

2010年03月11日

市价(人民币): 20.65元
目标(人民币): 30.71元

长期竞争力评级: 等于行业均值
市场数据(人民币)

已上市流通A股(百万股) 685.65
总市值(百万元) 25,560.05
年内股价最高最低(元) 21.45/12.36
沪深300指数 3279.69
上证指数 3048.93

相关报告

- 1 《参股企业陆续上市,价值有待重估》, 2010.2.24
- 2 《国控上市带来净利润大幅增长》, 2009.10.29

分析师: 黄挺

(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

联系人: 李龙俊

(8621)61038315
lijl@gjzq.com.cn

李敬雷

(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷
泰滨江大厦 15A 层 (200011)

复星医药 (600196.SH)

——内部整合成效显著, 研发投入渐近收获

卖出

减持

持有

买入

强买

公司基本情况(人民币)

项 目	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
摊薄每股收益(元)	0.272	0.506	0.558	1.972	0.799	0.918
净利润增长率	62.96%	141.47%	10.40%	253.38%	-59.48%	14.87%
先前预期每股收益(元)				2.147	0.799	0.918
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	2.078	0.802	0.928
市盈率(倍)	22.59	29.19	19.01	10.47	25.84	22.49
行业优化市盈率(倍)	40.21	65.64	40.45	71.20	71.20	N/A
市场优化市盈率(倍)	25.86	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A
股息率	7.15%	0.68%	0.94%	0.70%	0.70%	0.70%
PE/G(倍)	0.36	0.21	1.83	0.04	-0.43	1.51
净资产收益率	8.39%	16.16%	17.23%	38.59%	13.75%	13.85%
每股净资产(元)	3.25	3.13	3.24	5.11	5.81	6.63
市净率(倍)	1.89	4.72	3.28	2.78	2.45	2.15
每股经营性现金流(元)	0.19	0.11	0.19	-0.28	0.12	0.13
已上市流通A股(百万股)	480.86	630.88	630.88	630.88	630.88	630.88
总股本(百万股)	952.13	1,237.77	1,237.77	1,237.77	1,237.77	1,237.77

来源: 公司年报、国金证券研究所 注: “市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论、价值评估与投资建议

- 近年公司对经营战略进行了部分调整, 将促进“内生增长”速度提到新的战略高度, 加快内部资产整合力度, 提高产业发展水平。本文将切换新的视角, 从公司产业发展的角度来研究其未来的价值。
 - ◆ “内生增长”和“外延扩张”是公司实现快速发展的两架马车。在“外延扩张”方面, 公司取得卓越的成绩, 成功投资了国药控股等一批优质医药资产, 并推动规模快速增长, 给市场留下深刻的印象;
 - ◆ 而在“内生增长”方面, 由于对“管理提升”重视不够, 各医药资产自成体系, 并未发挥各自潜力。针对上述问题, 公司将“内生增长”提到新的高度, 充分挖掘现有资产的经营潜力, 实现“内生增长”和“外延扩张”两架马车齐头并进的局面。
- 加快“内生增长”主要在医药工业部分, 采取的措施包括以下 3 个: 工业资产整合、销售资源整合、研发体系完善:
 - ◆ 公司在工业板块确立了“江苏万邦”和“重庆药友”两个核心平台, 上海临西、上海克隆和重庆凯林已先后整合进这两个平台, 并取得明显的效益。
 - ◆ 医药产业发展公司计划将新建一个 GSP 公司, 从集团层面整合营销资源; 同时, “江苏万邦”和“重庆药友”两个核心平台已经分别建有 GSP 公司, 为内部整合提供支持。

- ◆ 公司成立了复星新药研究公司，从集团层面统一整合研发资源，实现研发资源的合理配置和研发规划的安排指导，并为医药工业提供有力的品种和技术支持。
- 公司为打造有竞争力的医药产业，近年来持续加大对研发的投入，包括资金的投入和体系的构建，并取得一定成效。
 - ◆ 公司先后组建了重庆复创、复星普适、复宏汉霖等研发单位，打造了小分子化学创新药、单克隆抗体、高端仿制药等研发平台；
 - ◆ 公司在创新药方面取得重大突破：重庆复创于 2009 年底在美国提交了 1 件有关新型 DPP-IV 抑制剂的 PCT 专利，这是公司获得首项新型化合物的全球专利，具有里程碑的意义，标志着公司在创新药的研发方面走在了国内的前列。
- 我们认为，公司的合理价值为 380.2 亿元，折合每股 30.71 元，维持“买入”评级。
 - ◆ 对于国药控股的价值评估，我们采用香港市场投资者的价值估计：35 港元的目标价。公司持有国药控股的股权价值为 269.5 亿港元，即 237.16 亿元。
 - ◆ “江苏万邦”和“重庆药友”作为公司的整合平台，在资源方面得到集团的支持，未来的发展前景比较乐观。我们给予公司 2010 年业绩 30 倍的估值水平。
 - ◆ 其他的资产，我们或者采用相关板块估值的下限水平，或者直接使用公司对这些企业的投资额来计算公司拥有的股权价值（即 PB=1）

内容目录

打造产业平台，提高内生发展速度	5
加快“内生增长”	5
打造产业平台	5
江苏万邦：	6
品种丰富、营销突出	6
对上海克隆和上海临西实施的内部整合成效显著	6
整合并购推动万邦加速发展	7
重庆药友：	8
基础厚，发展快	8
整合，并购，加速发展	8
研发投入渐近收获	10
完善研发体系、加大研发投入	10
研发成果丰富，其中不乏创新品种	11
重庆复创：创新性平台	12
复星普适：高难度仿制药开发平台	12
复宏汉霖：单克隆抗体平台	12
在研或近期上市的重点品种	13
DPP-IV 抑制剂	13
单抗：RITUXAN 和 AVASTIN	13
培美曲塞二钠	14
恩替卡韦	15
附录：三张报表预测摘要	19

图表目录

图表 1：“对接资本、投资并购、管理提升”是公司基本的经营方针	5
图表 2：江苏万邦主要产品	6
图表 3：2010 年江苏万邦迎来爆发式增长机会	8
图表 4：重庆药友整合和并购后新的组织架构图	9
图表 5：重庆药友业绩有望保持快速增长	9
图表 6：复星医药的研发体系基本完成布局	10
图表 7：公司研发体系的竞争优势	10
图表 8：公司研发支出逐年增加	11
图表 9：公司部分在研品种	12
图表 10：Rituxan 和 Avastin 是超级重磅炸弹级别的药物	13

