳通集团”)在经过一系列繁杂的资本腾挪后，在这笔交易中的出资额为10.5亿元，不及总额一半。

这一事件的后续处置措施如何？是否会对此次收购造成影响？针对相关问题记者致函国药控股公关负责人，对方表示将尽快回复，但截至发稿记者未收到回复。纳通集团也未对记者采访函进行回复。

2013年纳入国药器材麾下。

在医疗器械“两票制”背景下，随着行业集中度的不断提升，国内中小型医疗器械分销企业生存环境愈发艰难，龙头企业迎来机遇。2017年国药集团将国药器材和国药器械的医疗器械分销业务进一步整合，并已经开始向产业链上游延伸。

国药器械董事长于清明此前接受媒体采访时曾介绍，从2018年开始，国药器械开始以“3M”(即贴牌生产、现代设计制造和原创品牌制造)并用模式，进入医疗器械工业生产领域。根据国药控股公告，近年来国药器材经营业绩保持快速增长。2017年公司实现营业收入307.08亿元，净利润(除税后)7.98亿元。2015年~2017年，国药器材营业收入同比增长21.21%、37.64%及37.23%。

同时，记者注意到，此次交易国药器材的整体估值相比于3年前增加了41.88%。此次国药器材的估值采取收益法，“因为收益法是基于对目标集团过往强劲业务表现的评估而评估目标集团的未来增长”，估值结果为85.13亿元。

标的涉违规改制

2014年，国药集团所属国药器材未按规定公开企业改制信息，直接引入特定企业进行改制。

“我们认为国药器械的核心竞争力是，通过不断推动混合所有制改革，与各大中型城市的150多家企业建成医疗器械贸易流通网络，这张‘网’对企业的发展起到了很好的推动作用。”于清明曾这样总结。

成立于1982年的国药器材曾经为国药集团全资子公司，2014年所有制改革引入了纳通实创。今年4月公开的一份《北京纳通科

技集团有限公司公开发行2018年创新创业公司债券(第一期)募集说明书》(以下简称《募集说明书》)显示，2015年4月纳通实创向国药器材出资24亿元，持有其40%股权。

然而，这一改制过程却在近日被国家审计署认定为违规。

国家审计署6月20日发布的《2018年第26号公告：中国医药集团有限公司2016年度财务收支

等情况审计结果》指出，2017年5月至6月，国家审计署对国药集团2016年度财务收支等情况进行了审计，重点审计了国药集团总部及7家二级单位，对有关事项进行了延伸和追溯。

该公告指出，2014年，国药集团所属国药器材未按规定公开企业改制信息，直接引入特定企业进行改制。

就在国家审计署报告发布的同一天，国药集团发布了《关于审计署2016年度财务收支审计问题整改情况的公告》，称经过集团和各责任主体的共同努力，审计指出的问题绝大部分已整改完毕，个别未完成的也已明确了责任单位和时间节点。

但记者注意到，关于国药器材改制问题，公告中仅提及“关于所属企业未公开企业改制信息进行改制的问题，今后集团将严格按照有关规定执行”，并未公开是否对有关责任人追责等情况。

据业内人士介绍，《企业国有产权转让管理暂行办法》第十四条、十七条规定，国有产权转让方应当将产权转让公告委托产权交易机构刊登在省级以上公开发行的经济或者金融类报刊和产权交易机构的网站上，公

开披露有关企业国有产权转让信息，广泛征集受让方。经公开征集产生两个以上受让方时，转让方应当与产权交易机构协商，根据转让标的的具体情况采取拍卖或者招投标方式组织实施产权交易。

《企业国有产权转让管理暂行办法》第十二条、十三条规定，转让方应当组织转让标的企业按照有关规定开展清产核资，根据清产核资结果编制资产负债表和资产移交清册，并委托会计师事务所实施全面审计。在此基础上，转让方应当委托具有相关资质的资产评估机构依照国家有关规定进行资产评估。评估报告经核准或者备案后，作为确定企业国有产权转让价格的参考依据。

上述《募集说明书》载录了近年来国药器材的资产情况。2014年国药器材资产总额为83.77亿元，所有者权益总额为15.63亿元。以纳通实创出资24亿元收购国药器材40%股权计算，在此次改制过程中，国药器材的整体估值约为60亿元，溢价率为283.88%。由于国药集团未公开改制信息，这次改制中对国药器材的60亿元的整体估值方式无从知晓。



国药控股计划以51.08亿元的价格从国药集团手中收购国药器材60%股权。

本报资料室/图

高杠杆收购迷局

在参与国药器材的改制过程中，纳通集团共出资10.5亿元。

国家企业信用信息公示系统显示，纳通实创成立于2014年10月，主要经营范围为投资管理，目前由深圳前海合信投资合伙企业(有限合伙)控股。

纳通实创参与国药器材改制在2015年开始逐步实施。上述《募集说明书》显示，2015年4月11日，《深圳前海京信供销一号投资合伙企业(有限合伙)合伙协议》签订，该合伙企业(以下简称“京信合伙”)的成立目的就是受让纳通实创并向其提供借款，参与国药器材改制。彼时，北京国际信托有限公司(以下简称“北京信托”)作为优

