

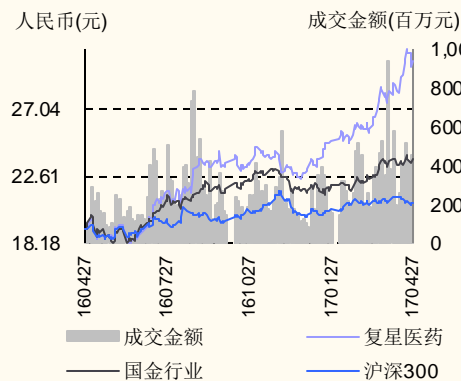
市场价格 (人民币): 30.98 元

修改 Gland 收购方案，国际化突破在即

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	1,908.97
流通港股(百万股)	483.94
总市值(百万元)	77,299.16
年内股价最高最低(元)	33.40/22.50
沪深 300 指数	3831.30
上证指数	3353.62



公司基本情况(人民币)

项目	2015	2016	2017E	2018E	2019E
摊薄每股收益(元)	1.063	1.162	1.276	1.449	1.644
每股净资产(元)	7.86	9.19	9.49	9.68	10.86
每股经营性现金流(元)	0.70	0.87	0.70	1.02	1.29
市盈率(倍)	22.10	19.91	22.06	19.42	17.12
行业优化市盈率(倍)	44.01	43.06	48.46	48.46	48.46
净利润增长率(%)	16.43%	14.05%	13.46%	13.57%	13.43%
净资产收益率(%)	13.53%	12.64%	13.45%	14.97%	15.13%
总股本(百万股)	2,314.08	2,414.51	2,495.13	2,495.13	2,495.13

来源：公司年报、国金证券研究所

事件

- 2017年9月15日，复星医药、收购方与 Gland Pharma 现有股东及相关方就本次交易签署《Amendment NO.3 to the Share Purchase Agreement》(即“《关于<股份购买协议>的第三次修正案》”，同意在股东大会已批准的交易金额范围内，将交易调整为：由联合收购方出资不超过 109,130 万美元收购 Gland Pharma 约 74% 的股权，其中包括收购方将依据依诺肝素于美国上市销售所支付的不超过 2,500 万美元的或有对价；同时，本次交易终止日延长至 2017 年 10 月 3 日。

相关报告

1. 《研发进入收获期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.8.30
2. 《收入超预期，创新驱动综合医疗集团远航-复星医药公司点评》，2017.4.28
3. 《收购 CML 剩余股权，加速创新驱动的医疗器械业务板块的发展。-...》，2017.4.11
4. 《扣非指标改善明显，内生外延战略卓有成效-复星医药公司点评》，2017.3.29
5. 《复星医药 Warning Letter 点评：整体影响仅限于医工...》，2017.3.3

点评

- 收购方案灵活变化，改变持股结构，规避政策局限，加速并购落地。
 - 不变：收购方和交易对手不变；Gland Pharma 的定价不变，仍旧为 13.5 亿美金。
 - 变化一：收购的持股比例变化。复星医药收购之后的持股比例由原先的 86.08% 下降至 74.00%，而创始人股东的持股比例由 10.00% 提高至 22.08%。收购全部目标股份的对价不超过 9.05 亿美金，依诺肝素钠注射剂市场化或有对价不超过 0.25 亿。
 - 变化二：依诺肝素钠注射剂市场化的或有对价变化。若 Gland Pharma 的依诺肝素产品于 2018 年 12 月 31 日之前获美国食品药品监督管理局审批，并且在美国市场上市或销售，收购方将于依诺肝素市场化之日起 2 年之内或至 2019 年 12 月 31 日前（截至日以较早的日期为准），根据 Gland 就依诺肝素产品每季度毛利的 50% 向创始人股东支付或有对价。若获得 FDA 审批发生于 2016 年 12 月 31 日之后且于 2018 年 12 月 31 日之前（含本日），该等或有对价的上限为 2,500 万美元；若依诺肝素市场化发生于 2018 年 12 月 31 日之后，收购方将不支付任何或有对价。
 - 方案变化的核心价值：通过股权比例调整，深度绑定管理层，更重要的是规避印度政府的审批，减少交易的不确定性，加速并购落地。

