

中国生物制药

迎接研发大浪潮

观点聚焦

投资建议

中国生物制药是国内的龙头制药公司之一，公司凭借强大的销售能力和丰富的研发管线，正逐步从肝病龙头转型成全面型制药龙头。重申推荐评级，上调目标价 8.6%至 HK\$19.0。

理由

- 行业趋势：政策红利加速行业洗牌，市场份额逐步向龙头企业聚集。**此轮政策红利主要体现在三方面：1) 仿制药的一致性评价，提升存量药品质量，加速进口替代；2) 药审改革则是从增量角度，加速治疗用药上市，进而调整中国的用药结构向规范市场靠拢；3) 药品销售和流通环节的规范改革提升了产品在营销中的地位。
- 公司亮点：公司作为国内制药企业的领头羊，具备强大的销售能力和研发能力。**我们认为公司现有仿制药品种已经度过招标降价最激烈的两年，2018年开始增速企稳；同时新产品上市有望为公司注入新的活力。此外，随着泰德资产的注入，大股东持股进一步提升。同时限制性股票激励计划的发布则有望更好的带动子公司核心业务人员的积极性。
- 前景展望：随着招标的结束，新版医保目录的执行，以及一致性评价的开展，公司现有品种未来3年仍能维持10-15%的增长。**新产品方面，我们预计安罗替尼今年1季度有望获批，重组凝血八因子和PD-L1有望2H18/1H19获批，另有11、8个仿制药品种有望分别于2018、2019年获批。此外，公司将会继续收购少数股东权益，加大产品并购力度。我们预测公司2017-19年收入和利润的复合增长分别为21%和24%。

盈利预测与估值

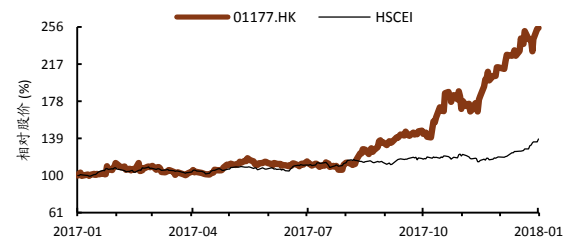
我们维持2017年EPS 0.30元不变，基于对研发管线的重估，上调2018/19年EPS 0.6%和3.4%至0.37元和0.47元。我们使用DCF模型对公司进行估值，上调目标价8.6%至19.0港元，对应42倍2018年市盈率。在我们的目标价中，公司现有品种对应25倍2018年P/E，估值792亿港元，占比整体估值56%；而在研产品（包括安罗替尼和替诺福韦）的估值为617亿港元，占比整体估值44%。

风险

1) 新药研发和获批上市进展不及预期；2) 存量产品二次议价带来降价的风险。

维持推荐

| | |
|---------------|---------------|
| 股票代码 | 01177.HK |
| 评级 | 推荐 |
| 最新收盘价 | 港币 15.58 |
| 目标价 | 港币 19.00 |
| 52周最高价/最低价 | 港币 15.90~6.02 |
| 总市值(亿) | 港币 1,155 |
| 30日日均成交额(百万) | 港币 441.24 |
| 发行股数(百万) | 7,412 |
| 其中：自由流通股(%) | 100 |
| 30日日均成交量(百万股) | 30.65 |
| 主营行业 | 制药与生物技术 |



| (人民币 百万) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|-----------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入 | 13,895 | 15,334 | 18,141 | 22,401 |
| 增速 | 14.6% | 10.4% | 18.3% | 23.5% |
| 归属母公司净利润 | 1,680 | 2,252 | 2,714 | 3,454 |
| 增速 | 13.4% | 34.0% | 20.5% | 27.3% |
| 每股净利润 | 0.23 | 0.30 | 0.37 | 0.47 |
| 每股净资产 | 1.41 | 1.80 | 2.29 | 2.92 |
| 每股股利 | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 每股经营现金流 | 0.41 | 0.43 | 0.61 | 0.76 |
| 市盈率 | 61.6 | 43.9 | 34.3 | 26.9 |
| 市净率 | 9.9 | 7.4 | 5.5 | 4.3 |
| EV/EBITDA | 32.6 | 23.8 | 18.5 | 14.4 |
| 股息收益率 | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 平均总资产收益率 | 10.6% | 12.0% | 12.0% | 12.4% |
| 平均净资产收益率 | 17.5% | 18.9% | 17.9% | 17.9% |

资料来源：万得资讯，彭博资讯，公司信息，中金公司研究部

俞波

联系人
bo3.yu@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080117040005
SFC CE Ref: BJC515

朱言音

分析员
yanyin.zhu@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080517120001
SFC CE Ref: BIH554