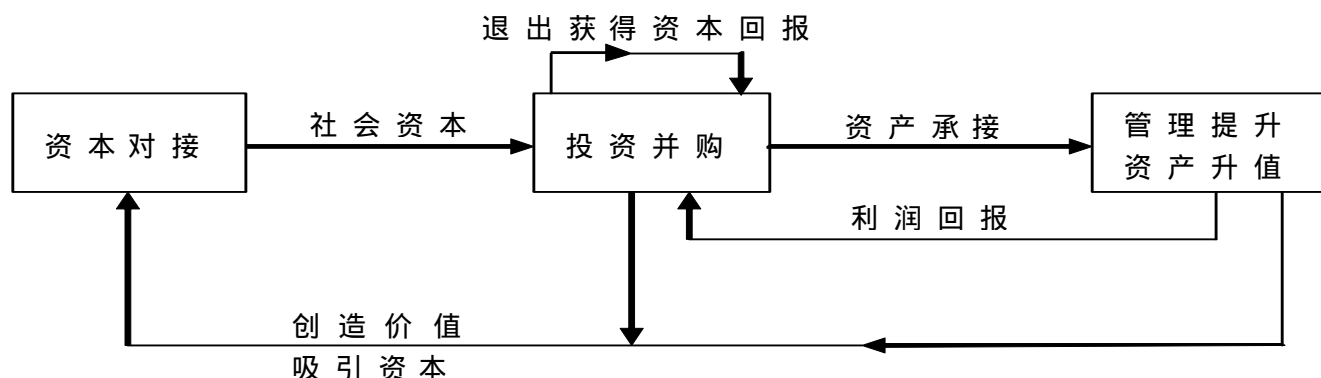
图表 11：Genentech 单抗产品增长迅猛（单位：百万美元）	14
---	----

打造产业平台，提高内生发展速度

加快“内生增长”

- “对接资本、投资并购、管理提升”是公司基本的经营方针，这三部分环环相扣、互相促进，最终达成股东价值最大化的经营目标：
 - ◆ “投资并购”和“管理提升”是公司实现价值增长的两个手段，从而为股东创造回报，并进一步吸引更多的社会资本，为“对接资本”提供良好的条件；
 - ◆ “投资并购”体现公司外延式扩张的思路。一方面，部分项目通过上市后减持等退出方式获得可观的投资回报；另一方面，部分资产购买后交由医药产业发展公司管理，整合进入复星医药的产业平台；
 - ◆ “管理提升”则聚焦于公司内生式发展。医药产业发展公司致力于打造复星医药的产业平台，通过内部整合和资源互享来加快企业发展，实现资产增值；
- 前期较长一段时间内，公司在“外延式扩张”方面取得了卓越的成绩，成功投资了国药控股等一批优质医药资产，并推动规模快速增长；但同时“管理提升”重视不够，各部分医药资产自成体系，没有形成“1+1>2”的效应，反而出现管理面过大造成部分企业管控不够的问题。
- 近期公司将促进“内生增长”速度提到新的战略高度，加快内部资产整合力度，提高“管理提升”这个短板，实现“内生增长”和“外延扩张”两架马车齐头并进的局面。

图表1：“对接资本、投资并购、管理提升”是公司基本的经营方针



来源：国金证券研究所

打造产业平台

- 公司通过打造“江苏万邦”和“重庆药友”两个核心平台，盘活旗下医药工业资产，实现工业板块的加速发展。
 - ◆ 江苏万邦 2008 年完成上海克隆的营销整合，2009 年完成上海临西的营销整合，均取得显著的成效。
 - ◆ 重庆药友 2009 年实施对重庆凯林的整合，取得初步成效；并于 2010 年初收购四川合信，进一步充实抗感染领域。
- 公司于 2008 年成立了复星新药研究公司，从集团层面统一整合研发资源，实现研发资源的合理配置和研发规划的安排指导，并为医药工业提供有力的品种和技术支持。
- 在营销方面，公司也在逐步推进集团内整合。医药产业发展公司计划将新建一个 GSP 公司，从集团层面整合营销资源；同时，“江苏万邦”和

“重庆药友”两个核心平台已经分别建有 GSP 公司，为内部整合提供支持。

江苏万邦：团队优秀，整合效果显著

品种丰富、营销突出

- 糖尿病领域是江苏万邦的传统优势领域，公司的降糖药产品线品种丰富，并在糖尿病患者中拥有较高的品牌影响力；同时，公司在心血管领域也拥有较好的品种，并在国内占据较高的市场份额。

图表2：江苏万邦主要产品

治疗领域	商品名	通用名
糖尿病	万苏林	动物胰岛素
	万邦林	重组人胰岛素
	万苏平	格列美脲片
	万苏欣	那格列奈片
	万苏琪	二甲双胍格列苯脲
心血管	心先安	注射用环磷腺苷葡胺
	苏可诺	注射用低分子量肝素钠
	邦坦	替米沙坦片
	思凯通	注射用重组链激酶（上海凯茂）
瘤（上海凯茂）抗肿瘤	怡罗泽	注射用培美曲塞二钠
	怡罗苹	注射用去甲斑蝥酸钠
	怡宝	注射用重组人促红素
OTC	复方芦荟胶囊（万邦复临）	
	摩罗丹（邯郸制药）	

来源：国金证券研究所

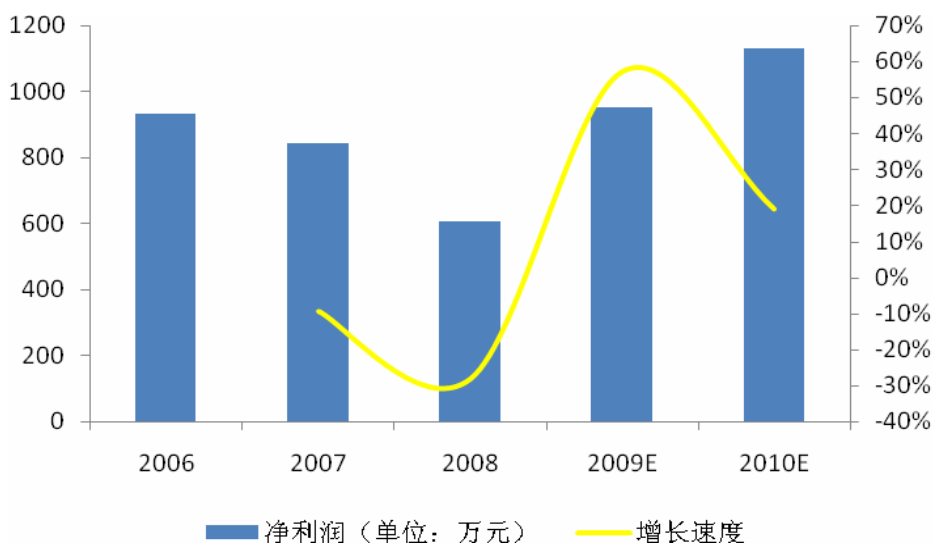
- 公司具备突出的营销能力，建有完善的营销体系，销售队伍规模达到 1000 人，构成公司强有力的竞争优势。公司建有 5 支销售队伍：商务部、降糖药、心血管用药、肿瘤药和 OTC。
 - ◆ 商务队伍负责公司普药的销售；降糖药队伍承担公司胰岛素系列和口服降糖药系列的学术销售；心血管队伍则负责心先安等心血管用药的推广；肿瘤药队伍负责上海凯茂（上海克隆和荷兰 Alkmaar Export B.V. 公司的合资企业）的肿瘤药临床推广；OTC 队伍主要负责万邦复临（前上海临西）的复方芦荟胶囊等产品销售。

对上海克隆和上海临西实施的内部整合成效显著

- 2008 年江苏万邦完成了对上海克隆营销体系地改革，取得了明显的经济效益，上海克隆成功地扭亏为盈。
 - ◆ 营销重整前上海克隆每年亏损 1000 多万，营销改革完成后即在 2008 年贡献 500 多万的净利润；
 - ◆ 上海克隆 2009 年的净利润有望达到 600 多万，而 2010 年则预计可以接近千万。