王建礼 联系人
wjianli@gjzq.com.cn

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

图表 1：复星医药收购 Gland 不同方案的股权安排

股权结构	交易前	原方案交易后	新方案交易后
	持股比例	(预计)	(预计)
联合收购方	-	86.08%	74.00%
KKR	38.41%	0.00%	0.00%
创始人股东	41.56%	10.00%	22.08%
Vetter家族	10.03%	0.00%	0.00%
BRR家族	9.96%	3.87%	3.87%
Dr.Sagi N	0.05%	0.05%	0.05%
合计	100.00%	100.00%	100.00%

数据来源：公司公告、国金证券研究所

■ 印度外资项目审批的“自动生效制度”

- 印度政府目前采取积极吸引和鼓励外资政策,审批程序已经得到很大程度上的简化。从外资项目审批难易程度上外资项目可分为四类：
 1. 外资股权不超过 50%；
 2. 外资股权不超过 51%；
 3. 外资股权不超过 74%；
 4. 外资股权达 100%。
- 在印度申报外资项目,只要外国公司的股权不超过印度政府对不同行业外资股权最高限额的限制, 外资项目均可享受“自动生效制度”获得批准, 即只要根据印度“储备银行”(央行)的规定,向其报送有关表格和资料后项目可自动获得批准。
- 外国公司的股权超过印度政府对不同业外资最高限额限制的, 或另有规定予以排除的外资项目须经印度政府有关部门的批准。印度政府负责审批外资项目的部门是“外国直接投资促进委员会”。
- 只要符合“自动生效制度”审批的外资项目, 申请人只需向设在印度孟买的印度“储备银行”外汇控制部总经理填报 No.FNCI 表格, 一式七份, 即可自动获得项目批准。
- 综合以上: 复星医药收购 Gland 交易调整方案交割所需的中国相关部门的批准以及美国、印度反垄断申报均已完成, 并已取得复星医药股东大会的批准(包括其授权批准); 同时, 根据印度外商投资相关政策, 本次交易调整方案(即联合收购方收购 Gland Pharma 74% 股权)无需提交印度外国投资促进委员会(即 FIPB)、印度经济事务内阁委员会(即 CCEA)审核批准。综上, 本次交易调整方案交割的主要先决条件均已满足; 根据约定, 各方将于交割先决条件达成后的第 17 天进行交割。