强静, CFA

分析员
jing.qiang@cicc.com.cn
SAC 执证编号: S0080512070005
SFC CE Ref: AWU229



财务报表和主要财务比率

| 财务报表 (百万元) | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E | 主要财务比率 | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|--------------|--------|--------|--------|--------|--------------|-------|-------|-------|-------|
| 利润表 | | | | | 成长能力 | | | | |
| 营业收入 | 13,895 | 15,334 | 18,141 | 22,401 | 营业收入 | 14.6% | 10.4% | 18.3% | 23.5% |
| 营业成本 | -2,890 | -3,158 | -3,683 | -4,368 | 营业利润 | 14.9% | 25.8% | 19.0% | 26.8% |
| 营业费用 | -5,595 | -6,210 | -7,365 | -9,117 | EBITDA | 10.1% | 31.2% | 19.6% | 26.5% |
| 管理费用 | -1,066 | -675 | -762 | -940 | 净利润 | 13.4% | 34.0% | 20.5% | 27.3% |
| 其他 | -1,566 | -1,820 | -2,117 | -2,607 | 盈利能力 | | | | |
| 营业利润 | 3,060 | 3,849 | 4,581 | 5,808 | 毛利率 | 79.2% | 79.4% | 79.7% | 80.5% |
| 财务费用 | -79 | -102 | -93 | -93 | 营业利润率 | 22.0% | 25.1% | 25.3% | 25.9% |
| 其他利润 | 282 | 378 | 366 | 440 | EBITDA 利润率 | 23.3% | 27.7% | 28.0% | 28.7% |
| 利润总额 | 3,287 | 4,098 | 4,902 | 6,191 | 净利润率 | 12.1% | 14.7% | 15.0% | 15.4% |
| 所得税 | -487 | -608 | -727 | -918 | 偿债能力 | | | | |
| 少数股东损益 | -1,119 | -1,239 | -1,461 | -1,819 | 流动比率 | 2.25 | 3.15 | 2.73 | 3.45 |
| 归属母公司净利润 | 1,680 | 2,252 | 2,714 | 3,454 | 速动比率 | 2.09 | 2.89 | 2.54 | 3.24 |
| EBITDA | 3,234 | 4,244 | 5,074 | 6,420 | 现金比率 | 0.67 | 1.05 | 1.02 | 1.64 |
| 扣非后净利润 | 1,680 | 2,252 | 2,714 | 3,454 | 资产负债率 | 41.9% | 31.8% | 34.1% | 27.6% |
| 资产负债表 | | | | | 净债务资本比率 | 净现金 | 净现金 | 净现金 | 净现金 |
| 货币资金 | 3,691 | 4,444 | 6,908 | 10,211 | 回报率分析 | | | | |
| 应收账款及票据 | 1,956 | 2,413 | 2,855 | 3,221 | 总资产收益率 | 10.6% | 12.0% | 12.0% | 12.4% |
| 存货 | 877 | 1,113 | 1,268 | 1,317 | 净资产收益率 | 17.5% | 18.9% | 17.9% | 17.9% |
| 其他流动资产 | 5,954 | 5,320 | 7,382 | 6,708 | 每股指标 | | | | |
| 流动资产合计 | 12,478 | 13,291 | 18,414 | 21,457 | 每股净利润 (元) | 0.23 | 0.30 | 0.37 | 0.47 |
| 固定资产及在建工程 | 2,634 | 3,060 | 3,670 | 4,305 | 每股净资产 (元) | 1.41 | 1.80 | 2.29 | 2.92 |
| 无形资产及其他长期资产 | 2,922 | 3,245 | 3,617 | 4,081 | 每股股利 (元) | 0.05 | 0.05 | 0.05 | 0.05 |
| 非流动资产合计 | 5,556 | 6,305 | 7,286 | 8,386 | 每股经营现金流 (元) | 0.41 | 0.43 | 0.61 | 0.76 |
| 资产合计 | 18,034 | 19,596 | 25,700 | 29,843 | 估值分析 | | | | |
| 短期借款 | 1,342 | 942 | 942 | 942 | 市盈率 | 61.6 | 43.9 | 34.3 | 26.9 |
| 应付账款 | 810 | 695 | 1,000 | 1,083 | 市净率 | 9.9 | 7.4 | 5.5 | 4.3 |
| 其他流动负债 | 3,391 | 2,580 | 4,806 | 4,194 | EV/EBITDA | 32.6 | 23.8 | 18.5 | 14.4 |
| 流动负债合计 | 5,543 | 4,217 | 6,747 | 6,219 | 股息收益率 | 0.4% | 0.4% | 0.4% | 0.4% |
| 长期借款 | 1,645 | 1,645 | 1,645 | 1,645 | | | | | |
| 非流动负债合计 | 2,009 | 2,009 | 2,009 | 2,009 | | | | | |
| 负债合计 | 7,552 | 6,226 | 8,756 | 8,228 | | | | | |
| 股本 | 163 | 163 | 163 | 163 | | | | | |
| 未分配利润 | 7,638 | 9,288 | 11,400 | 14,252 | | | | | |
| 股东权益合计 | 10,482 | 13,370 | 16,944 | 21,615 | | | | | |
| 负债及股东权益合计 | 18,034 | 19,596 | 25,700 | 29,843 | | | | | |
| 现金流量表 | | | | | | | | | |
| 税前利润 | 3,287 | 4,098 | 4,902 | 6,191 | | | | | |
| 折旧和摊销 | 323 | 395 | 493 | 612 | | | | | |
| 营运资本变动 | -1,564 | -985 | -129 | -269 | | | | | |
| 其他 | 984 | -349 | -727 | -918 | | | | | |
| 经营活动现金流 | 3,031 | 3,158 | 4,540 | 5,617 | | | | | |
| 资本开支 | -757 | -833 | -1,113 | -1,257 | | | | | |
| 其他 | -1,257 | -311 | -361 | -455 | | | | | |
| 投资活动现金流 | -2,014 | -1,145 | -1,474 | -1,712 | | | | | |
| 股权融资 | 0 | 0 | 0 | 0 | | | | | |
| 银行借款 | 1,550 | -400 | 0 | 0 | | | | | |
| 其他 | -1,144 | -390 | -390 | -390 | | | | | |
| 筹资活动现金流 | 406 | -790 | -390 | -390 | | | | | |
| 汇率变动对现金的影响 | -211 | -211 | -211 | -211 | | | | | |
| 现金净增加额 | 1,422 | 1,223 | 2,675 | 3,515 | | | | | |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司简介

中国生物制药是一家综合性兼集团化之制药企业。集团主要透过应用先进的中药现代化技术和生物技术，研发、生产及销售多种促进人类健康的生物药品、中药现代制剂及化学药品。集团亦策略性地拓展医疗及医院业务。集团的药品主要针对心脑血管及肝病治疗领域，并正在致力发展治疗肿瘤、镇痛、糖尿病、呼吸系统疾病以及其他疾病领域的药物，以满足市场和广大医生及患者的需要。



目录

| | |
|---------------------------------|----|
| 投资概要 | 5 |
| 行业：龙头为本轮医药行业政策改革最大受益方 | 8 |
| 公司：从肝病龙头转型成全面型制药龙头 | 11 |
| 强大的销售能力 | 11 |
| 现有品种未来 3 年仍能维持 10-15% 的增长 | 12 |
| 新品上市带来的增量 | 13 |
| 外延式增长为公司提供额外动力 | 19 |
| 盈利预测与估值 | 20 |
| 公司估值：上调目标价 19.0 港元 | 20 |
| 附录：公司历史沿革 | 22 |



图表

| | |
|--|----|
| 图表 1: 股权结构和主要子公司 (截至 2018 年 1 月 7 日) | 6 |
| 图表 2: 可比公司估值 | 7 |
| 图表 3: 全国业务布局 | 7 |
| 图表 4: 制药行业相关重要政策 | 8 |
| 图表 5: 已备案一致性评价的药品批文数量 (截止 2017 年 11 月 20 日) | 8 |
| 图表 6: 一致性评价完成进入审评审批的批文数量 (截止 2017 年 12 月 28 日) | 8 |
| 图表 7: 一致性评价完成进入审评审批的批文数量 (截止 2017 年 12 月 28 日) | 9 |
| 图表 8: 重点上市制药企业优先审评名单 | 10 |
| 图表 9: 公司收入历史增速 | 11 |
| 图表 10: 肝病系列历史增速 | 11 |
| 图表 11: 按治疗领域的收入占比 | 11 |
| 图表 12: 销售人员数量对比 | 11 |
| 图表 13: 恩替卡韦分散片中国市场销售增速 (样本医院) | 12 |
| 图表 14: 瑞舒伐他汀中国市场销售增速 (样本医院) | 12 |
| 图表 15: 润众销售增速 (样本医院) | 12 |
| 图表 16: 托妥销售增速 (样本医院) | 12 |
| 图表 17: 恩替卡韦片市场格局 (样本医院, 2017 年 1~3 季度) | 13 |
| 图表 18: 瑞舒伐他汀市场格局 (样本医院, 2017 年 1~3 季度) | 13 |
| 图表 19: 乙肝抗病毒类市场格局 (2017 年 1~3 季度) | 13 |
| 图表 20: 他汀类市场格局 (2017 年 1~3 季度) | 13 |
| 图表 21: 新版医保目录调整带来新的量的增长点 (截至 2018 年 1 月 15 日) | 13 |
| 图表 22: 2017-20 年核心品种管线收入预测 | 14 |
| 图表 23: 安罗替尼正在进行的临床试验 | 15 |
| 图表 24: 安罗替尼, 阿帕替尼, 呋喹替尼临床 III 期数据 | 15 |
| 图表 25: 替诺福韦市场销售增长 (样本医院) | 16 |
| 图表 26: 抗病毒类乙肝药物销售增长 (样本医院) | 16 |
| 图表 27: 抗病毒类乙肝药物市场份额 (2017 年前 3 季度) | 16 |
| 图表 28: 抗病毒类乙肝药物市场份额 (2023E, 中金预测) | 16 |
| 图表 29: 替诺福韦和恩替卡韦最新中标价格比较 | 16 |
| 图表 30: 仿制药产品管线 (申报生产) | 17 |
| 图表 31: 创新药和生物药管线 | 18 |
| 图表 32: 处于不同进展中的在研品种数量 (中国生物制药) | 18 |
| 图表 33: 收购泰德对中国生物制药的估值影响 | 19 |
| 图表 34: 泰德并表对中国生物制药的财务影响 | 19 |
| 图表 35: 盈利预期调整 | 20 |
| 图表 36: 自由现金流预测 | 21 |
| 图表 37: 估值拆分 | 21 |
| 图表 38: 公司历史沿革 | 22 |
| 图表 39: 公司历年收入增长 | 22 |
| 图表 40: 公司历年净利润增长 | 22 |



