

# 四環醫藥：公司治理個案研究

四環醫藥是 2014 年時的中國股市寵兒，並在當年底成為中國境內市值最大的醫療保健公司。然而，3 個月後卻因未能公佈該年經審計的財報，造成其掛牌在香港交易所的股票突然停止交易。

我們本就對其商業模式的永續性採負面看法，也一直避免買入該股。隨著四環醫藥的股票價值在買盤瘋狂的拉抬下不斷攀高，我們基于一連串公司治理問題逐漸浮上檯面 — 像是備受質疑的營運手法和管理層的誠信 — 而放空該股。

圖 1: 四環醫藥的股價漲跌解析



產業類型：  
製藥

股票市值：  
82 億美元 (2014 年 11 月)  
43 億美元 (2017 年 5 月)

所屬國家：  
中國

資料來源：Datastream, Fidelity International, 4 May 2017。

註：文中所提及之個股，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。

## 四環醫藥是家做什麼的公司？

四環醫藥是一家藥物供應商，其業務針對中國藥品複雜的招標和定價制度。公司成立於 2001 年，管理部門透過收購心血管藥物製造商擴展版圖，並就多項產品申請為期 20 年的專利權以保障投資。該公司多次成功跨越中國省級層面的藥物定價障礙，並參與高度政治化的招標程序（當局將為每種藥物挑選 2~5 家供應商）。然後，地區的個別醫院管理部門將從省級藥物名單中來決定選用的藥物。

然而，由於醫生有權從院方名單中選擇處方藥物，因此他們對藥物的成敗握有最終決定權。為了向醫生推銷自家產品，四環醫藥透過生產價格與銷售價格之間的顯著差價來鼓勵經銷商，以採用第三方銷售，而非依賴較傳統的內部銷售團隊。

該商業模式奏效，令四環醫藥躍居中國心腦血管藥物市場首位，同時超越全球製藥翹楚的輝瑞 (Pfizer) 和賽諾菲 (Sanofi)。憑著在中國整體醫院市占第 3 名的優勢，四環醫藥得以於總值 830 億元人民幣 (137 億美元) 的心腦血管藥物市場中，高佔 10.8% (15 億美元) 的市場占有率。2010 年，該公司在財經雜誌《富比士》的中國最具潛力企業排行榜上名列第 4，並在製藥公司排行榜排名第一。

一般而言，看好四環醫藥的股東屬於成長型及積極型投資人；他們看好該公司的長期成長前景，或想趁股價在上升趨勢時「搭順風車」。該公司的成長因素包括：

- 專利權保障該公司決定價格的能力 — 即是調高售價也不會造成需求顯著下跌的能力。
- 公司領導團隊深諳駕馭中國醫療制度的技巧 — 這需要有效遊說地方政府及監管機構，以及建立和維持一個忠實的醫生網絡以開立其為處方藥。
- 隨著人口老化趨勢，心血管疾病增加，加上整體醫療服務普及程度偏低，有助增加未來的消費族群。

然而，從 2011 年 9 月起，我們就擔憂其基本面，也意味著我們的投資組合避免持有該股。隨著該公司的問題日益浮現，部份富達投資組合對該股採取放空。以下詳述關於公司治理的警訊，促使我們作出該投資決定。

## 警訊一：難以維持的商業模式

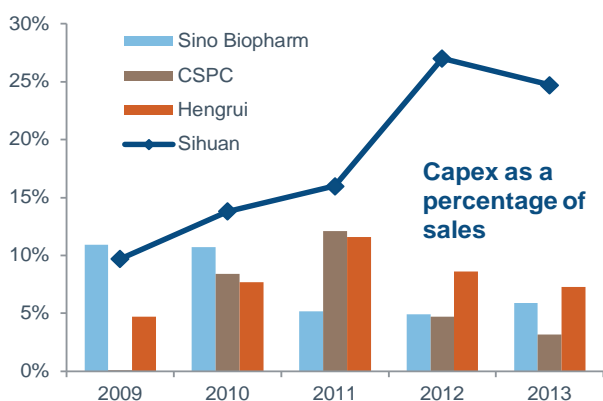
### 低生產效率

臨床數據顯示四環醫藥主要產品功效缺乏說服力，而我們與醫生及專家網絡討論後，印證了這些疑慮。可知四環醫藥的業務成長，並非由各類產品的品質所帶動，而是透過其他短期方法。

