

生物制品

署名人: 江琦

S0960512080008

021-62178410

jiangqi@china-invs.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

复星医药

600196

强烈推荐

3.88 亿欧元转让两个化合物海外开发权利, 研发厚积薄发成果显现

公司公告孙公司重庆复创(持股 68%)拟向 SELLAS 转让两个化合物(DPP4 抑制剂及小分子抗肿瘤药)全球(中国以外)范围内的开发、销售等权利, 转让价格共约 3.88 亿欧元, 依研发进度分期支付。产品美国/欧洲获批后, 重庆复创获得净销售额 10%提成, 并有权获得拥有该两个化合物的 SELLAS 子公司 3%权益。

投资要点:

- 事件一孙公司重庆复创拟共 3.88 亿欧元转让两个化合物海外开发、销售等授权: 化合物 A—DPP4 抑制剂, 治疗 II 型糖尿病药物, 共 1.95 亿欧元, 分阶段执行: 签署协议后共支付 500 万欧元; 一期临床后支付 1000 万欧元; 二期临床启动后支付 500 万欧元、通过后支付 2500 万欧元; 三期临床启动后支付 2500 万欧元、中点支付 2500 万欧元、通过后支付 1 亿欧元; 获得 8 年净销售额 10%提成费。化合物 B—受体抑制剂, 后续可开发成治疗肿瘤药物(如肺癌、乳腺癌等), 判断为小分子靶向药物, 共 1.93 亿欧元: 协议签订后支付 300 万欧元; 一期临床后支付 1000 万欧元; 二期启动后支付 500 万欧元, 通过后支付 2500 万欧元; 三期启动后支付 2500 万欧元, 中点支付 2500 万欧元, 三期通过后支付 1 亿欧元; 通过后获得 8 年净销售额 10%提成费。
- 公司两大研发平台成立 4 年多, 研发效率高, 成果逐步显示, 值得重视: 公司两大研发平台, 其中重庆复创为小分子化合物研发、复宏汉霖为生物药以单抗为主的研发平台。目前复创 2013 年 9 月 13 日取得苯甲酸复格列汀 1.1 类新药临床批件, 后续其他小分子药物有望逐步申报。复宏汉霖在研单抗药物抗 CD20(利妥昔类似物)单抗、抗 HER2(曲妥珠类似物)单抗已经在国内申报临床, 后续还有 3-5 个陆续申报。研发平台效率高, 厚积薄发, 成果逐步显现。
- 公司创新药物研发、控股型收购、医疗服务平台打造, 发展成大型医药、医疗集团趋势显现, 看好持续成长能力, 持续强烈推荐, 建议积极配置。预测 13-15 年的 EPS 为 0.85、1.02、1.23 元, 鉴于公司投资收益为收购、新药研发提供不断的资金支持, 我们给予 13 年整体 28 倍估值, 上调 6 个月目标价至 23.5 元。
- 风险提示: 此次转让还需董事会、股东会批准, 合作还有不确定性。

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	7341	9096	11552	13996
收入同比(%)	13%	24%	27%	21%
归属母公司净利润	1564	1896	2286	2754
净利润同比(%)	34%	21%	21%	20%
毛利率(%)	43.8%	44.5%	44.5%	45.3%
ROE(%)	11.5%	12.6%	13.6%	14.4%
每股收益(元)	0.70	0.85	1.02	1.23
P/E	25.73	21.22	17.60	14.61
P/B	2.97	2.68	2.39	2.11
EV/EBITDA	12	11	9	7

6-12 个月目标价: 23.50 元

当前股价: 17.96 元

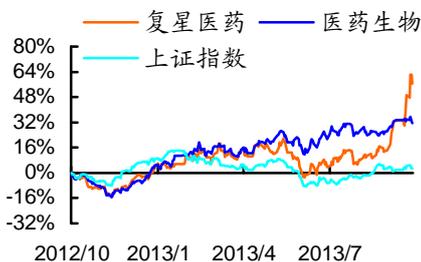
评级调整: 上调

基本资料

上证综合指数	2188.54
总股本(百万)	2240
流通股本(百万)	1904
流通市值(亿)	342
EPS	0.47
每股净资产(元)	6.34
资产负债率	42.0%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
复星医药	51.05%	61.55%	53.29%
医药生物	5.60%	6.33%	16.59%
上证指数	0.14%	7.02%	-0.24%