投资概要

投资要点

中国生物制药是国内研发和销售能力领先的制药企业，是多家子公司的控股母公司。公司目前主要专注在肝病和心血管疾病领域，未来随着肿瘤、镇痛、呼吸等领域的崛起公司将从肝病龙头转向全面型龙头。我们认为公司现有的仿制药业务逐步走出降价周期，未来受益于一致性评价和新版医保目录有望继续扩大市场份额；同时，丰富的在研产品线为公司提供长久发展动力。维持推荐评级，上调目标价 8.6%至 HK\$19.0。

行业概览：政策红利加速行业的洗牌和结构调整，市场份额将逐步向龙头企业聚集。主要分为以下三个方面：1)仿制药的一致性评价，从药品存量端角度去提升上市药品质量，降低恶性竞争；2)药审改革红利则是从增量端角度，调整中国的用药结构向规范市场靠拢；3)医药代表登记备案管理，对药品销售和流通环节进行了规范，进而提升了产品本身在营销中的地位。

公司情况：药审政策红利促进公司研发管线步入收获期。公司拥有丰富的产品管线，我们梳理了公司 194 个处于不同阶段的品种。预计安罗替尼今年 1 季度有望获批，重组凝血八因子和 PD-L1 有望 2H18/1H19 获批，另有 11、8 个仿制药品种有望分别于 2018、2019 年获批。公司销售能力和研发能力在国内均处于领先地位，未来 3-5 年将从肝病龙头转型成全面型制药龙头。

管理层和股权结构：谢氏家族（包括谢炳先生、郑女士和谢小姐为一致行动人）目前持股上市公司 41.63%。如果泰德收购完成后，谢氏家族的持股比例将进一步上升至 48.65%。我们认为泰德收购体现了大股东对港股上市平台的重视。此外，公司筹划推出限制性股票激励计划，激励计划股票总数不超过当前股本的 3%，时间期限为 10 年。我们预计该计划有望改善对核心员工的激励机制。

前景展望：公司业务的三大增长点：1)随着招标的结束和新版医保目录的执行，现有品种未来 3 年仍能维持 10-15% 的增长；2)新产品上市有望为公司注入新的活力；3)外延并购提供额外增长。公司将会继续收购少数股东权益，并加大产品并购力度。我们预测公司 2017-19 年收入和利润的复合增长分别为 21%和 24%。

财务分析

- ▶ **增长稳定、盈利能力稳健：**公司 2012-16 年的收入和利润复合增长率均达 21%。净资产回报率多年均在 20%以上。
- ▶ **研发投入大：**公司每年研发费用占比总销售达 8-10%。2016 年的研发投入约 14 亿元，对比恒瑞医药 16 年为 12 亿元。我们认为公司大量的研发投入为长期发展奠定良好基础。
- ▶ **经营性现金流充足：**过去几年，公司经营性现金流均远超净利润。2016 年，公司经营性现金流达 30 亿元，净现金 7 亿元，负债率 16.6%，资金状况良好。

估值及估值方法

为反映公司的长期价值，我们使用 DCF 模型对公司进行估值。我们假设加权平均资本成本 (WACC) 为 9.5%，永续增长率为 2.8%，中国生物制药的合理估值预计为每股 19 港元，对应当前股价有 22% 的上涨空间。

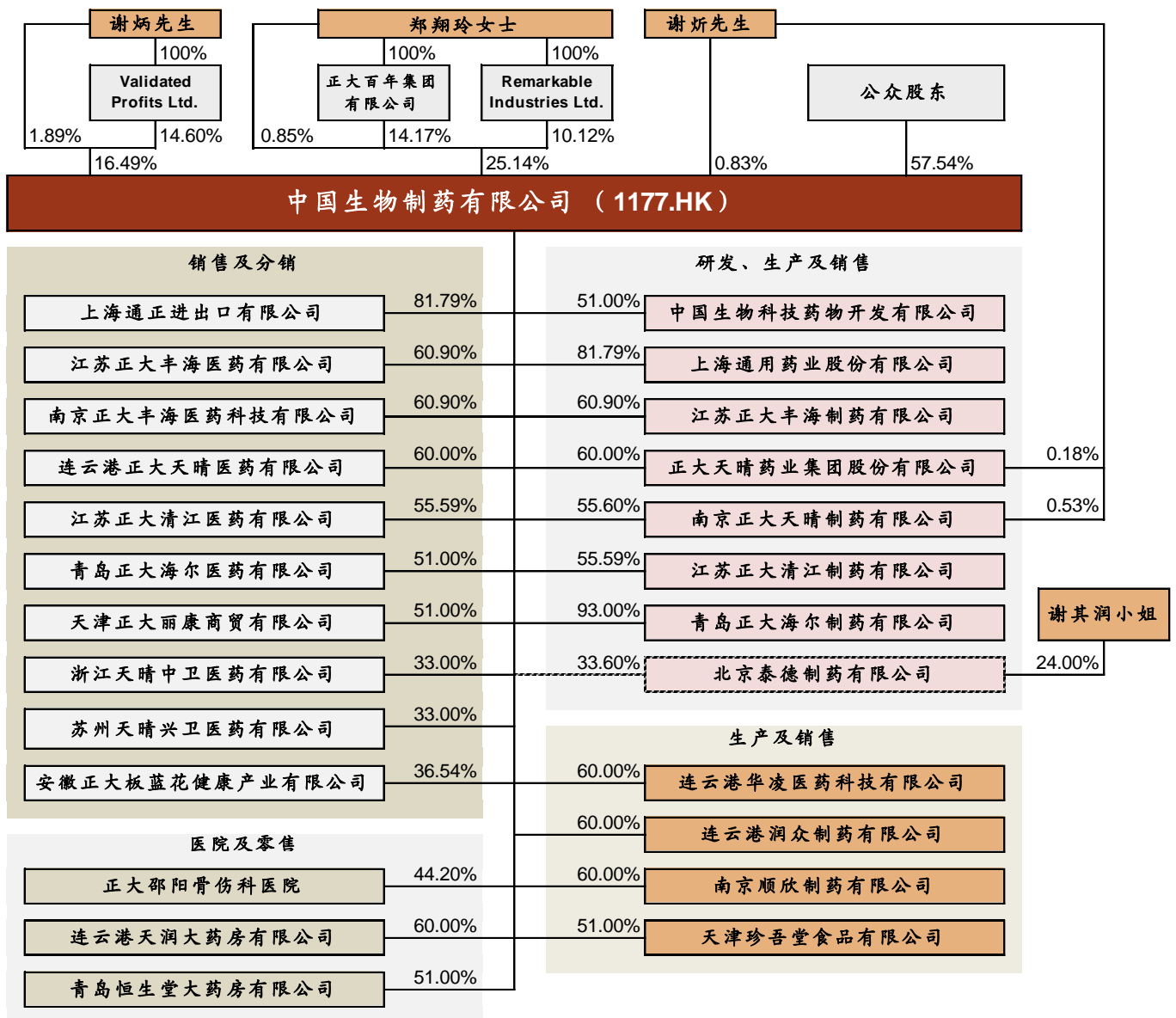
我们 19 港元的目标价，对应 42 倍 2018 年市盈率，或 1.4 倍 2018 年 PEG。在我们的目标价中，公司现有品种对应 25 倍 2018 年 P/E，估值 792 亿港元，占比整体估值 54%；而在研产品（包括安罗替尼和替诺福韦）的估值为 617 亿港元，占比整体估值 46%。



