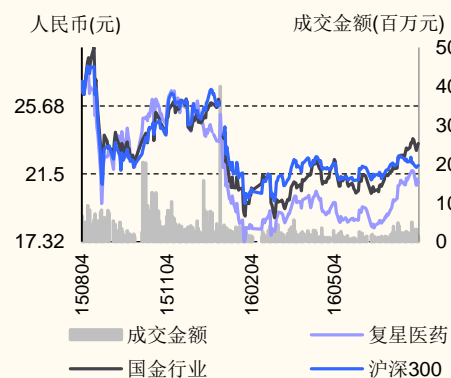


市场价格(人民币): 20.97元

长期竞争力评级: 高于行业均值高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,906.84
流通港股(百万股)	403.28
总市值(百万元)	48,526.16
年内股价最高最低(元)	28.11/17.32
沪深 300 指数	3193.51
上证指数	2978.46



相关报告

1. 《国际化布局重大突破, 抢占制剂出口优质平台-复星医药公司研究》, 2016.8.2

公布 Gland 审计报告, 协同效应带来潜在收益

公司基本情况(人民币)

项目	2014	2015	2016E	2017E	2018E
摊薄每股收益(元)	0.914	1.063	1.274	1.506	1.761
每股净资产(元)	7.21	7.86	8.39	9.49	10.79
每股经营性现金流(元)	0.52	0.70	0.81	0.90	1.11
市盈率(倍)	23.08	22.10	16.33	13.82	11.81
行业优化市盈率(倍)	33.29	44.01	40.60	40.60	40.60
净利润增长率(%)	4.23%	16.43%	19.84%	18.17%	16.95%
净资产收益率(%)	12.67%	13.53%	15.18%	15.87%	16.32%
总股本(百万股)	2,311.61	2,314.08	2,314.08	2,314.08	2,314.08

来源: 公司年报、国金证券研究所

收购点评

- 公司公告 Gland 截至 2016 年 3 月 31 日的审计报告。第一季度实现销售收入 3.57 亿元, 净利润 8000 万元。
- Gland Pharma 是印度第一家获得美国 FDA 批准的注射剂药品生产制造企业, 是一家优秀的规范市场注射剂生产厂商+CDMO 企业; 具有高质量的注射剂生产能力和高效的规范市场药品注册能力。
- Gland 稀缺且优质的仿制药企业, 到目前没有 FDA 的 warning letter 和 483, 表明公司有非常完善的 QA 和 QC 体系; 15 年 1 月至 16 年 3 月在建工程累计转 2 亿固定资产, 截止 3 月份尚有 2 亿在建工程, 大规模的固定资产投资, 可以保证公司后续的产能和产品、收入相互匹配; 优秀的规范市场注册团队; 丰富的 Pipeline。
- 从同类企业的收购价值分析表现估值合理, 如果重点产品依诺肝素钠注射剂获批, 估值进一步下降。
- 公司和 Gland 的未来的协同空间: 两者在肝素原料药、EPO、单抗等领域合作有明显协同优势等。

盈利预测

- 复星医药现有药品业务稳健增长, 医疗服务开始拓展, 单抗具有领先优势。目前公司针对 12 个适应症的 7 个单抗仿制药获得临床批件, 其中, 重组人鼠嵌合抗 CD20 单抗注射液处于临床 III 期, 有望在 18 年上市, 为公司增长添加新的引擎。
- 我们预计公司 2016-2018 年净利润为 29.5/34.8/40.7 亿, 对应 EPS 分别为 1.27/1.50/1.76 元。暂时没有考虑此次并购对盈利及财务的影响。

投资建议

- 公司目前股价对应 16 年 PE 分别为 16 倍。考虑到公司在制药、医疗服务、单抗、国际化的全方位优质布局, 具有长期投资价值。此次并购标的, 具备超预期发展的可能。给予“买入”评级。
- 风险提示: 收购进程风险; 行业政策风险; 经营整合管理风险; 增发摊薄;