- 2008 年江苏万邦启动了对上海临西的整合，并将上海临西更名为万邦复临。整合工作在 2009 年体现出明显的效益，上海临西止住了业绩下滑的势头。

图表3：上海临西的整合工作在 2009 年体现明显效益

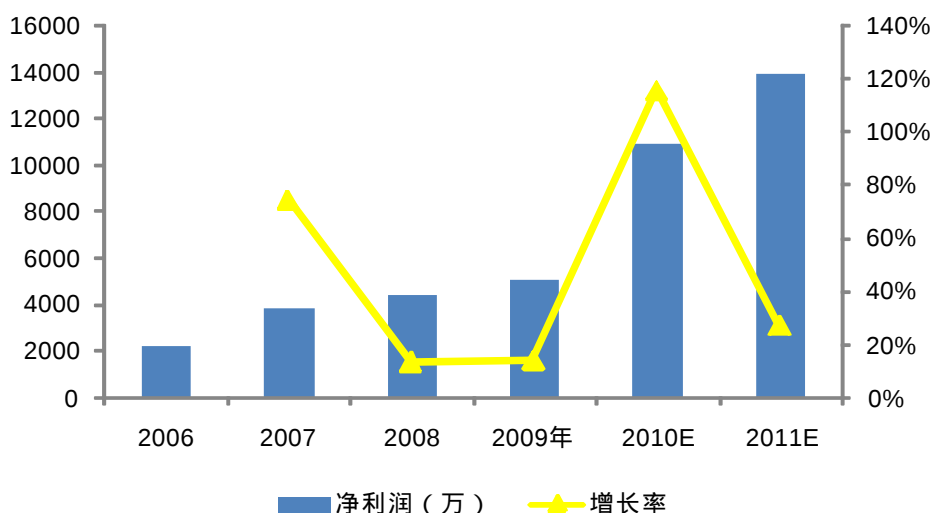


来源：国金证券研究所

整合并购推动万邦加速发展

- 江苏万邦的原有产品主要集中于降糖药和心血管用药，主要包括胰岛素系列、口服降糖药系列、环磷腺苷葡胺系列、肝素钠系列、口服降压药等。公司通过整合原上海克隆和上海临西两家企业，将产品线拓展至肿瘤用药和 OTC 领域。
 - ◆ 上海凯茂是上海克隆持股 70% 的合资企业，产品以肿瘤治疗和生物技术产品为特色，现拥有两个生物制品 GMP 车间和一个冻干粉针 GMP 车间；并拥有一个国家一类新药：思凯通，两个国家二类新药：伽玛和怡宝。
 - ◆ 万邦复临（前上海临西）是由河北省临西制药厂改制而来，在肠道用药领域具有一定的市场基础，主导产品复方芦荟胶囊是 1985 年研制成功的用于润肠通便的纯中药复方制剂，是国家二级中药保护品种。
- 江苏万邦除了整合集团现有的医药资产，还扮演着“承接”集团新购入资产的角色。2009 年底江苏万邦借助集团的资源，获得邯郸制药的控股权；同时，江苏万邦与以色列药企 D-Pharm Ltd. 签署协议，许可引进急性缺血性中风治疗药物“DP-b99”。
 - ◆ 邯郸制药不仅建有大规模的 GMP 厂房，还在甘肃及河北拥有上万亩药材种植基地。主导产品摩罗丹、三黄片、利肺片、小儿风热清、舒肝健胃丸，连续多年被评为国家中药保护品种、国家优质产品、消费者信得过产品、高新技术产品、科技进步一等奖、优秀新产品一等奖、世界中医药学会重点推广产品等多项殊荣。
 - ◆ DP-b99 是一个新化合物，用于保护脑部神经细胞免受急性缺血性中风引起的损伤。后续有望开发的适应症还包括心脏直视手术引起的脑损伤和外伤性脑损伤等。目前该药在美国进行 III 期临床研究。
- 我们预计，在整合并购的推动下，2010 年江苏万邦将迎来爆发式的增长机会，收入有望达到 10 亿元，净利润有望超过 1 亿元。同时，随着重组人胰岛素项目逐步发挥效益，公司将有望保持 25% 左右的增长。

图表4：2010 年江苏万邦迎来爆发式增长机会



来源：国金证券研究所

重庆药友：整合，并购，加速发展

基础厚，发展快

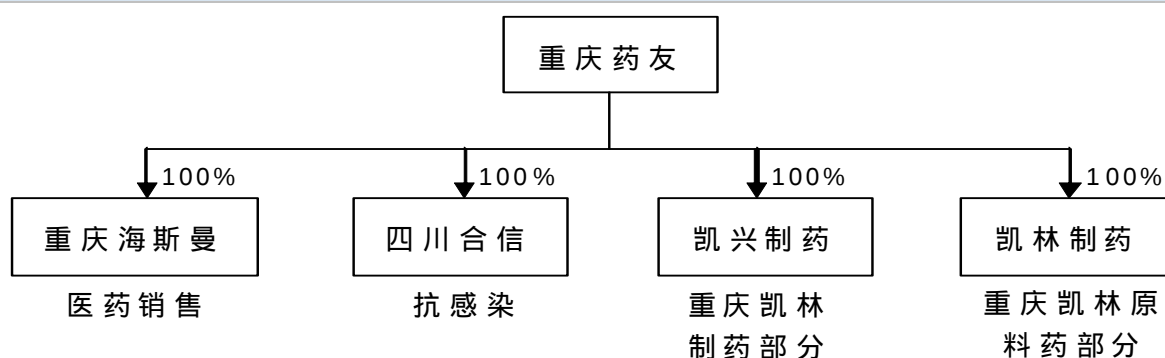
- 重庆药友是由 1939 年创立的重庆制药六厂改制而来，2009 年收入超过 7 亿元，净利润超过 5300 万，拥有全国最大规模的冻干制剂生产能力。
- 公司的主要产品有：阿拓莫兰（注射用还原型谷胱甘肽）、注射用水溶性维生素（V 佳林）、注射用炎琥宁、膦甲酸钠注射液、甲磺酸瑞波酞胶囊、立庆（阿法骨化醇片）等。
 - ◆ 阿拓莫兰是公司的拳头产品，2009 年销售收入达到 3 亿元。该产品适应症众多，不仅可以治疗肝病，还可以辅助肿瘤放化疗、治疗低氧血症等疾病。
 - ◆ 该品种属于国家医保乙类目录，公司计划进一步加大销售力度。我们预计，未来数年该产品的增速将保持在 20% 以上。
- 公司拥有一支强有力的营销队伍，销售人员超过 600 名，并具备较高水平的业务能力。
 - ◆ 考虑到药友自身以及集团公司未来不断并购或整合工业资产的需要，公司在原有营销队伍的基础上成立了重庆海斯曼药业。
 - ◆ 海斯曼药业是一家医药商业公司，一方面扮演着重庆药友营销部门的角色，同时也代理其他厂商的产品。
 - ◆ 海斯曼药业自成立以来发展速度非常快，销售队伍从初期的百余人发展到目前的 600 余人，并计划于近年将规模扩充至千人以上。
- 公司建有完善的研发体系，除了从集团得到研发支持以外，公司每年会自主投入 2000-3000 万元进行特定治疗领域的品种研发和工艺探索。