风险

- ▶ **新药上市时间晚于预期：**药品审评进度加速的同时，我们也看到CFDA的标准也比以往大幅提升，因此药品审评需要发补或者被拒的概率也会提升，给新药上市时间带来了不确定性。
- ▶ **二次议价带来价格进一步下降：**随着医保控费，二次议价在全国范围内展开，可能会带来药企进一步降价压力、或者营销费用上升的压力。

图表1：股权结构和主要子公司（截至2018年1月7日）



资料来源：公司数据，HKEX，中金公司研究部

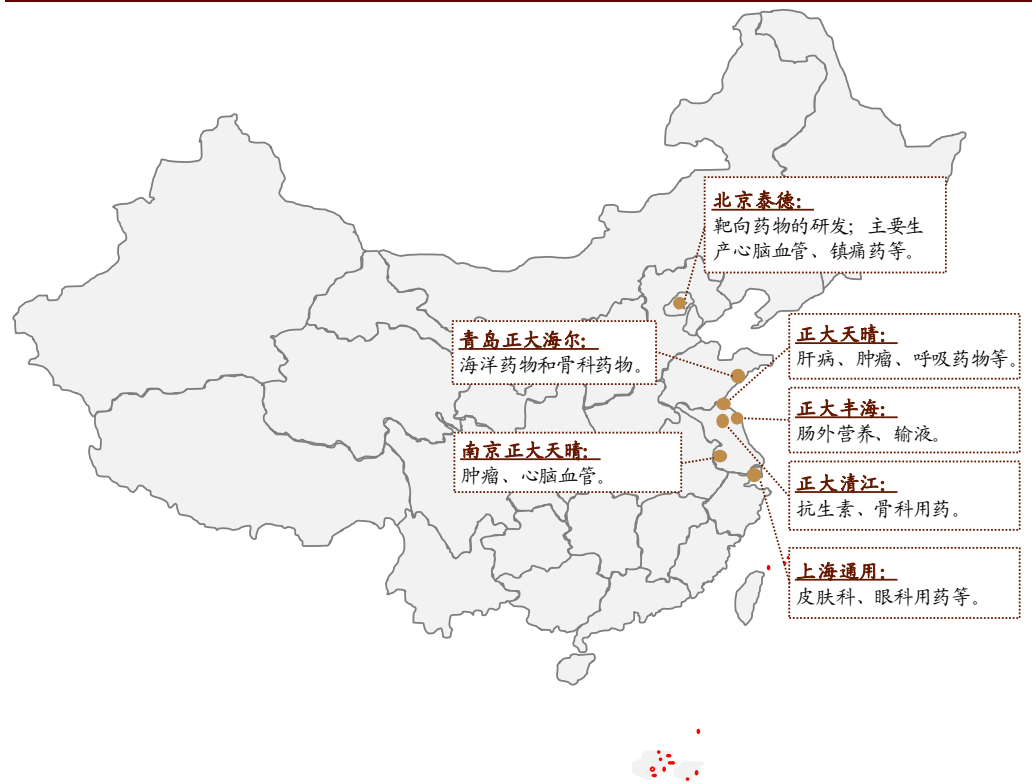


图表 2: 可比公司估值

| 股票代码 公司 | 2018/1/22 | | EPS (呈报货币) | | | P/E (x) | | | P/B (x) | | | | |
|-----------|-----------|---------------|------------|-------|-------|---------|-------|-------|---------|-------|-------|------|--|
| | 收盘价 | 市值 | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E | 2016A | 2017E | 2018E | | |
| H股 | | (港币) | (港币百万) | | | | | | | | | | |
| 1177.HK | 中国生物制药 | 15.52 | 115,037 | 0.23 | 0.30 | 0.36 | 61.3 | 43.9 | 35.4 | 9.5 | 8.3 | 6.9 | |
| 1093.HK | 石药集团 | 18.22 | 113,748 | 0.35 | 0.47 | 0.59 | 52.1 | 38.9 | 30.6 | 10.3 | 8.6 | 7.3 | |
| 1530.HK | 三生制药 | 15.24 | 38,691 | 0.28 | 0.35 | 0.44 | 48.6 | 37.2 | 29.0 | 5.7 | 5.0 | 4.4 | |
| 1513.HK | 丽珠医药 | 66.70 | 36,901 | 1.42 | 1.73 | 2.07 | 42.1 | 33.0 | 26.7 | 4.9 | 3.0 | 2.7 | |
| 2186.HK | 绿叶制药 | 6.73 | 22,351 | 0.27 | 0.29 | 0.32 | 22.4 | 20.2 | 17.4 | 2.8 | 2.4 | 2.2 | |
| 市值平均 | | | | | | | 51.7 | 38.5 | 30.8 | 8.4 | 7.0 | 5.9 | |
| 中值 | | | | | | | 48.6 | 37.2 | 29.0 | 5.7 | 5.0 | 4.4 | |
| A股 | | (人民币) (人民币百万) | | | | | | | | | | | |
| 600276.SH | 恒瑞医药 | 76.39 | 216,386 | 0.92 | 1.11 | 1.34 | 83.1 | 68.9 | 57.2 | 17.4 | 14.2 | 11.6 | |
| 000963.SZ | 华东医药 | 56.36 | 54,788 | 1.49 | 1.88 | 2.31 | 37.9 | 29.9 | 24.4 | 7.2 | 6.7 | 6.3 | |
| 002294.SZ | 信立泰 | 41.51 | 43,420 | 1.33 | 1.43 | 1.65 | 31.1 | 29.1 | 25.2 | 8.1 | 6.9 | 5.7 | |
| 市值平均 | | | | | | | 68.1 | 56.6 | 47.1 | 14.3 | 11.9 | 9.9 | |
| 中值 | | | | | | | 37.9 | 29.9 | 25.2 | 8.1 | 6.9 | 6.3 | |