图表 2：印度适应“自动生效审批”程序的行业及其股权最高限额

编号	行业	适应“自动生效审批”的股权最高限额
1	通讯	固定电话、移动电话、传呼和卫星全球个人电话服务，外资最高限额是 49%，需获得通讯管理部门的许可；从事生产制造无限额。
2	房地产开发	不允许外资介入，非常住印度居民除外。
3	煤炭和褐煤	国营企业外资最高限额 49%，其它不超过 50%。
4	制药	成品药批量生产、生产和合成中间产品（使用 DNA 技术的除外）外资限额最高为 74%。
5	宾馆和旅游	外资最高限额为 51%。
6	采矿业	钻石和宝石矿石外资最高限额为 74%； 除钻石和宝石以外的金、银和其它冶金矿石及其加工外资可达 100%。
7	广告和电影	广告领域外资最高限额为 74%；电影拍摄外资可达 100%。
8	互联网接入服务	以下情况外资可达 100%： a. 不提供接口（包卫星和海底电缆）的互联网接入服务； b. 通讯电缆基础设施建设； c. 电子邮件； d. 语音信箱。 但以上领域须满足下列条件： a. 如果外资达 100%，外国公司须承诺如果公司股票在世界其它地区上市，在五年后向当地印度公司转让 26% 的股权； b. 如果必要，公司要取得经营许可和满足国家安全要求； c. 外资股权超过 49% 须经印度政府批准。
10	机场建设	外资低于 74% 可经“自动生效”获得批准。
11	特快专递服务	外资股权可达 100%，并经“自动生效”获得批准。
12	大众捷运系统	外资股权可达 100%，并经“自动生效”获得批准。
13	非银行金融公司	属于进一步开放和鼓励的领域如下： a. 确实引入外资的，包括： i. 外资股权低于 51%，但先期投入超过 50 万美元； ii. 外资股权在 51-75% 之间，先期投入超过 5 千万美元； iii. 外资股权在 70-100%，先期投入达到 750 万美元，全部出资期限在 24 个月内完成。 b. 只要外国投资人不要求把不低于 25% 的股权转让给印度公司作为条件，达到上述 a.iii 要求，实际投入资金超过 5 千万美元，可以设立股权 100% 的经营性分支机构，分支机构的数量不受限制，分支机构不必投入额外资金。 c. 合资经营性非银行金融公司，如果外资股权低于 75%，只要达到上述 a.i. 和 a.ii 最低出资条件，可以设立分支机构从事非银行金融公司其它的经营活动。 d. 符合印度“储备银行”投资导向，非银行金融公司领域的外资项目可以通过“自动生效”程序获得批准，印度“储备银行”将根据实际情况公布投资导

来源：中华人民共和国驻印度大使馆、国金证券研究所

■ Gland: 优秀的注射剂生产厂商

- 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 价值体现在：1) 符合 FDA 要求的合格注射剂生产能力。公司从 03 年获得 FDA 认证，到目前为止未收到 FDA 的 Warning Letter。在全球 Injectable Facility 频繁受到 FDA 警告的环境下，表明 Gland 有一套成熟而规范的生产管理和质量控制体系，良好的生产设施和规范

的生产及质控是注射剂企业发展的核心。2) 300-400人的注册团队。对于仿制药来说，上市时间是核心的核心，更早的上市意味着更好的竞争格局，进而可以获得更好的价格。Gland 拥有的 300-400人的注册队伍可以大大节省 ANDA 获批的周期，提高盈利能力。3) 丰富的 Pipeline。

- 从 EV/EBITDA 角度收购对应 2017 年 3 月财年估值约 15 倍，如果依诺肝素钠注射顺利获批，估值则会明显降低。同时收购后的协同效益将可能产生更大的贡献：产品的跨市场交叉销售、复宏汉霖的生物仿制药海外上市、重庆药友产能的整合等。考虑到潜在协同效应，以及全球潜在同类标的的稀缺性，估值相对合理。

- **重申我们的推荐逻辑：**从利润结构来看，复星医药经常性损益占比越来越高，经常性损益中的药品和器械占比逐步提高；研发投入逐年大幅增加，带来估值重构；研发和医疗服务经过多年投入，进入收获期；公司通过并购 Gland、与 Kite 成立合资公司等模式，弯道超车，进入制剂出口和细胞治疗第一梯队。整体来看，复星医药成为创新驱动的综合医疗集团，市场地位提高和未来空间进一步打开。

盈利预测

- 不考虑 Gland 并表，我们预计公司 17-19 年归母净利润分别为 31.8/36.2/41.0 亿，考虑到公司利润结构改善带来的估值重构以及研发的收获期，给予买入评级。