整合，并购，加速发展

- 2009 年复星医药产业将重庆凯林 100% 的股权转让给重庆药友，重庆凯林成为重庆药友的全资子公司。随即重庆药友对重庆凯林进行整合，将重庆凯林的国内制剂部分单独组建重庆凯兴，并将国内营销队伍统一整合进入海斯曼药业，同时将重庆凯林作为重庆药友的国际业务平台。

- ◆ 重庆凯林是重庆医工院成功孵化的一家医药企业，以原料药生产和出口为主，拥有符合 ICH 和 CGMP 要求的原料药及制剂药生产厂房。
- ◆ 重庆凯林的主导产品盐酸克林霉素早在 1997 年便获得美国食品药品监督管理局（FDA）的认证许可，随后又获得欧洲药品质量管理理事会（EDQM）等多个机构的认证批准。
- ◆ 重庆凯林在原料药出口方面拥有丰富的经验，今年将有十几个产品申报 FDA 认证；同时，重庆医工院也给公司提供坚实的研发支持，不断提供品种。
- 2010 年初重庆药友收购四川合信，从而进一步充实公司在抗感染领域的产品线，并大幅提高公司的收入和利润规模。
- ◆ 四川合信的主导产品为注射用头孢美唑钠，拥有高质量的品质和良好的临床疗效，在国内市场份额排名第一；我们预计 2010 年四川合信将为重庆药友新增收入 2.5-3 亿。

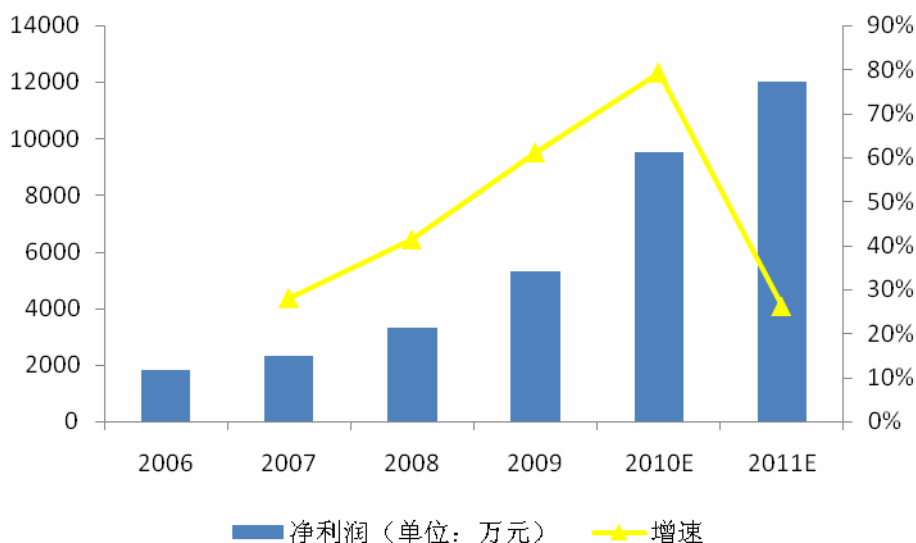
图表5：重庆药友整合和并购后新的组织架构图



来源：国金证券研究所

- 我们预计，重庆药友 2010 年的收入有望接近 10 亿元，净利润有望达到 9500 万左右（考虑到四川合信的增厚），未来 2 年将有望保持年均 25-30% 的内生性增长。

图表6：重庆药友业绩有望保持快速增长



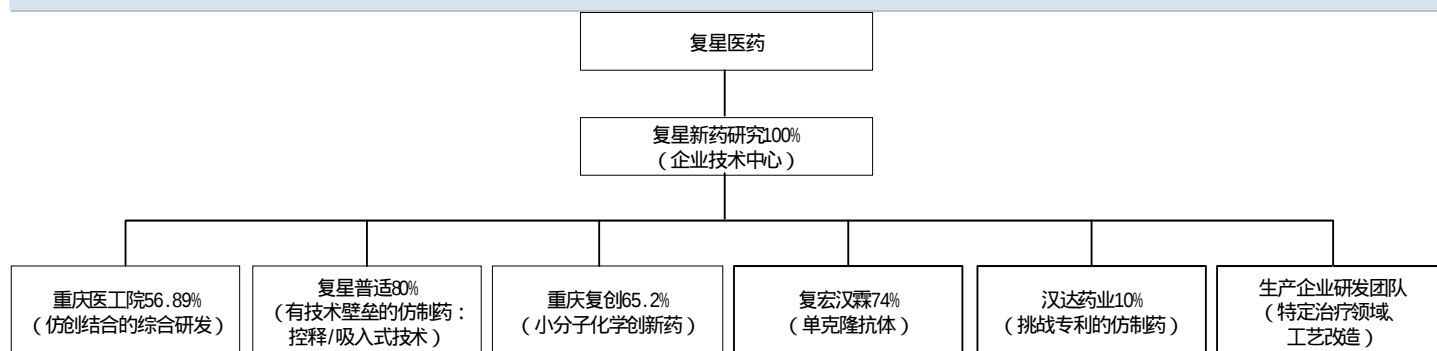
来源：国金证券研究所

研发投入渐近收获

完善研发体系、加大研发投入

- 研发是医药企业保持旺盛生命力的重要源泉，对企业的持续发展起着至关重要的作用，优秀的医药企业需要强有力的研发体系作为支撑。在这样的思路下，公司成立了复星新药研究公司，统筹集团内部的研发资源。

图表7：复星医药的研发体系基本完成布局



来源：国金证券研究所

- 2009 年复星医药研发体系的布局基本形成，从传统的以仿制药研发为主，逐步转向仿创结合的道路。在研发战略方面，公司将优先发展生物医药、稳步发展化学制药、尽快进入中药领域。
 - ◆ 公司的研发团队（不含生产企业的研发团队）拥有各类研发人员 350 多名，其中博士 20 名，享受国家专项津贴专家 6 名，新药评审专家 1 名。
 - ◆ 2006 年公司设立复星普适，打造有技术壁垒的高难度仿制药平台；2009 年初成立的重庆复创，是公司追踪国际先进的小分子药物、并着手开发类似性药物的创新平台；2009 年底成立的复宏汉霖成为公司的单克隆抗体研发平台。

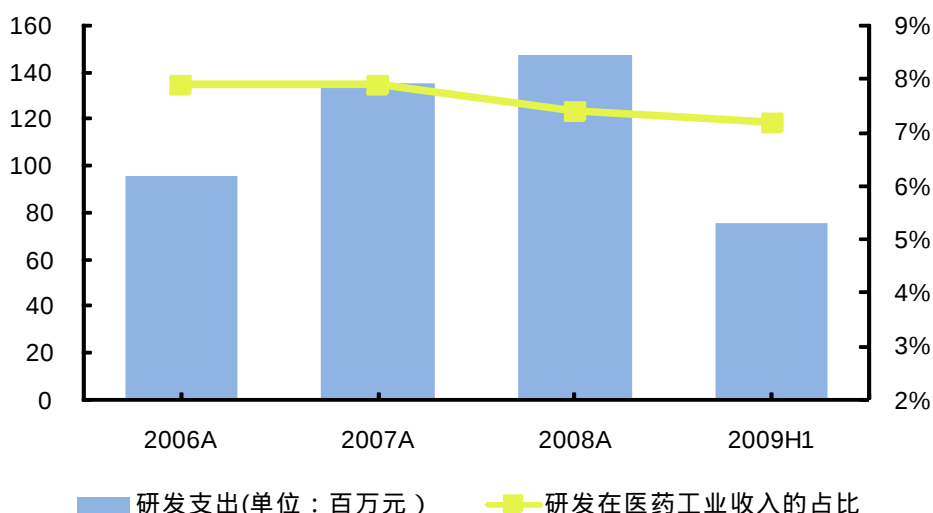
图表8：公司研发体系的竞争优势

基于结构的新型化合物设计与优化技术
手性化合物合成技术
24小时长效控缓释技术
吸入给药技术(鼻喷/干粉/气雾)
通过美国FDA认证的中试放大与API产业化技术平台
高表达的符合cGMP要求的单克隆抗体产业化技术平台