资料来源: 万得资讯, Bloomberg, 中金公司研究部

图表 3: 全国业务布局



资料来源: 公司年报, 中金公司研究部



行业：龙头为本轮医药行业政策改革最大受益方

2015年7月22日，国家食药监总局下发《关于开展药物临床试验数据自查核查工作的公告》，此轮自查涉及1,622个品种，其中超过80%的品种主动撤回。我们认为这是此轮药品供给侧改革开始的重要标志性事件。自此，CFDA陆续发布了多项政策，对制药行业进行了全面规范，包括1)仿制药的一致性评价，从药品存量端角度去提升上市药品质量，降低恶性竞争；2)优先审评审批以及药品临床相关政策，则是从增量端角度，调整中国的用药结构向规范市场靠拢；3)医药代表登记备案管理，在药品销售和流通环节进行了规范，进而提升了产品本身在营销中的地位。我们认为这些政策将加速行业的洗牌和结构调整，市场份额将逐步向龙头企业聚集。

图表4：制药行业相关重要政策

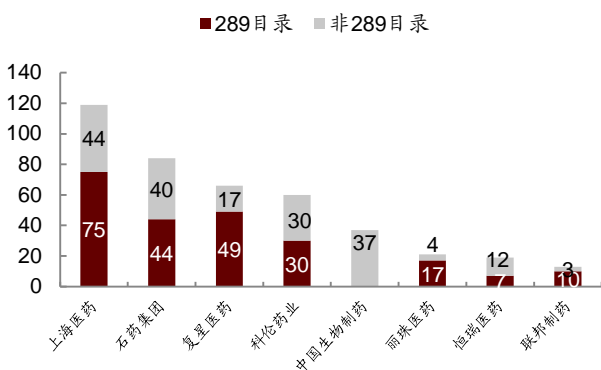
| 日期 | 政府部门 | 文件名称 | 对象 | 主要内容和目的 |
|------------|-----------|-------------------------------|---------|--|
| 2017.12.28 | CFDA | 总局关于鼓励药品创新实行优先审评审批的意见 | 药品审批 | 加快具有临床价值的新药和临床急需仿制药的研发上市，解决药品注册申请积压的矛盾；是2016年2月文件的完善版。 |
| 2017.12.22 | CFDA, 卫计委 | 医药代表登记备案管理办法（试行）（征求意见稿） | 药品销售和流通 | 规范企业药品营销和医药代表推广活动 |
| 2017.12.22 | CDE | 已上市化学仿制药（注射剂）一致性评价技术要求（征求意见稿） | 药品质量 | 配合仿制药一致性评价的落实，提高已上市药品质量 |
| 2017.12.22 | CFDA | 细胞治疗产品研究与评价技术指导原则（试行） | 药品临床 | 对细胞治疗的范围、风险控制、药学研究、非临床研究、临床研究各部分出台详细指导 |
| 2017.12.20 | CFDA | 拓展性同情使用临床试验用药物管理办法（征求意见稿） | 药品临床 | 使临床急需用药患者能够尽快获得试验用药，加快临床试验用药物安全性数据的收集，规范临床试验用药物的使用和管理 |
| 2017.12.20 | CFDA | 临床急需药品有条件批准上市的技术指南（征求意见稿） | 药品临床 | 加快具有临床价值的临床急需药品上市 |
| 2015.8.18 | 国务院 | 国务院关于改革药品医疗器械审评审批制度的意见 | 药品质量 | 首次提出仿制药一致性评价的开展 |

资料来源：CFDA，卫计委，国务院，中金公司研究部

一致性评价利好中国仿制药龙头，龙头企业将继续扩大市场份额。根据CFDA政策，通过一致性评价的企业在以后的药品招标采购和医保报销中拥有先发优势。我们认为龙头制药企业资金充足且生产技术水平较高，率先通过一致性评价的概率较大。而通过一致性评价以后，国内龙头制药企业有望抢夺本土小型药企和跨国企业的市场份额，成为这一轮一致性评价中的最大赢家。

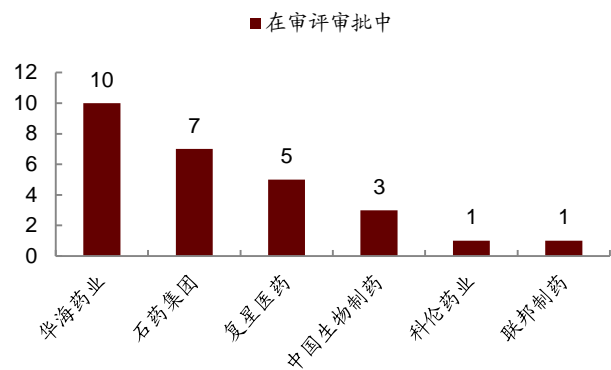
首批一致性评价在2017年底获批，标志着仿制药行业去产能开启。通过梳理我们发现上海医药计划进行一致性评价的药品批文数量最多，而华海药业目前完成一致性评价通过审批的批文数量最多。此外，大部分企业包括石药集团、中国生物制药和科伦药业都对非289目录中的药品启动了一致性评价程序，体现了药企对一致性评价的重视。

图表5：已备案一致性评价的药品批文数量（截止2017年11月20日）



资料来源：中国食品药品检定研究院，中金公司研究部

图表6：一致性评价完成进入审评审批的批文数量（截止2017年12月28日）



资料来源：CDE，中金公司研究部



图表7: 一致性评价完成进入审评审批的批文数量(截止2017年12月28日)