风险提示

- 并购低于预期、整合低于预期、新产品获批低于预期、产品降价

附录：三张表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营业务收入	12,026	12,609	14,629	17,246	21,065	25,815
增长率		4.8%	16.0%	17.9%	22.1%	22.5%
主营业务成本	-6,719	-6,308	-6,718	-8,610	-10,498	-12,840
% 销售收入	55.9%	50.0%	45.9%	49.9%	49.8%	49.7%
毛利	5,307	6,301	7,910	8,636	10,568	12,975
% 销售收入	44.1%	50.0%	54.1%	50.1%	50.2%	50.3%
营业税金及附加	-87	-106	-153	-145	-177	-217
% 销售收入	0.7%	0.8%	1.0%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-2,300	-2,815	-3,704	-3,794	-4,634	-5,679
% 销售收入	19.1%	22.3%	25.3%	22.0%	22.0%	22.0%
管理费用	-1,727	-1,906	-2,312	-2,604	-3,181	-3,898
% 销售收入	14.4%	15.1%	15.8%	15.1%	15.1%	15.1%
息税前利润 (EBIT)	1,192	1,473	1,742	2,093	2,575	3,180
% 销售收入	9.9%	11.7%	11.9%	12.1%	12.2%	12.3%
财务费用	-379	-450	-401	-235	-225	-259
% 销售收入	3.1%	3.6%	2.7%	1.4%	1.1%	1.0%
资产减值损失	-334	-70	-79	-20	-4	-5
公允价值变动收益	-11	-2	12	0	0	0
投资收益	1,925	2,347	2,125	2,200	2,200	2,200
% 税前利润	70.8%	69.6%	59.5%	52.3%	46.6%	41.6%
营业利润	2,394	3,297	3,399	4,039	4,546	5,116
营业利润率	19.9%	26.2%	23.2%	23.4%	21.6%	19.8%
营业外收支	324	75	172	170	170	170
税前利润	2,718	3,372	3,572	4,209	4,716	5,286
利润率	22.6%	26.7%	24.4%	24.4%	22.4%	20.5%
所得税	-348	-501	-350	-625	-701	-786
所得税率	12.8%	14.9%	9.8%	14.9%	14.9%	14.9%
净利润	2,370	2,871	3,221	3,583	4,015	4,501
少数股东损益	257	411	416	400	400	400
归属于母公司的净利润	2,113	2,460	2,806	3,183	3,615	4,101
净利率	17.6%	19.5%	19.2%	18.5%	17.2%	15.9%

现金流量表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,370	2,871	3,221	3,583	4,015	4,501
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	898	728	819	711	804	914
非经营收益	-1,582	-1,903	-1,677	-1,971	-2,104	-2,007
营运资金变动	-486	-74	-253	-582	-159	-192
经营活动现金净流	1,200	1,621	2,110	1,742	2,556	3,216
资本开支	-992	-1,214	-1,860	298	-1,039	-1,040
投资	-1,801	-1,076	-575	-1	0	0
其他	315	420	-12	2,200	2,200	2,200
投资活动现金净流	-2,478	-1,870	-2,447	2,497	1,161	1,160
股权募资	1,466	116	2,728	0	-2,122	0
债权募资	3,087	2,004	571	-3,273	1,668	1,310
其他	-2,682	-1,532	-1,773	-1,161	-1,264	-1,486
筹资活动现金净流	1,872	587	1,526	-4,434	-1,717	-176
现金净流量	594	338	1,189	-196	2,000	4,200

资产负债表 (人民币百万元)

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3,696	4,029	5,996	5,800	7,800	12,000
应收款项	2,175	2,348	2,621	2,756	3,366	4,125
存货	1,605	1,649	1,671	2,123	2,560	3,096
其他流动资产	1,188	300	477	274	323	384
流动资产	8,664	8,325	10,764	10,953	14,050	19,605
% 总资产	24.5%	21.8%	24.6%	25.5%	30.2%	37.4%
长期投资	14,405	17,234	18,850	18,851	18,850	18,850
固定资产	5,681	5,765	6,305	6,880	7,350	7,710
% 总资产	16.1%	15.1%	14.4%	16.0%	15.8%	14.7%
无形资产	6,180	6,562	7,144	6,322	6,263	6,205
非流动资产	26,672	29,876	33,003	32,056	32,465	32,766
% 总资产	75.5%	78.2%	75.4%	74.5%	69.8%	62.6%
资产总计	35,336	38,202	43,768	43,009	46,514	52,372
短期借款	3,951	7,334	5,650	2,429	4,097	5,406
应付款项	3,107	2,467	2,799	3,193	3,895	4,767
其他流动负债	2,479	1,138	1,659	1,984	2,348	2,770
流动负债	9,537	10,939	10,109	7,606	10,340	12,943
长期贷款	771	1,676	2,183	2,183	2,183	2,184
其他长期负债	5,925	4,917	6,226	6,088	5,988	5,888
负债	16,233	17,532	18,517	15,877	18,511	21,015
普通股股东权益	16,675	18,182	22,190	23,673	24,143	27,097
少数股东权益	2,428	2,488	3,060	3,460	3,860	4,260
负债股东权益合计	35,336	38,202	43,768	43,009	46,514	52,372