先级合伙人认缴出资16.5亿元，纳通集团作为劣后级合伙人认缴出资7.5亿元，盈创投资管理有限公司(以下简称“盈创投资”)和深圳前海京信供销基金管理有限公司(以下简称“深圳京信”)均为普通合伙人出资1元。同月，京信合伙向纳通实创提供22亿元无息借款，期限为2015年4月23日至2020年4月23日。

同月，纳通集团与北京信托还签订了协议，约定纳通集团将分阶段收购北京信托持有的京信合伙全部股份。

然而两年多过去，这笔股权转让

让仍未成行，却出现了新的“接盘”方。2016年11月21日，《关于深圳前海京信供销一号投资合伙企业(有限合伙)合伙企业财产份额转让协议》签订，北京信托将持有的京信合伙全部股权、纳通集团将其持有的京信合伙财产份额1亿元转让给渤海国际信托股份有限公司(以下简称“渤海信托”)，盈创投资和深圳京信将其各自持有的1元财产份额转让给北京融凯德投资管理有限公司。交易完成后，渤海信托作为优先级合伙人持有京信合伙财产份额17.5亿元，纳通集团作为劣后级合伙人持有京信合

伙财产份额6.5亿元。同时，纳通集团股东赵毅武和赵敏丽将其合计持有的纳通集团100%的股权质押给了渤海信托。其后京信合伙更名为深圳前海合信投资合伙企业(有限合伙)。

此外，纳通集团与渤海信托签订相关协议，约定2017年以后的未来5年，将分次收购渤海信托在京信合伙的全部财产份额。2017年2月28日，纳通集团向渤海信托支付了第一个还款日约定的财产份额收购款4亿元。也就是说，截至当时，在参与国药器材的改制过程中，纳通集团共出资10.5亿元。

扣非净利下滑九成 启迪古汉单品打天下陷泥潭

本报记者 晏国文 曹学平 北京报道

2018年上半年，医药上市公司整体业绩持续呈现向上趋势。不过，行业整体快速增长之时，

产品结构单一

财报显示，启迪古汉中药及保健品生产与销售业务收入为8959.14万元，比上年同期减少37.68%。

事实上，自成立以来，启迪古汉就一直主要依赖古汉养生精单品。对此，启迪古汉也一直在财报中坦言，存在产品结构单一的风险。

“公司中药产品研发缺乏梯次结构，在重大疾病领域没有重磅产品，处方药系列以普药、辅助用药、小病种药为主，古汉养生精为滋补类药物，是公司最主要的盈利产品，产品结构单一。在用药物占主要份额的医院市场突破缓慢，较难形成医院临床与零售药店协同推进的销售格局。”启迪古

长期安居一隅

不仅存在长期产品单一的风险，启迪古汉的产品销售还长期集中在湖南省内。

2016年和2017年年报显示，启迪古汉在湖南省内的销售额分别为2.95亿元和3.04亿元，占其总营收的比例分别为92.86%和88.61%。启迪古汉表示，经过近30年的发展，已经在湖南省内市场取得了良好的业绩和市场占有率，近

也有部分医药公司业绩出现大幅下滑。

近日，启迪古汉集团股份有限公司(000590.SZ,以下简称“启迪古汉”)发布了2018年上半年财

报。

作为一款主打补气、滋肾、养精功效的OTC药品，古汉养生精在市场上的同类竞争者众多。

据江西汇仁药业股份有限公司(以下简称“汇仁药业”)招股书中引用的中康资讯(CMH)的数据，2015年我国补肾类用药市场前五大产品分别为汇仁药业生产的肾宝片、仲景宛西制药股份有限公司生产的六味地黄丸、江西济民可信金水宝制药有限公司生产的金水宝胶囊、启迪古汉生产的古汉养生精口服液、北京同仁堂科技发展股份有限公司制药厂生产的六味地黄丸，其分别占据的市场份额为17.83%、5.86%、4.88%、4.50%、4.14%。

年来公司正在努力拓展和培育全国市场。

为拓展湖南省外市场，2016年5月，启迪古汉以2604万元收购了衡阳市古汉医药有限公司(后更名为启迪古汉集团湖南医药有限公司，以下简称“古汉医药”)70%的股权，实现对其控股。

然而，仅仅一年半左右，启迪

报。2018年上半年，启迪古汉实现营业收入10075.73万元，同比下降37%；归属于上市公司股东的净利润为345.48万元，同比下降75.27%。尤其值得注意的是，其扣

赤峰荣济堂大药房连锁有限公司总经理尚锋认为，“中医说，肾为先天之本。补肾类药品应用广泛，市场容量很大，出现同类产品自然很多。不过，市面上同类的补肾类产品中不少产品技术含量低，主要是靠广告堆出来的。”