| 受理号 □ | 药品名称 | 289目录? | 企业名称 □ | 办理状态 | 状态开始日 | 预计通过时间 |
|---------------|-----------|--------|-------------------|--------|------------|--------|
| 石药集团 | | | | | | |
| CYHB1703916 | 阿莫西林胶囊 | 是 | 石药集团中诺药业(石家庄)有限公司 | 发补 | 2017-7-11 | 18年1季度 |
| CYHB1703917 | 阿莫西林胶囊 | 是 | 石药集团中诺药业(石家庄)有限公司 | 发补 | 2017-7-11 | 18年1季度 |
| CYHB1750012 | 盐酸曲马多片 | 否 | 石药集团欧意药业有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-18 | 18年1季度 |
| CYHB1750013 | 阿奇霉素片 | 是 | 石药集团欧意药业有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-19 | 18年1季度 |
| CYHB1750014 | 阿奇霉素片 | 是 | 石药集团欧意药业有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-19 | 18年1季度 |
| CYHB1740005 | 卡托普利片 | 是 | 石药集团欧意药业有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-25 | 18年1季度 |
| CYHB1750033 | 马来酸依那普利片 | 是 | 石药集团欧意药业有限公司 | 在审评审批中 | 2017-12-29 | 18年2季度 |
| 复星医药 | | | | | | |
| CYHB1750001 | 盐酸阿米替林片 | 是 | 湖南洞庭药业股份有限公司 | 发补 | 2017-9-19 | 18年1季度 |
| CYHB1750002 | 阿法骨化醇片 | 是 | 重庆药友制药有限责任公司 | 在审评审批中 | 2017-9-20 | 18年1季度 |
| CYHB1750003 | 阿法骨化醇片 | 是 | 重庆药友制药有限责任公司 | 在审评审批中 | 2017-9-20 | 18年1季度 |
| CYHB1750010 | 草酸艾司西酞普兰片 | 否 | 湖南洞庭药业股份有限公司 | 在审评审批中 | 2017-9-26 | 18年1季度 |
| CYHB1706255 | 非布司他 | 否 | 徐州万邦金桥制药有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-17 | 18年1季度 |
| 中国生物制药 | | | | | | |
| CYHB1703389 | 厄贝沙坦氢氯噻嗪片 | 否 | 南京正大天晴制药有限公司 | 发补 | 2017-8-1 | 18年1季度 |
| CYHB1703639 | 恩替卡韦分散片 | 否 | 正大天晴药业集团股份有限公司 | 发补 | 2017-8-2 | 18年1季度 |
| CYHB1704044 | 瑞舒伐他汀钙片 | 否 | 南京正大天晴制药有限公司 | 通过 | 2017-8-22 | 17年4季度 |
| 联邦制药 | | | | | | |
| CYHB1704834 | 阿莫西林胶囊 | 是 | 珠海联邦制药股份有限公司中山分公司 | 在审评审批中 | 2017-9-15 | 18年1季度 |
| 科伦药业 | | | | | | |
| CYHB1705014 | 草酸艾司西酞普兰片 | 否 | 四川科伦药业股份有限公司 | 在审评审批中 | 2017-10-11 | 18年1季度 |
| 恒瑞医药 | | | | | | |
| CYHB1750023 | 盐酸氨溴索片 | 是 | 江苏恒瑞医药股份有限公司 | 在审评审批中 | 2017-11-22 | 18年1季度 |
| 信立泰 | | | | | | |
| CYHB1750017 | 硫酸氢氯吡格雷片 | 是 | 深圳信立泰药业股份有限公司 | 通过 | 2017-10-25 | 17年4季度 |
| 华海药业 | | | | | | |
| CYHB1703366 | 厄贝沙坦片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1703363 | 福辛普利钠片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704618 | 赖诺普利片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704619 | 赖诺普利片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704622 | 氯沙坦钾片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704621 | 氯沙坦钾片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704624 | 利培酮片 | 是 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1703361 | 盐酸帕罗西汀片 | 是 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-27 | 17年4季度 |
| CYHB1704627 | 厄贝沙坦氢氯噻嗪片 | 否 | 浙江华海药业股份有限公司 | 通过 | 2017-12-28 | 17年4季度 |
| CYHB1703359 | 奈韦拉平片 | 是 | 浙江华海药业股份有限公司 | 发补 | 2017-9-25 | 18年1季度 |

资料来源: CFDA, 中金公司研究部



图表8：重点上市制药企业优先审评名单

| 受理号 | 药品名称 | 申请事项 | 公布日期 | (预计) 获批时间 | 优先审评理由 |
|--------------------------------------|----------------|-------|------------|--------------|--------------------|
| 恒瑞医药(600276.SH) | | | | | |
| CYHS1201509 | 注射用醋酸卡泊芬净 | 仿制药上市 | 2016/3/5 | 2018 | 专利到期品种 |
| CXHL1502031 | 盐酸右美托咪定鼻喷剂 | 新药临床 | 2016/6/12 | 2018 | 儿童用药 |
| CYHS1200814 | 钆布醇注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2018 | 首仿 |
| CYHS1300223 | 磺达肝癸钠注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2018 | 首仿 |
| CYHS1301372 | 帕立骨化醇注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2018 | 首仿 |
| CYHS1400315 | 苯磺顺阿曲库铵注射液 | 仿制药上市 | 2017/4/13 | 2018 | 同一生产线生产，已在美国上市 |
| CXSS1700005 | 硫培非格司亭注射液 | 新药上市 | 2017/5/23 | 2018-19 | 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势 |
| CYHS1790004 | 注射用紫杉醇(白蛋白结合型) | 仿制药上市 | 2017/6/20 | 1H18 | 临床急需、市场短缺 |
| CYHS1700055 | 注射用替莫唑胺 | 仿制药上市 | 2017/7/11 | 2018 | 申请人主动撤回 |
| CYHS1401639 | 吸入用地氟烷 | 仿制药上市 | 2017/7/11 | 2018 | 同一生产线生产，2017年欧盟上市 |
| CXHS1700014 | 马来酸吡咯替尼片 | 新药上市 | 2017/9/26 | 2018 | 具有明显临床价值，重大专项 |
| CYHS1700170 | 阿齐沙坦片 | 仿制药上市 | 2017/12/18 | 2019 | 专利到期前1年的药品生产申请 |
| 科伦药业(002422.SZ) | | | | | |
| CYHS1300954 | 注射用帕瑞昔布钠 | 仿制药上市 | 2016/3/5 | 2017/11/30 | 专利到期品种 |
| 中国生物制药(1177.HK) | | | | | |
| CXHL1402182 | 布地奈德福莫特罗粉吸入剂 | 新药临床 | 2016/3/5 | 2018 | 专利到期品种 |
| CYHS1401433 | 布地奈德 | 仿制药上市 | 2016/3/5 | 2018 | 专利到期品种 |
| CYHS1200320 | 利奈唑胺注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 1H18 | 首仿 |
| CYHS1500266 | 钆塞酸二钠注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2018 | 首仿 |
| CYHS1500865 | 醋酸加尼瑞克注射液 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2018 | 首仿 |
| CYHS1600082 | 富马酸替诺福韦二吡啶酯片 | 仿制药上市 | 2016/12/2 | 2017/11/29 | 抗艾滋病药物 |
| CXHS1700004 | 盐酸安罗替尼胶囊 | 新药上市 | 2017/4/27 | 1H18 | 与现有治疗手段相比具有明显治疗优势 |
| CYHS1600193 | 注射用盐酸茶达莫司汀 | 仿制药上市 | 2017/6/1 | 1H18 | NHL首家；申请人主动撤回 |
| CXHS1500136 | 注射用福沙匹坦双葡甲胺 | 新药上市 | 2017/7/11 | 2H18 | 专利到期前1年的药品生产申请 |
| CYHS1600206 | 注射用阿扎胞苷 | 仿制药上市 | 2017/12/18 | 2019 | 专利到期前1年的药品生产申请 |
| 石药集团(1093.HK) | | | | | |
| CXHS1500143 | 盐酸决奈达隆片 | 仿制药上市 | 2016/7/21 | 2H18 | 首仿 |
| CYHS1790014 | 盐酸二甲双胍片 | 仿制药上市 | 2017/4/13 | 1H18 | 同一生产线生产，已在美国上市 |
| CYHS1790026 | 硫酸氢氯吡格雷片 | 仿制药上市 | 2017/6/1 | 1H18 | 同一条生产线生产，2017年美国上市 |
| CYHS1790024 | 盐酸二甲双胍缓释片 | 仿制药上市 | 2017/6/1 | 1H18 | 同一条生产线生产，2016年美国上市 |
| CYHS1600152 | 注射用紫杉醇(白蛋白结合型) | 仿制药上市 | 2017/6/20 | 1H18 | 临床急需、市场短缺 |
| 丽珠医药(1513.HK)/丽珠集团(000513.SZ) | | | | | |
| CXHS1500145 | 注射用艾普拉唑钠 | 新药上市 | 2016/10/28 | 2018 | 具有明显临床价值的创新药 |