相关报告

全球 DPP4 抑制剂 12 年销售额约 80.7 亿美元，增长 30%，糖尿病作为慢性病，市场空间大。DPP4 抑制剂出重磅炸弹药物概率高。

表 1: 全球 DPP4 抑制剂类药物销售情况

Kombiglyze(单位: 亿美元)	批准时间	11 年	12 年	公司
西格列汀 Januvia	2006 年 10 月 FDA	33.2	40.9	默沙东
西格列汀+二甲双胍复方 Janumet		13.6	16.6	默沙东
维格列汀 Galvus	2007 年 9 月欧盟	6.7	9.1	诺华
沙格列汀及复方 Onglyza	2010 年 11 月 FDA	6.8	10.3	施贵宝+阿斯利康
阿格列汀 Alogliptin	2010 年 6 月日本	1.6	3.9	武田制药
林格列汀 Linagliptin				勃林格殷格翰
整体收入		62.0	80.7	

资料来源: 公司公告, 中投证券研究总部, 注: 勃林格殷格翰未查到销售数据。

表 2: 盈利预测

产品分类(万)	2012A	2013E	2014E	2015E
医药工业	465,967	573,139	704,961	867,103
医疗服务	15,035	33,077	98,000	117,600
医药商业及零售	137,831	140,588	143,399	146,267
医疗器械和诊断	105,721	153,295	199,284	259,069
收入合计	734,078	909,623	1,155,169	1,399,563
毛利率	43.78%	44.47%	44.55%	45.30%

资料来源: 中投证券研究总部

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	8382	11366	14922	18766	营业收入	7341	9096	11552	13996
现金	4973	7231	9743	12583	营业成本	4127	5051	6406	7656
应收账款	907	1124	1428	1730	营业税金及附加	62	77	98	119
其它应收款	423	524	666	807	营业费用	1512	1874	2345	2841
预付账款	239	293	371	444	管理费用	1046	1296	1502	1819
存货	1273	1559	1977	2363	财务费用	370	72	117	126
其他	566	635	738	840	资产减值损失	18	10	10	10
非流动资产	17126	17246	16860	16458	公允价值变动收益	-36	0	0	0
长期投资	8593	9000	9000	9000	投资净收益	1866	1817	2000	2300
固定资产	2595	2771	2675	2453	营业利润	2036	2533	3074	3723
无形资产	1753	1693	1632	1571	营业外收入	97	100	100	100
其他	4184	3783	3553	3434	营业外支出	10	0	0	0
资产总计	25507	28613	31783	35224	利润总额	2123	2633	3174	3823
流动负债	3893	4745	5150	5369	所得税	284	395	476	573
短期借款	519	1243	1284	1161	净利润	1839	2238	2698	3250
应付账款	776	950	1205	1440	少数股东损益	275	341	412	496
其他	2597	2551	2661	2767	归属母公司净利润	1564	1896	2286	2754
非流动负债	6309	6786	7286	7786	EBITDA	2701	2958	3577	4252
长期借款	217	717	1217	1717	EPS (元)	0.70	0.85	1.02	1.23
其他	6092	6069	6069	6069					
负债合计	10202	11530	12435	13154					
少数股东权益	1746	2087	2499	2995	主要财务比率				
股本	2240	2240	2240	2240	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
资本公积	4287	4287	4287	4287	成长能力				
留存收益	7042	8467	10320	12547	营业收入	13.2%	23.9%	27.0%	21.2%
归属母公司股东权益	13559	14995	16848	19074	营业利润	28.8%	24.4%	21.4%	21.1%
负债和股东权益	25507	28613	31783	35224	归属于母公司净利润	34.2%	21.3%	20.6%	20.5%
					获利能力				
					毛利率	43.8%	44.5%	44.5%	45.3%
					净利率	21.3%	20.8%	19.8%	19.7%
					ROE	11.5%	12.6%	13.6%	14.4%
					ROIC	31.5%	32.2%	37.8%	44.1%
					偿债能力				
					资产负债率	40.0%	40.3%	39.1%	37.3%
					净负债比率	10.70	20.04%	22.92	24.54%
					流动比率	2.15	2.40	2.90	3.50
					速动比率	1.82	2.06	2.50	3.04
					营运能力				
					总资产周转率	0.31	0.34	0.38	0.42
					应收账款周转率	8	9	9	8
					应付账款周转率	5.39	5.85	5.94	5.79
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.70	0.85	1.02	1.23
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.30	0.13	0.24	0.37
					每股净资产(最新摊薄)	6.05	6.69	7.52	8.51
					估值比率				
					P/E	25.73	21.22	17.60	14.61
					P/B	2.97	2.68	2.39	2.11
					EV/EBITDA	12	11	9	7

资料来源：中投证券研究总部，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

- 强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
 推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
 中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 ±10%以内
 回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

- 看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
 中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
 看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐,中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 10 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434