不仅市场竞争激烈，启迪古汉以古汉养生精为主的医药制造业务毛利率还低于同行水平。

记者梳理发现，中成药上市公司毛利率普遍较高。财报显示，2018年上半年，九芝堂医药工业毛利率为74.65%，广誉远医药工业毛利率为85.27%，桂林三金中成药(工业)毛利率为77.89%，东阿阿胶医药(工业)毛利率为77.59%。另

古汉便将古汉医药的控制权出让。2017年11月22日，启迪古汉发布公告称，拟公开挂牌转让古汉医药43.647%股权，转让价格不低于1855万元。2017年11月27日，启通嘉融(珠海)股权投资基金(有限合伙)(以下简称“嘉融基金”)以1855万元成功竞得古汉医药43.647%股权。而实际上，嘉融基金为启迪古汉控股股东启迪科

非净利润仅为93.34万元，同比下降91.88%。

对于营收尤其是净利润和扣非净利润的大幅下滑，启迪古汉半年报并未给出合理的解释，其仅仅

外，与启迪古汉产品竞争较大的汇仁药业招股书显示，其2016年上半年毛利率83.25%。相比之下，启迪古汉的医药制造业毛利率偏低，仅为48.74%。

作为一款非处方药，古汉养生精主要在零售药店销售。启迪古汉2017年年报介绍，“古汉养生精口服液低毛利空间限制了销售费用投入，产品销售自然处于疲态。为逐步提高经销商的积极性，2017年，公司通过两轮价格调整，提升了产品市场活跃度，减少了门店终端拦截，不仅有利于进一步深挖省内终端市场，也为企业发展拓宽了空间。”

据尚锋介绍，“对于终端药店而言，选择产品主要的考量包括

服的全资子公司。截至目前，启迪古汉仍持有古汉医药26.353%的股权。

对于古汉养生精的全国拓展情况，2017年年报介绍，“一年来，古汉医药重点投入开拓古汉养生精的全国市场，在已经开发的14个省，尤其是江浙粤三省市场，取得了可喜的进展。”

启迪古汉介绍，达成合作的一

表示，是受同类产品市场竞争激烈及医药新政等因素影响。

《中国经营报》记者就相关问题多次联系启迪古汉董秘进行采访，截至发稿未获得回应。

三个，第一、疗效；第二、利润空间；第三、市场保护。疗效明确是首要的，疗效不明确的产品最终的生存空间会越来越小。利润空间大，药店销售的动力也更大。另外，药企广告及市场保护做得比较好的，药店也更愿意销售。前几年古汉养生精广告比较多，产品铺货面也比较广。这两年接触就比较少，顾客对其忠诚度降低，市场萎缩厉害。”

尚锋认为，药品零售门店对药企产品拦截与否主要取决于三大因素，第一、产品利润情况；第二、产品是否具有独特性，可替代性强与否；第三、消费者的认可度。古汉养生精同类产品较多，产品的可替代性比较强。

级经销商达27家，二级经销商33家，合作连锁317家，铺货门店8579家，各级合作商家数均超出了30%的增幅，省外纯销保持持续增长态势。

然而，启迪古汉并没有走出湖南，销售额反而进一步集中在了湖南地区。2018年半年报显示，启迪古汉在湖南省内销售额占比为95.47%，省外占比仅为4.53%。

企业研发投入低

通过对启迪古汉的财务数据梳理，记者发现，自2010年以来，启迪古汉营业收入始终在3亿元上下波动。其中，2013年营业收入曾达到3.63亿元，而2014年营业收入甚至大幅下滑至2.03亿元。在净利润方面，启迪古汉还曾在2013年和2014年出现连续亏损的状况。在更能真实反映经营盈利状况的扣非净利润方面，启迪古汉2015年至2017年均维持在2000万元以下。

据医药观察家报道，截至8月31日，总计有268家上市药企公布了2018年上半年研发费用，共计165.95亿元，平均每家企业研发费用约为6192万元，启迪古汉位列该研发费用排行榜倒数第15位。

据统计，近几年，启迪古汉的研发投入及其占营收的比重一直保持较低的水平，2016年和2017年，其研发投入占营收的比重分别为1.87%和1.61%。2018年上半年，启迪古汉研发投入仅为357.67万元，上年同期为261.57万元，相对于上年同期有36.74%的增加。启迪古汉表示，主要系中药经典名方研发投入影响所致。

在“2018湖南辖区上市公司投资者网上集体接待日”互动交流中，多位投资者对启迪古汉业绩低迷提出了相关的疑问。

有投资者询问，“公司2014年引入启迪科服，经过四年岁月，基本还是没有得到根本改善，作为股东，启迪投入这么多资金，让人心寒，董事会是否应该检讨战略出了什么问题，如何重振股东信心？”“今年业绩出现大幅度下滑，除了市场因素外，管理出了什么问题？”不过，启迪古汉董秘曹再兴均未对此做出正面回应。