资料来源：CDE，中金公司研究部



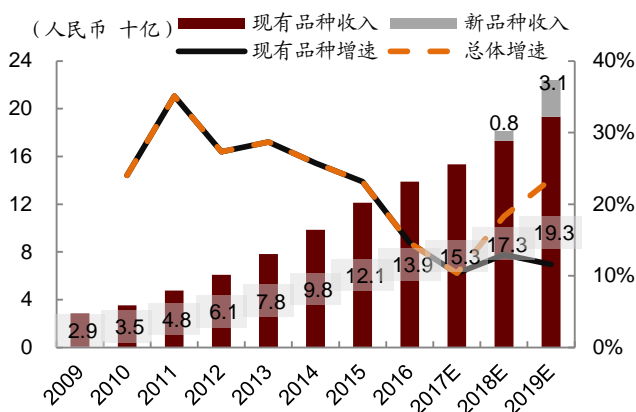
公司：从肝病龙头转型成全面型制药龙头

我们认为中国生物制药凭借其强大的销售能力和研发能力，未来 3-5 年将从肝病龙头转型成全面型制药龙头。我们认为公司未来的增长点主要在以下三个方面：1) 随着招标的结束，新版医保目录的执行，现有品种未来 3 年仍能维持 10-15% 的增长；2) 新产品上市有望为公司注入新的活力，我们预计安罗替尼今年 1 季度有望获批，重组凝血八因子和 PD-L1 有望 2H18/1H19 获批，另有 11.8 个仿制药品种有望分别于 2018、2019 年获批；3) 外延并购提供额外增长。除了对泰德制药的并表，公司会继续收购其他子公司的少数股东权益。此外，公司在外延式发展上包括对在研产品的收购也会加大力度。我们预计公司 2017-19 年的收入和利润的复合增速分别可以达到 21% 和 24%。

强大的销售能力

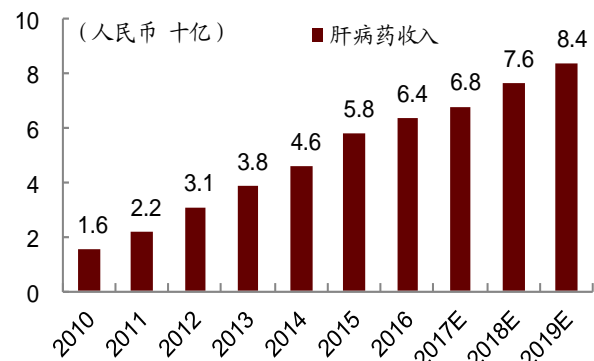
公司 2017 年前三季度总收入 114 亿元人民币，2011-2016 复合增长 22.3%；其中肝病药系列 2017 年前三季度销售收入 51 亿元人民币，2011-2016 复合增长 23.8%，占比公司整体收入 45%。公司已建立起逾万名专业销售人员的团队，在国内药企中位于前列。

图表 9：公司收入历史增速



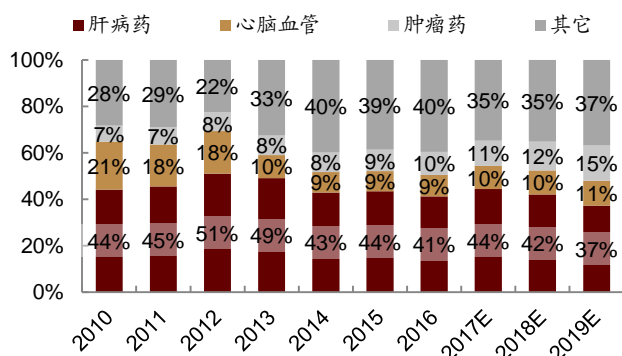
资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部；注：16 年以往报表货币为港币，图中统一以人民币计。

图表 10：肝病系列历史增速



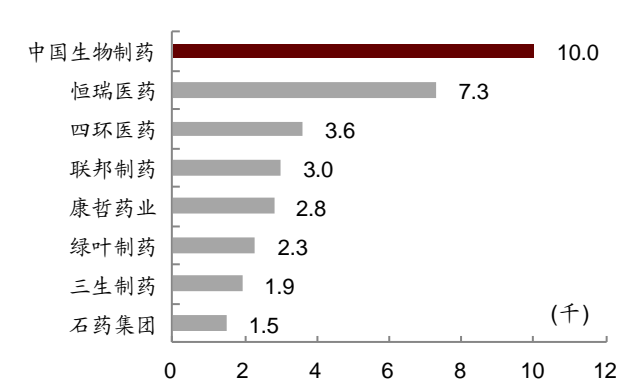
资料来源：公司数据，彭博资讯，中金公司研究部；注：16 年以往报表货币为港币，图中统一以人民币计。

图表 11：按治疗领域的收入占比



资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：不考虑泰德并表

图表 12：销售人员数量对比



资料来源：公司网站，公司数据，中金公司研究部



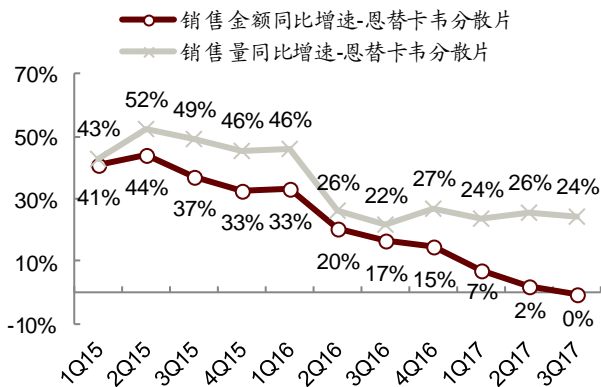
现有品种未来3年仍能维持10-15%的增长

随着本轮药品招标接近尾声（目前大省中仅江苏尚未执行新标价格），我们预计自2018年开始，公司面临的降价压力将大幅小于过去两年。此外，一致性评价的开展和新版医保目录的执行有望为公司的仿制药品种带来新的量的增长点。值得注意的是，根据我们的PDB数据库显示，公司的核心品种例如润众和托妥，虽然过去两年的收入增速放缓明显，但是量的增长依然能保持在20-30%的高增长。我们预计现有品种（不包括安罗替尼和替诺福韦）未来3年仍可维持10-15%的增长。

恩替卡韦系列（润众+天丁+甘泽）：我们预计中国生物制药的恩替卡韦系列2017-19年的复合增速可达12.6%。主要增长点来自1）渠道下沉至基层医院；2）对前一代药物的替代，包括拉米夫定、替比夫定和阿德福韦酯（24%的市场金额占比）；3）一致性评价后，对原研产品的替代（40%的市场金额占比）。