### 疲弱的生產線

由於缺乏優質和高效的產品系列，四環醫藥需要研發更有效的新產品。雖然該公司的資本支出遠高於同業 (圖 3)，但令人好奇的是：用於研發的資金甚少 (圖 4)。四環醫藥是透過收購來擴張其產品線，而研發偏低，反映其內部開發新產品的能力薄弱。為維持成長，四環醫藥需要持續收購昂貴的藥物產品，而此又威脅到該公司的擴張能力。

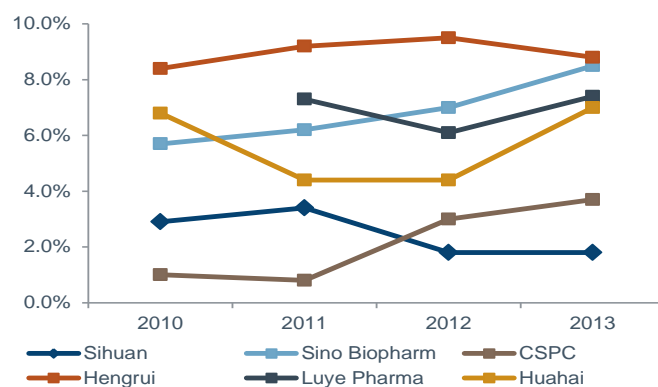
圖 3：資本支出高於同業



資料來源：Company filings, FIL, January 2015

註：文中所提及之個股，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。

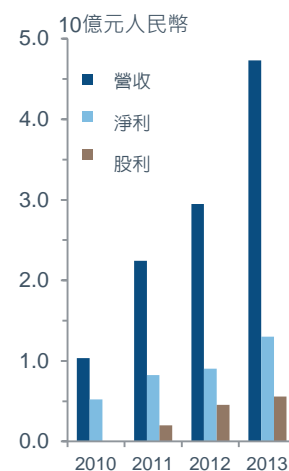
圖 4：研發費用低於同業



備註：估算研發費用占銷售額的百分比

資料來源：Company filings, Macquarie Research, FIL, January 2015

圖 2：四環醫藥迅速崛起



資料來源：Company filings, FIL, January 2015

## 警訊二：備受質疑的經營手法

### 仰賴政府補貼

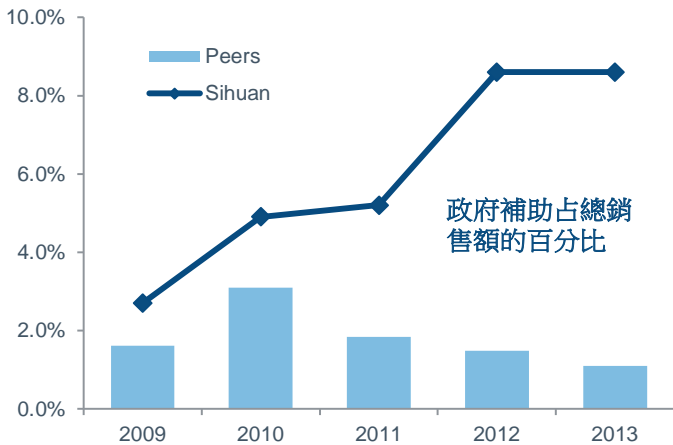
相較於同業，四環醫藥來自政府的補貼金額不合乎比例地偏高(圖 5)，而當同業獲發的補貼減少時，四環醫藥獲發的補貼金額仍處於高水平。在 2013 年，四環醫藥淨利的 80%，來自地方政府補貼金額，其餘 20%是來自購買土地退還款項。四環醫藥仰賴政府補貼，反映其易受政策變動的影響。

### 通路配銷通路成本上升

該公司通路配銷成本成長的幅度，遠高於銷售額成長幅度，亦較其他主要成本的成長幅度大(圖 6)。通常，隨著公司擴張，規模經濟效益能夠帶動成本對銷售比率下滑。然而，四環醫藥的大部份主要成本都出現這種趨勢，但通路配銷成本卻呈相反趨勢。