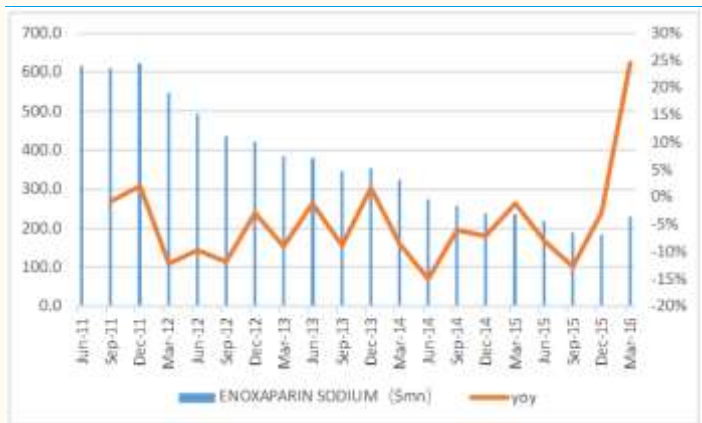
李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026
(8621)60230221
lijingl@gjzq.com.cn

一、Gland 稀缺且优质的仿制药注射剂企业，收购估值合理，未来价值溢价来自于复星与 Gland 的协同性

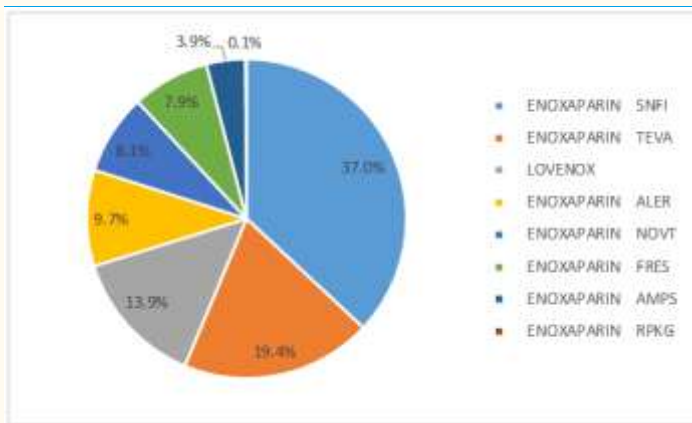
- 关于收购估值：表观估值合理，如果重点产品依诺肝素钠注射注获批，估值进一步下降。
 - 表观看，复星收购对应的企业价值约为 13.5 亿美元，约相当于 Gland 2016 财年（即期间为 2015 年 4 月 1 日至 2016 年 3 月 31 日财政年度）息税折旧摊销前溢利（EBITDA）的 16 倍，介于近期印度当地以及全球注射剂制药企业并购案例中企业价值估值倍数的区间（约为 EBITDA 的 12-22 倍）；
 - 但是如果考虑 Gland 未来的增长，尤其是依诺肝素的获批，估值进一步下降。目前依诺肝素注射液全球 30 亿美金市场销售，其中美国市场 10 亿美金，目前 Gland 依诺肝素注射液已经在欧洲上市销售，考虑到欧洲和美国同为规范市场，两者的小分子药标准接近，因此推断 Gland 在美国获批依诺肝素钠注射注 ANDA 也是大概率事件。目前美国市场依诺肝素注射液由于原料药质量问题，近期有召回事件，市场空间有提高。