来源：国金证券研究所

- 近几年，公司的研发支出逐年增加，占医药工业板块收入的比例维持在 7-8%。2010 年公司的研发支出预计将超过 2 亿元，加大研发投入的决心非常明显。

图表9：公司研发支出逐年增加



来源：国金证券研究所

研发成果丰富，其中不乏创新品种

- 2009 年，公司共有 4 个产品获得 5 个生产批件（注射用氟氯西林钠 2 个规格，米托恩醌冻干粉针、伏格列波糖胶囊、阿拓莫兰注射液新规格、磷酸哌喹原料），专利申请 91 件，其中 85% 以上为发明专利。
- 2009 年，公司研发新立项共计 28 个，在研项目则有 103 个：
 - ◆ 按治疗领域分：五个重点领域（糖尿病、肝病、心血管、抗感染、肿瘤）共计 52 个，占在研项目总数 50%；
 - ◆ 按研发阶段分：临床前研究 25 个；申报临床 2 个；临床 14 个；工艺研究 47 个；申报生产（预计 2010 年上市品种）15 个；
 - ◆ 按注册类别分：创新药 3 个，占在研项目总数的 2%；三类（首仿）27 个，占在研项目总数的 26.7%；仿制药 57 个，占在研项目总数的 56.4%。
- 创新药是公司研发的方向之一，经过 1 年的努力，公司在创新药方面取得重大突破：重庆复创于 2009 年底在美国提交了 1 件有关新型 DPP-IV 抑制剂的 PCT 专利，这是公司获得首项新型化合物的全球专利，具有里程碑的意义，标志着公司在创新药的研发方面走在了国内的前列。

图表10：公司部分在研品种

类别	适应症	项目名称	阶段	性质	市场
新化学结构	糖尿病 肿瘤	DPP-IV抑制剂 酪氨酸激酶抑制剂	候选物	创新药	国内
缓控释制剂	精神郁抑 高血压 糖尿病	文拉法辛胶囊 菲洛地平片、硝苯地平片 格列吡嗪片	临床验证	美国 ANDA	欧美 国内
吸入给药制剂	哮喘	莫米松鼻喷 氟替卡松/沙美特罗干粉	临床验证	美国 ANDA	欧美 国内
单克隆抗体	肿瘤 类风关	RITUXAN（淋巴瘤） AVASTIN（结肠癌）	小试	me-too me-betters	国内外
大品种技改	糖尿病 贫血	基因重组人胰岛素 基因重组促红细胞生成素	进行中	技改	国内 欧洲

来源：国金证券研究所

重庆复创：创新性平台

- 2009 年初，公司与海外优秀华人科学家合资成立重庆复创，随后重庆复创在美国加州注资成立美国复创。重庆复创承担着公司发展创新药的重担。
- 重庆复创拥有多名具备多年合成小分子候选化合物经验的国外团队，以“Fast Follower”的模式开始启动创新药的研究。研究方向为内分泌和抗肿瘤领域的小分子药物的研发，计划 5 年内开发 7 个靶点的药物。
- 2009 年初重庆复创正式启动第一个创新药开发项目（降糖药 DPP-IV 抑制剂），经过近一年的努力，成功合成 18 个与默克、武田结构相似的、对 DPP-IV 酶具有相似的抑制活性的先导化合物。重庆复创已于 2009 年底在美国提交了 1 件有关新型 DPP-IV 抑制剂的 PCT 专利，并有望于今年完成临床前准备工作，进入一期临床。

复星普适：高难度仿制药开发平台

- 2006 年公司出资设立复星普适，占 80% 的股权。复星普适致力于开发有技术壁垒的高难度仿制药，其主要技术平台包括：控缓释技术、精准吸入给药技术（干粉喷剂、气雾、鼻喷）。
- 在加入复星医药前，复星普适的两位主要科学家曾成功开发出 3 个年销售收入超过 1 亿美金的药物，如：二丙酸倍氯米松氢氟烷气雾剂、氟替卡松鼻喷剂、紫杉醇注射液。
- 目前复星普适已经完成 8-9 个新药的临床研究工作，正在加快国内外报批的步伐。

复宏汉霖：单克隆抗体平台

- 2009 年底公司与美国科学家团队共同组建复宏汉霖，目标设定为开发和产业化 bio-similar 和 bio-better 的重磅炸弹产品（大分子单克隆抗体药物的研发及产业化），计划 5 年内开发 5 个项目，目前已经完成第一个产品的细胞株构建。
- 复宏汉霖将以高表达细胞株来提高产量，以符合欧美水平的 GMP 质量管理作为扩展国际市场的根基。复宏汉霖的团队的主要成员都有在美国大型药厂 15 年以上的工作经验，同时团队成员技术互补，团队成员的技术能力覆盖单抗药物生产需要 95% 以上。

在研或近期上市的重点品种

DPP-IV 抑制剂

- DPP-IV 抑制剂是治疗 型糖尿病的新一代降糖药物。其在治愈糖尿病的同时，还具备传统口服糖尿病药不具备的优势，可以降低患者体重，更平稳地控制血糖水平，不会产生低血糖。
- 默克和诺华的 DPP-IV 抑制剂产品已经上市：默克公司的 Januvia（Sitagliptin、单方）和 Janumet（复方）；诺华公司的 Galvus（Vildagliptin）
 - ◆ 2006 年 Januvia 上市就实现了 4290 万美元的销售额，Janumet 作为 sitagliptin 和二甲双胍的合剂，于 2007 年 4 月上市。这两种药物销售增长迅猛，2008 年都快接近 20 亿美元；
 - ◆ Galvus（Vildagliptin）2007 年 9 月被欧盟批准低剂量用药，在巴西和墨西哥也已经被批准。由于尚未获得 FDA 的批准，所以该品种的销售额较小，07 年和 08 年的销售额分别为 800 万和 4300 万美元。
- 重庆复创已经在美国提交了 DPP-IV 抑制剂在全球的化合物专利，计划将于今年进入一期临床。目前恒瑞的瑞格列汀（DPP-IV 抑制剂）正在临床一期。