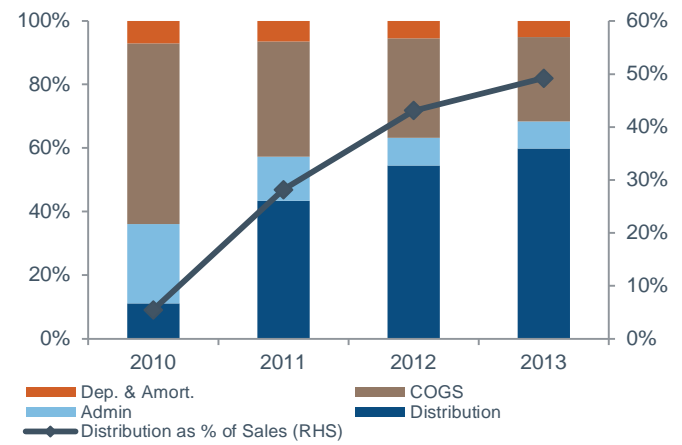
跟營收成長幅度相比，我們難以確定四環醫藥的通路配銷成本成長幅度，高於營收的實際原因。由於四環醫藥將銷售團隊的職務外包，通路便成為一個會計帳目上的模糊項目，隱藏分給代理商或醫生獎勵的開支情況。

圖 5：政府補助不合比例地偏高



資料來源：Company filings, FIL, January 2015

圖 6：通路配銷成本上揚



備註：成本占主要總費用的百分比

資料來源：Company filings, FIL, January 2015

## 警訊三：難以信賴的管理層

在與管理層會面及評估其公開聲明後，我們發現：

- 部份的公開聲明根本難以置信，例如西非在 2014 年爆發伊波拉疫情時，四環醫藥突然表示即將推出治療伊波拉的藥物 jk-05。該藥物並無任何公開的臨床數據，而且據悉中國沒有任何可供研究治療方法使用的伊波拉病毒樣本，也無符合發展相關技術規格的實驗室。<sup>1</sup>
- 在簡報會上，管理層將重點集中於股價表現，卻甚少說明相關的商業運作或策略。
- 該公司決定外包銷售團隊、盡量減少投資研發，並集中向政府及醫院進行遊說，反映管理層以取得短期營業利益作為優先目標，而非建立一個長期穩健的企業。

綜合上述幾點使我們對該公司的管理層失去信心。

### 催化因素

儘管我們的分析提出以上關注問題，但市場仍然看好四環醫藥，股價屢創新高。然而，當時我們認為有幾項催化因素將觸發投資情緒逆轉。

- **反貪腐行動** — 中國國家主席習近平在 2013 年 3 月就任時承諾打擊貪腐。中國政府及監管機構開始肅清企業的貪污行為。英國製藥公司葛蘭素史克於 2014 年 10 月由於賄賂而被處分，須繳交歷來最高罰款高達 2.97 億英鎊。由於四環醫藥在當時具市場領導地位，加上可能涉及龐大的醫生獎勵計劃，均使得該公司成為新調查的重點目標。
- **削減醫療保健預算** — 中國的醫療保健費用從 2007 年的人均 115 美元，快速攀升到 2013 年的 375 美元<sup>2</sup>。地方政府在財政壓力下，可能被迫限制醫療保健補助，意味著四環醫藥必須降低產品價格。
- **新的招標流程週期** — 在 2014 年底，9 個省政府開始進行藥物招標，而 2015 年將有更多招標計劃。在反貪腐的環境下，四環醫藥現有的政治手段將失去效力，該公司必須投入競爭，才可再度奪得醫院合約。

## 結果

四環醫藥的股票在 2015 年 3 月 27 日於香港交易所停止交易，使其加速衰落。該公司稽核拒絕簽署財報，使之無法在年度結束後 3 個月內發表經審核的財報，其中通路配銷成本帳目，正是令稽核感到疑慮的原因之一。

直至 2015 年 8 月，該公司才延遲地發表 2014 年的帳目，並就過往多年的銷售及行銷的費用作出重要的重申。由稽核委員會主導的調查發現，該公司透過以員工名義開設的銀行帳戶進行帳外交易。