图表 1：依诺肝素钠注射注市场空间



来源：国金证券研究所，IMS，公司年报

图表 2：依诺肝素注射液竞争格局



来源：国金证券研究所，IMS，公司年报

- 关于 Gland 质地：稀缺且优质的注射剂仿制药企业
 - Gland Pharma 专注做法规市场的注射剂，2003 年第一次通过了美国 FDA 的体系认证。到目前没有 FDA 的 warning letter 和 483，表明公司有非常完善的 QA 和 QC 体系，而生产质量是注射剂生产企业的生命线。
 - 产能：Gland 公司在 15 年增加 2 亿在建工程，15 年 1 月至 16 年 3 月累计转固 2 亿，截止 3 月份尚有 2 亿在建工程。大规模的固定资产投资，可以保证公司后续的产能和产品、收入相互匹配。
 - 优秀的规范市场注册团队。
 - 丰富的 Pipeline：由于公司 CDMO 的商业模式，我们预计公司可以享受销售分成的 ANDA 多于 FDA Orange Book 上的披露文号数量。
- 复星和 Gland 的协同溢价
 - 复星万邦有肝素全产业链，如果未来通过国际市场认证，可以为 Gland 提供优质肝素类原料药，提高 Gland 现有的肝素钠及未来可能获批的依诺肝素钠注射注竞争力。重庆药友的 FDA 认证生产线可以作为 Gland 产能的有效补充。

- 复星的生物药、EPO、胰岛素及复宏汉霖即将获批的单抗，可以通过 Gland 更快更好的进入美国和印度市场。
- Gland 的现有 ANDA 及即将获批的品种，可以通过复星进入国内市场。两者实现研发共享。

二、关于美国仿制药市场：生产质量为生命线，注册时间决定竞争格局和能力。

- 注射剂仿制药由于无菌要求导致
 - 高资本投入
 - 高运营资本
 - 高合规要求
- 行业进入壁垒高
 - 并购活跃，行业集中度高，15 年前五家注射剂仿制药生产企业销售额占比 52%，销售量占比 73%。
 - 竞争格局好，70%的产品生产厂家少于 3 家。
 - 新进入者必须要有一篮子产品和成本优势来获得市场。
- 生存的关键：保证合格产品生产。
 - 注射剂产品在制造、研发、处方工艺、包装、存储和运输过程要求更高。
 - 美国 65%的药品短缺都是由于制造质量、产能限制和延迟供货。08-13 年注射剂金额复合增长是 19.6%，同期量的增长 1.6%

图表 3：美国主要注射剂仿制药厂商收到的 Warning Letters

Hospira Inc.	Facility Location	Issue Date	Closeout Date
Hospira Inc.	Victoria, Australia	26-Sep-14	8-Feb-16
	Costa Rica	22-Aug-14	7-Jan-16
	Sriperumburdur, India	28-May-13	Open
	Illinois, USA	9-May-13	Open
	Liscate, Italy	31-Mar-15	Open
	Rocky Mount, USA	7-Mar-14	Open
Hikma Pharmaceuticals PLC.	Portugal	21-Oct-14	16-Nov-15
	New Jersey, USA	3-Feb-12	26-Mar-14
Agila Specialties Private Limited	Bangalore, India	9-Sep-13	Open
Mylan Laboratories Limited	Bangalore, India	6-Aug-15	Open
Claris LifeSciences Limited	Ahmedabad, India	1-Nov-10	14-Aug-12