单抗：RITUXAN 和 AVASTIN

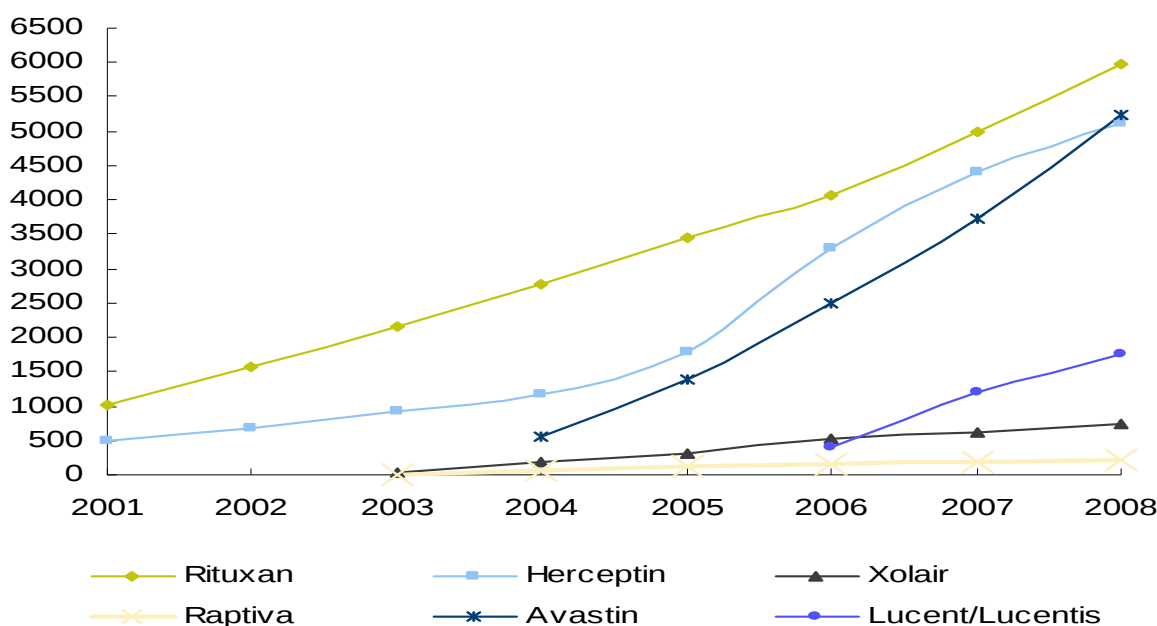
- 单克隆抗体药物是全球生物制药产业中最大类别的产品（占有生物制药销售额的 40%以上），也是增长最快的一类药物。“重磅炸弹”级别（年销售额超过 10 亿美元）的单抗药物有十多个，我们重点介绍复宏汉霖研发进展较快的 Rituxan(利妥昔单抗)和 Avastin（贝伐单抗）。
 - ◆ Rituxan 于上世纪末上市，最初用于治疗 B 细胞非何杰金氏淋巴瘤，2006 年被批准用于治疗中度至重度活动性类风湿性关节炎；
 - ◆ Avastin 主要通过抑制能够刺激新血管形成的血管内皮生长因子令癌细胞无法获得养分而被“饿死”。2004 年获准用于治疗转移性结肠癌和肺癌；2008 年获准用于转移性乳腺癌。
- Rituxan 和 Avastin 是单抗巨头——Genentech（基因泰克）出品的“超级重磅炸弹”药物（季度销售额超过 10 亿美元）。2008 年两个产品的销售额均超过 50 亿美元，并依然保持较快的增长速度。

图表11：Rituxan 和 Avastin 是超级重磅炸弹级别的药物

商品名	生产厂家	抗体类型	批准日期	作用靶位	治疗疾病	2008年销售额(亿美元)
Rituxan	Genentech	嵌合	1997	CD-20	B细胞性非何杰金氏淋巴瘤 中重度类风湿关节炎	59.62
Avastin	Genentech	人源化	2004	VEGF	结直肠癌一线用药	52.42

来源：国金证券研究所

图表12：Genentech 单抗产品增长迅猛（单位：百万美元）



来源：国金证券研究所

培美曲塞二钠

- 培美曲塞二钠是一种新型抗代谢类抗肿瘤药物，其作为新一代叶酸拮抗药，已成为治疗恶性胸膜间皮瘤和非小细胞肺癌的一线用药。
 - ◆ 培美曲塞二钠 2004 年获得 FDA 批准与顺铂联合，用于不宜手术切除的恶性胸膜间皮瘤(MPM)住院患者，其是首个获得 FDA 批准的用于治疗 MPM 的药物；2008 年又被 FDA 批准为一线治疗药物。
 - ◆ 2004 年培美曲塞二钠获得 FDA 批准作为治疗局部或转移性非小细胞肺癌(NSCLC)的二线治疗药物；2008 年，又被 FDA 批准作为非小细胞肺癌一线治疗药物。
- 培美曲塞二钠上市以来一直保持高速增长，2008 年全球销售额已经突破 3 亿美元；该品种在国内的增长也非常快，已成为潜力的明星产品。
 - ◆ 目前，培美曲塞二钠已在全球 60 多个国家和地区上市。2008 年礼来的培美曲塞二钠销售收入达到 3.01 亿美元，同比大幅增长 35%。
 - ◆ 从华源医药网提供的抽样医院数据显示，培美曲塞二钠自 2006 年正式进入我国医院销售以来，一直呈高速增长态势，销售额从最初的 3574 万元，迅速增至 2008 年的 13364 万元，同比增长 107%。2009 年该品种依然保持高速增长态势。
- 培美曲塞二钠国内市场主要由礼来占据；国内企业所占份额偏小，但市场份额逐年上升。
 - ◆ 2007 年江苏豪森和山东齐鲁获准生产培美曲塞二钠，但两家企业所占的市场份额都比较小，尚不足 5%；2008 年，江苏豪森所占的市场份额有所增加，提高到了 18%左右。
 - ◆ 截至目前，国内已有包括江苏豪森在内的 12 家企业获得制剂批文，10 家企业获得原料药批文。
- 公司下属的重庆医工院拥有培美曲塞二钠的原料药批文，上海凯茂拥有制剂批文。上海凯茂在抗肿瘤领域有一定的历史积累，培美曲塞二钠将为凯茂增添一个重量级产品。

恩替卡韦

- 恩替卡韦是一种新型成人核苷类慢性乙肝药物，其耐药率极低，不良反应少，是慢性乙肝初治患者、乙肝肝硬化患者以及长期接受肿瘤化疗和免疫治疗的乙肝患者抗病毒首选用药。
 - ◆ 恩替卡韦 2005 年获得 FDA 批准上市，上市以后以极高的耐药基因屏蔽性和持续储蓄额的抗病毒能力，迅速成为慢性乙型肝炎的一线药物。
- 中国是世界上乙肝病毒感染人数最多的国家，每年近 30 万人死于肝脏相关疾病，如肝硬化、肝癌。目前我国有慢性乙肝患者约 3000 万人，乙肝表面抗原携带者 9300 万人。
- 恩替卡韦上市以来销售势如破竹，目前全球销售收入超过 5 亿美元，迅速成为原研企业施贵宝制药的主要盈利产品之一；恩替卡韦在国内的销售也非常火爆，增长速度很快，并于 2009 年底首次列入新版国家医保目录。
 - ◆ 恩替卡韦目前已成为包括美国、欧盟、中国、日本等数十个国家和地区治疗慢性乙肝的一线药物。施贵宝的恩替卡韦全球销售收入 2006 年 0.83 亿美元；2007 年 2.74 亿美元；2008 年 5.41 亿美元，年复合增长率高达 155.3%
 - ◆ 恩替卡韦片于 2005 年 11 月在国内上市。2006 年销售量突破 2 亿人民币，2007 年突破 5 亿人民币，2008 年销售 10 亿人民币左右。
- 恩替卡韦目前在我国基本由施贵宝一家垄断。2010 年 2 月，江苏正大天晴药业研制并申报的治疗乙肝新药“恩替卡韦分散片”SFDA 的批准，成为国内第一家获得该制剂生产资格的企业。