四環醫藥董事張炯龍於 2015 年 11 月被廉政公署拘捕，其後雖保釋外出，但當局繼續調查，調查詳情尚未曝光。

2016 年 3 月，該公司在符合恢復交易的條件（包括展開獨立法庭調查）後，獲准於香港交易所恢復買賣。恢復交易後，四環醫藥股價從 2014 年 10 月 25 日所創的 6.28 港元高價，大跌 70% 到 1.91 港元。

## 結論

四環醫藥的例子，顯示了多個公司治理的警訊，徹底將其名聲摧毀。無法永續的商業模式、短視的經營手法、可疑的帳目及不可靠的管理部門，均令人懷疑該公司能否持續營運。

我們相信催化因素將會逆轉該股市場的有利情況：中國進行反貪腐行動、省政府削減醫療保健預算，以及實施新的藥物招標系統，皆使得該公司的政治手段，不能如往常般地奏效。

最後，稽核拒絕簽核 2014 年的帳目，致使四環醫藥迅速惡化。該事件造成投資人信心大失，因此當其股票在近一年後恢復重新正常交易時，市值驟降 70%。

四環醫藥的例子證明檢視公司治理的表現，是核心投資流程的一環。分析公司治理品質不僅有助避免那些後來變質的不良投資，勤奮的投資人有時也可從此類情況中獲利。

註：文中所提及之個股，僅是作為說明或舉例之用途，並非推薦或投資建議。

## 參考資料

<sup>1</sup>Chinese company develops ebola treatment - Financial Times, 9 October 2014

<sup>2</sup>World Bank database

股價在 2014 年 11 月  
至 2016 年 3 月下跌  
**70%**

[富達證券投資信託獨立經營管理]各基金經金管會核准或同意生效，惟不表示絕無風險，基金經理公司以往之經理績效不保證基金之最低投資收益；基金經理公司除盡善良管理人之注意義務外，不負責各基金之盈虧，亦不保證最低之收益，投資人申購前應詳閱基金公開說明書。本文提及之經濟走勢預測不必然代表本基金之績效，本基金投資風險請詳閱基金公開說明書。有關基金應負擔之費用(境外基金含分銷費用)已揭露於基金之公開說明書或投資人須知，投資人索取公開說明書或投資人須知，可至富達投資服務網 <http://www.fidelity.com.tw/>、公開資訊觀測站 <http://mops.twse.com.tw/> 或境外基金資訊觀測站 <http://www.fundclear.com.tw/> 查詢，或請洽富達投信或銷售機構索取。投資人因不同時間進場，將有不同之投資績效，過去之績效亦不代表未來績效之保證。投資新興市場可能比投資已開發國家有較大的價格波動及流動性較低的風險，投資人應選擇適合自身風險承受度之投資標的。依金管會規定基金投資大陸證券市場之有價證券不得超過本基金資產淨值之 10%，當該基金投資地區包含中國大陸及香港，基金淨值可能因為大陸地區之法令、政治或經濟環境改變而受不同程度之影響。富達投信並不針對個人狀況提供投資建議，投資人應審慎考量本身之投資風險，自行作投資判斷，並應就投資結果自負其責。本資料內容受智慧財產權保護，未經授權不得複製、修改、散發或引用。以上資料包含第三人準備或發行，富達投信提供此等資料僅供台端參考，投資人應自行判斷資料內容之正確性。內容所提及之公司或基金之投資並不應該被視為做買賣相同的建議，僅作為說明之用途。當基金投資於外幣計算之證券，以台幣為基礎之投資人便承受匯率風險。投信基金若受益人於申購日(含)起 14 日內申請買回受益憑證，且申請買回時本基金業已成立，每受益權單位之買回費用為其買回申請日之次一營業日每受益權單位淨資產價值之 0.2%。上述買回費用將於受益人之買回價金中扣除。基金經理費、保管費、買回費用以及其他費用將直接反映於基金淨值中。富達證券投資信託股份有限公司，電話 0800-00-9911。台北市 110 忠孝東路五段 68 號 11 樓。FIL Limited 為富達國際有限公司。富達證券投資信託股份有限公司為 FIL Limited 在台投資 100%之子公司。Fidelity 富達,Fidelity International, 與 Fidelity International 加上其 F 標章為 FIL Limited 之商標。SITE1707-318