来源：国金证券研究所，FDA

五、盈利预测及投资建议

- 我们认为此举是复星医药乃至中国制药行业具有意义的一次收购，中国药企通过海外整合，快速具备了“国内+国际”双市场发展的能力。双方资源的互补性，为未来业务协调提供了空间。我们建议把握这一轮国内企业出海的投资机遇
- 盈利预测：预计复星医药 2016-2018 年净利润为 29.5/34.8/40.7 亿，对应 EPS 分别为 1.27/1.50/1.76 元。由于此次收购尚待审批，暂时不考虑收购对公司盈利和财务的影响，获批后我们再做更新。
- 我们认为复星医药在制药、医疗服务、单抗、国际化方面的布局具有领先优势，有长期发展的潜力。此次并购的标的，具有超预期发展的可能。从医疗服务、单抗创新、国际化布局角度，看好公司未来发展，给与“买入”评级。
- 风险提示：收购整合不达预期、产品降价风险、经营整合管理风险；增发摊薄风险；行业政策风险。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
主营业务收入	9,996	12,026	12,609	14,732	17,246	21,065	货币资金	3,067	3,696	4,029	5,800	7,800	12,000
增长率		20.3%	4.8%	16.8%	17.1%	22.1%	应收款项	2,038	2,175	2,348	2,407	2,817	3,441
主营业务成本	-5,543	-6,719	-6,308	-7,363	-8,610	-10,498	存货	1,614	1,605	1,649	1,896	2,217	2,704
%销售收入	55.5%	55.9%	50.0%	50.0%	49.9%	49.8%	其他流动资产	267	1,188	300	227	260	309
毛利	4,453	5,307	6,301	7,369	8,637	10,568	流动资产	6,987	8,664	8,325	10,330	13,094	18,453
%销售收入	44.5%	44.1%	50.0%	50.0%	50.1%	50.2%	%总资产	23.7%	24.5%	21.8%	25.7%	30.1%	37.6%
营业税金及附加	-75	-87	-106	-124	-145	-177	长期投资	11,605	14,405	17,234	17,235	17,234	17,234
%销售收入	0.7%	0.7%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	固定资产	4,907	5,681	5,765	6,384	6,896	7,297
营业费用	-1,844	-2,300	-2,815	-3,241	-3,794	-4,634	%总资产	16.6%	16.1%	15.1%	15.9%	15.9%	14.8%
%销售收入	18.4%	19.1%	22.3%	22.0%	22.0%	22.0%	无形资产	5,646	6,180	6,562	6,267	6,208	6,151
管理费用	-1,421	-1,727	-1,906	-2,225	-2,604	-3,181	非流动资产	22,489	26,672	29,876	29,888	30,340	30,685
%销售收入	14.2%	14.4%	15.1%	15.1%	15.1%	15.1%	%总资产	76.3%	75.5%	78.2%	74.3%	69.9%	62.4%
息税前利润 (EBIT)	1,114	1,192	1,473	1,780	2,094	2,575	资产总计	29,475	35,336	38,202	40,218	43,434	49,138
%销售收入	11.1%	9.9%	11.7%	12.1%	12.1%	12.2%	短期借款	1,424	3,951	7,334	6,979	6,595	7,887
财务费用	-384	-379	-450	-423	-421	-387	应付款项	3,106	3,107	2,467	2,794	3,268	3,987
%销售收入	3.8%	3.1%	3.6%	2.9%	2.4%	1.8%	其他流动负债	748	2,479	1,138	1,864	2,155	2,537
资产减值损失	-83	-334	-70	-17	-3	-4	流动负债	5,278	9,537	10,939	11,637	12,018	14,411
公允价值变动收益	30	-11	-2	0	0	0	长期贷款	126	771	1,676	1,676	1,676	1,677
投资收益	2,141	1,925	2,347	2,530	2,830	3,010	其他长期负债	6,406	5,925	4,917	4,595	4,495	4,395
%税前利润	73.7%	70.8%	69.6%	64.2%	61.9%	57.2%	负债	11,811	16,233	17,532	17,909	18,190	20,483
营业利润	2,819	2,394	3,297	3,869	4,499	5,194	普通股股东权益	15,332	16,675	18,182	19,422	21,957	24,967
营业利润率	28.2%	19.9%	26.2%	26.3%	26.1%	24.7%	少数股东权益	2,332	2,428	2,488	2,888	3,288	3,688
营业外收支	87	324	75	70	70	70	负债股东权益合计	29,475	35,336	38,202	40,218	43,434	49,138
税前利润	2,906	2,718	3,372	3,939	4,569	5,264	比率分析						
利润率	29.1%	22.6%	26.7%	26.7%	26.5%	25.0%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-506	-348	-501	-591	-685	-790	每股指标						
所得税率	17.4%	12.8%	14.9%	15.0%	15.0%	15.0%	每股收益	0.905	0.914	1.063	1.274	1.506	1.761