价值评估：

国药控股股权价值：237.16 亿元

- 国药控股是我国最大的医药流通企业，并在“区位、管理和规模”这三个医药商业的关键竞争要素中占据优势地位。在国内医药商业集中度不断提升的趋势下，以及国内医药产业蓬勃发展的背景下，我们对国药控股的持续快速发展持乐观态度。未来国药控股的市值也将随着业绩的提升而不断增长，复星医药持有的国控股权也将不断增值。
- 对于国药控股的价值评估，我们采用香港市场投资者的价值估计：35 港元的目标价。
 - ◆ Morgan Stanley 将国药控股的最新目标价提高至 35 港元；Credit Suisse 将国药控股的最新目标价提高至 36 港元。
- 公司持有 7.7 亿股国药控股股权，按照 35 港元目标价计算，公司持有国药控股的股权价值为 269.5 亿港元，即 237.16 亿元。

PE 类资产估价：106.05 亿元

- “江苏万邦”和“重庆药友”是公司进行产业整合的核心平台，公司的研发资源、投资并购等方面都会向这两个平台倾斜。因此，我们认为，在公司自身发展以及资产并购注入的推动下，两个平台均将保持较快的增长速度。两家公司的合理价值为对应 2010 年业绩的 30 倍 PE。

图表13：江苏万邦和重庆药友的股权价值估计

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预测 (万元)	10年净利润预测 (万元)	对应于10年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
江苏万邦生化	95%	4463	5100	11000	30 PE	33.00	31.42
重庆药友	51%	3288	5300	9500	30 PE	28.50	14.54

来源：国金证券研究所

- 根据 WIND 的数据显示，目前医药板块对应 2009 年业绩的估值中枢已经超过 50 倍 PE。我们按照 2009 年业绩 30 倍 PE 来估计公司的部分医药类资产：

图表14：医药资产 PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预测 (万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
苏州莱士输血	40%	45	60	35 PE	0.21	0.08
桂林制药	78%	2855	3369	30 PE	10.11	7.87
广西花红药业	47%	1781	1959	30 PE	5.88	2.74
上海药房股份	27%	570	630	30 PE	1.89	0.51
上海联华复星药房	50%	102	115	30 PE	0.35	0.17
北京永安复星医药	46%	448	500	30 PE	1.50	0.69
桂林澳林制药	49%	1549	1781	30 PE	5.34	2.62
北京金象复星	20%	1256	1400	30 PE	4.20	0.84
湖南时代阳光药业	30%	2971	3550	30 PE	10.65	3.20
南京老山药业	33%	927	1050	30 PE	3.15	1.04
山东金城医药化工	20%	5465	6449	30 PE	19.35	3.87
湖北新生源	51%	6600	5800	25 PE	14.50	7.40
天津药业	25%				90.00	22.50
合计						53.44

来源：国金证券研究所

- 对于非医药资产，我们也采取比较保守的态度。与相关板块的估值水平相比，我们所采用的 PE 水平是偏低的。

图表15：非医药资产 PE 估值方法下价值测算表

公司	复星持股比例	08年净利润 (万元)	09年净利润预测 (万元)	对应于09年业绩 合理估值水平	公司合理价值 (亿元)	复星享有价值 (亿元)
上海神力科技	39%	49	70	50	0.35	0.14
汇鑫生物浆纸	30%	9353	10600	20	21.20	6.36
浙江强龙椅业	20%	280	310	25	0.78	0.16
合计						6.65

来源：国金证券研究所

PB 类资产估价：25.41 亿元

- 公司控股或参股复星朝晖、重庆医工院等众多医药企业，以及永安财产保险、上海创新科技等众多非医药企业。我们按照公司对各个企业的投资额来计算公司拥有的各个企业的股权价值，即我们用非常保守的 PB 估值方

法 (PB=1) 来衡量公司持有的这些资产的价值。对于绝大多数旗下资产而言, PB=1 是非常低的估值水平。

图表16：部分投资项目按照投资额测算价值

公司	复星持股比例	复星投资额 (万元)	公司	复星持股比例	复星投资额 (万元)
医药类资产					
重庆医工院	57%	3129	复星佰珞	75%	612
复星朝晖	100%	10262	浙江复星	69%	2816
复星医学科技	100%	9991	复星普适	80%	1360
复星药业	97%	9403	苏州奇天	67%	298
复星长征	100%	4427	四川诺亚医疗	100%	100
重庆康乐	92%	2227	美国普适	100%	1000
复星大药房	100%	51730	湖南凤凰江山	100%	800
淮阴医疗器械	100%	1015	重庆科美药友	50%	302
输血技术	54%	2864	复星生物研究院	100%	50148
复星医疗系统	100%	452	澳大利亚星加桂药		248
武汉中联药业	32%	4413			
非医药类资产					
上海创新科技	100%	5176	安吉创新	100%	2000
台州定向反光材料	50%	5099	上海东富龙科技		4000
永安财产保险		14104	临海海宏集团		2700
河南佰利联化学		5300	复地集团		52495
湖州老娘舅餐饮		5660			
复星投资额总计					25.41亿元

来源：国金证券研究所

上市类资产估价：17.17 亿元

- 公司的上市类资产数目持续增加，一方面是海外二级市场购得，更多的还是参股公司陆续上市。2010 年以来，公司参股的滨州化工已经上市；湖南汉森已经过会，将于近期询价；另还有几家参股公司正在做上市准备工作。
- 参股企业上市大幅提升公司的股权价值。
 - ◆ 以滨州化工为例，公司持有滨州化工股权的账面价值为 14535 万。滨州化工上市后，该部分股权价值增加至 71940 万，股权增值幅度达到 395%。
 - ◆ 湖南汉森将于近期询价，参考之前医药公司 IPO 的询价情况，我们预计湖南汉森上市后的价格有望达到 2009 年 40 倍 PE 的估值水平，即市值有望达到 21.2 亿元。公司持有的该部分股权价值有望达到 3.15 亿元。

图表17：公司持有上市公司的股权价值

	持股数目（万）	当前价格	市值（亿元）
水晶光电	1300	37.8	4.91
海翔股份	1135	12.11	1.37
羚锐股份	209	12.7	0.27
山东滨化	3300	21.8	7.19
同济堂	835	26.09	2.18
美中互利	152	81.68	1.24
总计			17.17

来源：国金证券研究所

投资建议

公司的合理价值为 380.2 亿元，折合每股 30.71 元，维持“买入”评级

- 我们从资产重估的角度衡量公司的合理价值，重构了复星医药母公司的资产负债表，得到公司权益的合理价值为 380.2 亿元。

图表18：公司资产负债表重构

	资产负债表项目	（亿元）
	旗下公司及股权投资价值重估	385.79
	包括：PE估值下医药资产价值	336.56
	PE估值下非医药资产价值	6.65
	PB估值下投资项目价值	25.41
	持有上市公司股权价值	17.17
+	流动资产	21.78
+	固定资产（扣除长期股权投资）	0.19
-	负债	27.56
=	复星医药总市值（亿元）	380.20