比率分析

	2014	2015	2016	2017E	2018E	2019E
每股指标						
每股收益	0.914	1.063	1.162	1.276	1.449	1.644
每股净资产	7.214	7.857	9.190	9.488	9.676	10.860
每股经营现金净流	0.519	0.701	0.874	0.698	1.025	1.289
每股股利	0.270	0.280	0.320	0.360	0.410	0.460
回报率						
净资产收益率	12.67%	13.53%	12.64%	13.45%	14.97%	15.13%
总资产收益率	5.98%	6.44%	6.41%	7.40%	7.77%	7.83%
投入资本收益率	3.60%	3.75%	4.11%	4.84%	5.58%	6.18%
增长率						
主营业务收入增长率	20.30%	4.85%	16.02%	17.89%	22.15%	22.55%
EBIT增长率	7.05%	23.57%	18.23%	20.17%	23.03%	23.49%
净利润增长率	4.23%	16.43%	14.05%	13.46%	13.57%	13.43%
总资产增长率	19.88%	8.11%	14.57%	-1.73%	8.15%	12.59%
资产管理能力						
应收账款周转天数	42.5	46.9	46.2	42.0	42.0	42.0
存货周转天数	87.4	94.1	90.2	90.0	89.0	88.0
应付账款周转天数	49.6	52.3	54.3	52.0	52.0	52.0
固定资产周转天数	140.3	137.8	128.2	116.8	100.3	84.1
偿债能力						
净负债/股东权益	21.35%	33.11%	20.50%	7.93%	6.50%	-3.41%
EBIT利息保障倍数	3.1	3.3	4.3	8.9	11.5	12.3
资产负债率	45.94%	45.89%	42.31%	36.91%	39.80%	40.13%

来源：公司公告、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	6	6	7	7
增持	0	4	5	6	6
中性	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
评分	0.00	1.40	1.45	1.46	1.46

来源：朝阳永续

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。

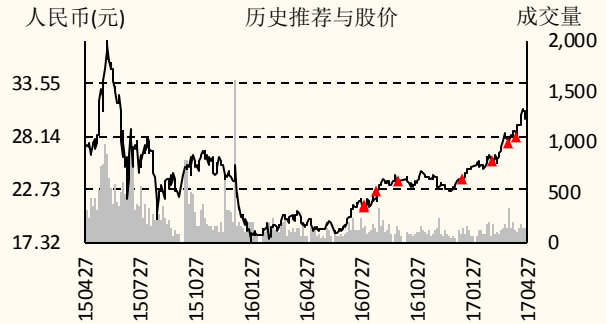
最终评分与平均投资建议对照：

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

历史推荐和目标定价(人民币)

序号	日期	评级	市价	目标价
1	2016-08-24	买入	21.57	24.80~28.00
2	2016-09-30	买入	23.22	27.00~30.00
3	2017-01-11	买入	23.73	N/A
4	2017-03-03	买入	25.68	N/A
5	2017-03-29	买入	27.48	N/A
6	2017-04-11	买入	28.66	N/A
7	2017-04-28	买入	30.20	N/A
8	2017-08-30	买入	30.14	N/A

来源：国金证券研究所



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