净利润	2,400	2,370	2,871	3,348	3,884	4,474	每股净资产	6.843	7.214	7.857	8.393	9.488	10.789
少数股东损益	373	257	411	400	400	400	每股经营现金净流	0.452	0.519	0.701	0.807	0.902	1.114
归属于母公司的净利润	2,027	2,113	2,460	2,948	3,484	4,074	每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
净利率	20.3%	17.6%	19.5%	20.0%	20.2%	19.3%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	13.22%	12.67%	13.53%	15.18%	15.87%	16.32%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	6.88%	5.98%	6.44%	7.33%	8.02%	8.29%
净利润	2,400	2,370	2,871	3,348	3,884	4,474	投入资本收益率	3.67%	3.60%	3.75%	4.38%	4.81%	5.26%
少数股东损益	0	0	0	0	0	0	增长率						
非现金支出	504	898	728	665	760	870	主营业务收入增长率	36.18%	20.30%	4.85%	16.84%	17.07%	22.14%
非经营收益	-1,481	-1,582	-1,903	-2,118	-2,438	-2,588	EBIT 增长率	87.68%	7.05%	23.57%	20.77%	17.65%	23.02%
营运资金变动	-411	-486	-74	-27	-118	-179	净利润增长率	29.61%	4.23%	16.43%	19.84%	18.17%	16.95%
经营活动现金净流	1,012	1,200	1,621	1,868	2,088	2,578	总资产增长率	15.56%	19.88%	8.11%	5.28%	8.00%	13.13%
资本开支	-1,034	-992	-1,214	-692	-1,139	-1,140	资产管理能力						
投资	-1,329	-1,801	-1,076	-1	0	0	应收账款周转天数	40.2	42.5	46.9	42.0	42.0	42.0
其他	560	315	420	2,530	2,830	3,010	存货周转天数	95.1	87.4	94.1	94.0	94.0	94.0
投资活动现金净流	-1,803	-2,478	-1,870	1,837	1,691	1,870	应付账款周转天数	58.2	49.6	52.3	52.0	52.0	52.0
股权募资	31	1,466	116	0	0	0	固定资产周转天数	130.8	140.3	137.8	128.4	116.3	98.7
债权募资	-28	3,087	2,004	-532	-384	1,293	偿债能力						
其他	-966	-2,682	-1,532	-1,402	-1,395	-1,541	净负债/股东权益	14.22%	21.35%	33.11%	21.14%	9.24%	-2.00%
筹资活动现金净流	-963	1,872	587	-1,934	-1,779	-248	EBIT 利息保障倍数	2.9	3.1	3.3	4.2	5.0	6.7
现金净流量	-1,755	594	338	1,771	2,000	4,200	资产负债率	40.07%	45.94%	45.89%	44.53%	41.88%	41.68%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	0	0	0	0
增持	0	0	0	0	0
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2014-08-05	增持	18.93	N/A
2	2014-08-27	增持	18.79	N/A
3	2014-10-29	增持	19.10	N/A
4	2014-12-05	增持	21.43	N/A
5	2014-12-11	增持	21.91	N/A
6	2016-08-02	买入	20.80	24.00~25.00

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得 1 分，为“增持”得 2 分，为“中性”得 3 分，为“减持”得 4 分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上；
增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%—15%；
中性：预期未来 6—12 个月内变动幅度在 -5%—5%；
减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上。

特别声明：

国金证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海

电话：021-60753903

传真：021-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：201204

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号

紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-66216979

传真：010-66216793

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100053

地址：中国北京西城区长椿街 3 号 4 层

深圳

电话：0755-83831378

传真：0755-83830558

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区深南大道 4001 号

时代金融中心 7BD