来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司的合理价值为 380.2 亿元，折合每股 30.71 元，维持“买入”评级。
 - ◆ 对于国药控股的价值评估，我们采用香港市场投资者的价值估计：35 港元的目标价。公司持有国药控股的股权价值为 269.5 亿港元，即 237.16 亿元。
 - ◆ “江苏万邦”和“重庆药友”作为公司的整合平台，在资源方面得到集团的支持，未来的发展前景比较乐观。我们给予公司 2010 年业绩 30 倍的估值水平。

- ◆ 其他的资产，我们或者采用相关板块估值的下限水平，或者直接使用公司对这些企业的投资额来计算公司拥有的股权价值（即 PB=1）

附录：三张报表预测摘要

损益表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营业务收入	3,102	3,693	3,773	4,360	4,980	5,750
增长率		19.1%	2.2%	15.6%	14.2%	15.5%
主营业务成本	-2,282	-2,694	-2,712	-3,139	-3,586	-4,140
% 销售收入	73.6%	72.9%	71.9%	72.0%	72.0%	72.0%
毛利	820	999	1,061	1,221	1,394	1,610
% 销售收入	26.4%	27.1%	28.1%	28.0%	28.0%	28.0%
营业税金及附加	-14	-18	-18	-22	-25	-29
% 销售收入	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-418	-485	-496	-567	-647	-748
% 销售收入	13.5%	13.1%	13.1%	13.0%	13.0%	13.0%
管理费用	-362	-331	-426	-480	-548	-633
% 销售收入	11.7%	9.0%	11.3%	11.0%	11.0%	11.0%
息税前利润（EBIT）	25	165	122	153	174	201
% 销售收入	0.8%	4.5%	3.2%	3.5%	3.5%	3.5%
财务费用	-79	-122	-141	-104	-82	-82
% 销售收入	2.6%	3.3%	3.7%	2.4%	1.6%	1.4%
资产减值损失	0	-1	-21	-5	-1	-1
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	335	695	847	2,580	1,000	1,125
% 税前利润	98.1%	91.9%	101.4%	97.2%	89.1%	88.3%
营业利润	280	737	808	2,624	1,092	1,244
营业利润率	9.0%	19.9%	21.4%	60.2%	21.9%	21.6%
营业外收支	61	20	28	30	30	30
税前利润	341	756	836	2,654	1,122	1,274
利润率	11.0%	20.5%	22.1%	60.9%	22.5%	22.1%
所得税	-48	-66	-75	-133	-53	-57
所得税率	14.1%	8.8%	8.9%	5.0%	4.7%	4.5%
净利润	293	690	761	2,521	1,069	1,216
少数股东损益	34	64	70	80	80	80
归属于母公司的净利润	259	626	691	2,441	989	1,136
净利率	8.4%	16.9%	18.3%	56.0%	19.9%	19.8%

现金流量表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
净利润	259	690	761	2,521	1,069	1,216
少数股东损益	34	0	0	0	0	0
非现金支出	148	138	154	125	123	125
非经营收益	-251	-565	-696	-2,571	-948	-1,073
营运资金变动	-5	-132	-46	-418	-92	-102
经营活动现金净流	185	131	172	-343	152	166
资本开支	-248	-200	-208	52	1	0
投资	-187	-18	206	99	120	0
其他	100	165	58	2,580	1,000	1,125
投资活动现金净流	-335	-54	56	2,731	1,121	1,125
股权募资	0	17	16	0	0	0
债权募资	801	385	-89	-583	0	1
其他	-432	-264	-282	-126	-206	-206
筹资活动现金净流	370	138	-355	-709	-206	-205
现金净流量	219	216	-126	1,679	1,067	1,087

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表（人民币百万元）

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	989	1,074	1,006	2,685	3,752	4,839
应收款项	742	671	619	685	769	888
存货	608	495	531	585	658	749
其他流动资产	71	66	262	96	106	118
流动资产	2,410	2,306	2,417	4,051	5,285	6,593
% 总资产	36.4%	32.1%	32.2%	45.6%	53.3%	59.3%
长期投资	2,707	3,471	3,684	3,585	3,464	3,464
固定资产	1,274	1,139	1,145	1,050	951	851
% 总资产	19.3%	15.8%	15.2%	11.8%	9.6%	7.7%
无形资产	214	262	253	204	210	216
非流动资产	4,202	4,883	5,095	4,841	4,628	4,533
% 总资产	63.6%	67.9%	67.8%	54.4%	46.7%	40.7%
资产总计	6,612	7,190	7,512	8,892	9,913	11,126
短期借款	1,465	1,556	503	0	0	0
应付款项	759	529	605	656	725	826
其他流动负债	119	133	648	239	245	264
流动负债	2,343	2,218	1,755	895	970	1,090
长期贷款	545	747	1,180	1,180	1,180	1,181
其他长期负债	97	154	157	0	0	0
负债	2,985	3,119	3,093	2,075	2,151	2,272
普通股股东权益	3,090	3,872	4,009	6,326	7,192	8,204
少数股东权益	558	444	437	517	597	677
负债股东权益合计	6,634	7,435	7,539	8,919	9,940	11,153

比率分析

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
每股指标						
每股收益	0.272	0.506	0.558	1.972	0.799	0.918
每股净资产	3.246	3.128	3.239	5.111	5.810	6.628
每股经营现金净流	0.194	0.106	0.188	-0.277	0.123	0.134
每股股利	0.000	0.100	0.100	0.100	0.100	0.100
回报率						
净资产收益率	8.39%	16.16%	17.23%	38.59%	13.75%	13.85%
总资产收益率	3.91%	8.42%	9.16%	27.37%	9.95%	10.19%
投入资本收益率	1.39%	2.25%	1.79%	1.81%	1.85%	1.91%
增长率						
主营业务收入增长率	3.80%	19.06%	2.16%	15.56%	14.22%	15.46%
EBIT增长率	-36.44%	79.50%	-26.28%	25.46%	14.22%	15.46%
净利润增长率	62.96%	141.47%	10.40%	253.38%	-59.48%	14.87%
总资产增长率	17.07%	12.08%	1.40%	18.37%	11.48%	12.24%
资产管理能力						
应收账款周转天数	55.2	46.0	43.5	42.0	41.0	41.0
存货周转天数	91.1	74.7	69.0	68.0	67.0	66.0
应付账款周转天数	70.0	46.1	42.3	42.0	41.0	41.0
固定资产周转天数	138.9	101.8	100.9	79.3	62.3	47.6
偿债能力						
净负债/股东权益	27.93%	28.35%	15.23%	-21.99%	-33.02%	-41.18%
EBIT利息保障倍数	1.2	1.3	0.9	1.5	2.1	2.5
资产负债率	45.00%	41.95%	41.03%	23.27%	21.64%	20.37%

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
强买	0	0	1	1	4
买入	0	1	1	1	4
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	0	2.00	1.67	1.60	1.54

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-03-29	买入	15.40	N/A
2 2008-04-29	买入	15.10	N/A
3 2008-06-24	买入	11.65	N/A
4 2008-08-18	买入	10.51	N/A
5 2009-06-12	买入	14.73	17.55 ~ 17.55
6 2009-08-28	买入	17.03	N/A
7 2009-10-29	买入	18.26	N/A
8 2010-02-24	买入	21.17	N/A

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“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5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 = 强买； 1.01~2.0 = 买入； 2.01~3.0 = 持有
3.01~4.0 = 减持； 4.01~5.0 = 卖出



投资评级的说明：

强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

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。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司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，我公司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。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。