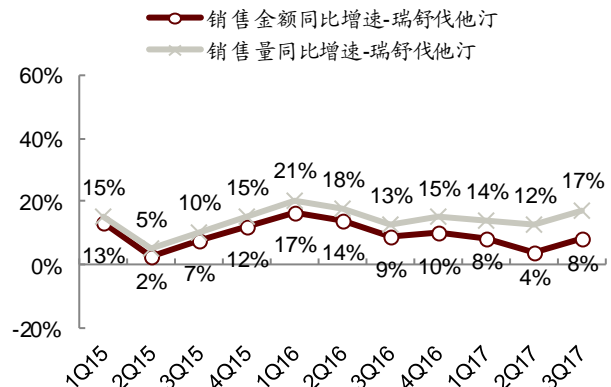
托妥（瑞舒伐他汀）：我们预计中国生物制药的瑞舒伐他汀2017-19年的复合增长可达35%。主要增长点和恩替卡韦类似：1）对前一代药物，包括阿托伐他汀的替代（55%的市场金额占比）；一致性评价完成后，对原研产品的替代（68%的市场金额占比）。

图表 13: 恩替卡韦分散片中国市场销售增速（样本医院）



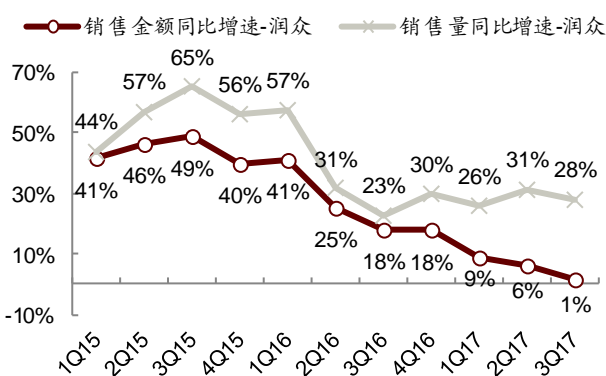
资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 14: 瑞舒伐他汀中国市场销售增速（样本医院）



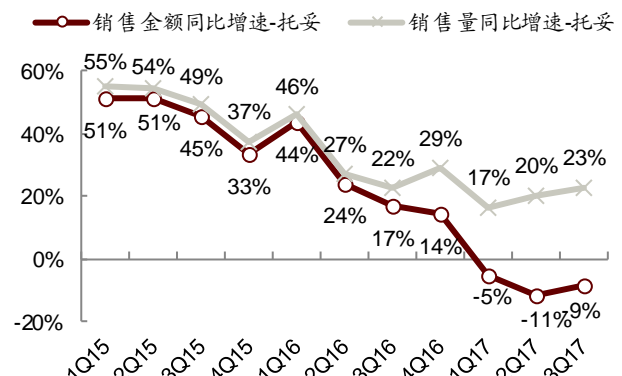
资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 15: 润众销售增速（样本医院）



资料来源：PDB，中金公司研究部

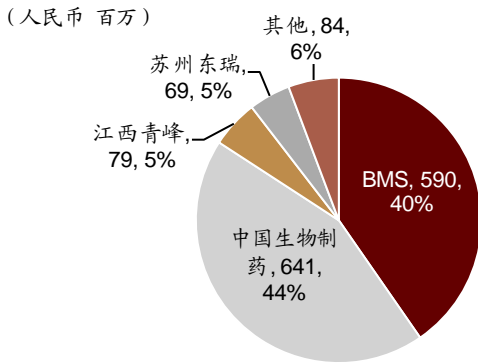
图表 16: 托妥销售增速（样本医院）



资料来源：PDB，中金公司研究部

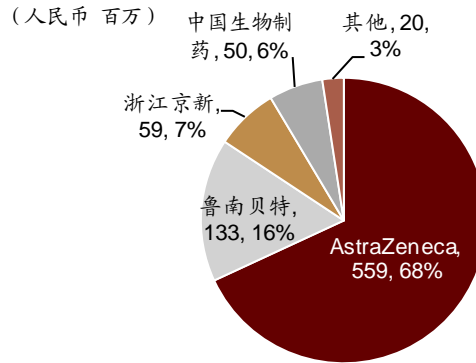


图表 17: 恩替卡韦片市场格局 (样本医院, 2017年1~3季度)



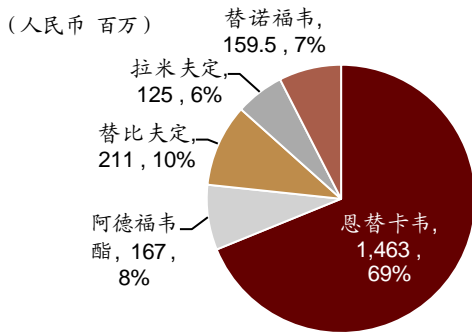
资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 18: 瑞舒伐他汀市场格局 (样本医院, 2017年1~3季度)



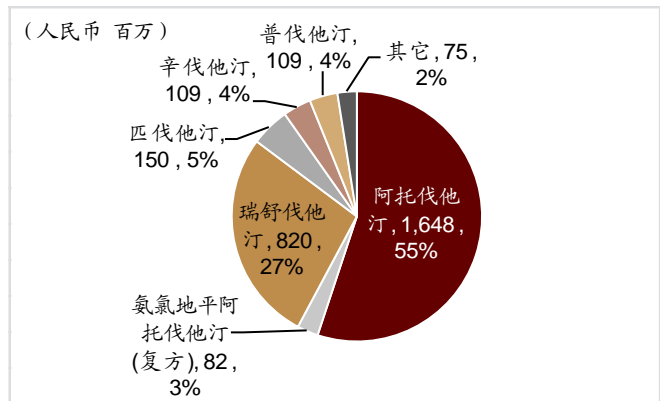
资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 19: 乙肝抗病毒类市场格局 (2017年1~3季度)



资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 20: 他汀类市场格局 (2017年1~3季度)



资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 21: 新版医保目录调整带来新的量的增长点 (截至 2018年1月15日)

| 产品通用名 | 商品名 | 治疗领域 | 占比公司收入 | 新版国家医保目录 | 地方医保纳入情况 | |
|----------|-----|------|--------|------------|-----------|-----------|
| | | | | | 新版执行后 | 新版执行前 |
| 帕洛诺司琼注射剂 | 止若 | 肿瘤 | 3% | 乙类 | 10省 | 8省 |
| 厄贝沙坦氢氯噻嗪 | 依伦平 | 心血管 | 4% | 乙类 | 9省 | 6省 |
| 伊马替尼胶囊 | 格尼可 | 肿瘤 | 1% | 乙类 | 10省 | 3省 |
| 地西他滨 | 晴唯可 | 肿瘤 | 1% | 乙类 | 10省 | 2省 |
| 达沙替尼 | 依尼舒 | 肿瘤 | 1% | 乙类 | 10省 | 无 |
| 注射用替加环素 | 天解 | 抗感染 | 1% | 乙类 | 10省 | 无 |
| 瑞舒伐他汀钙片 | 托妥 | 心血管 | 4% | 乙类, 去限二线使用 | 乙类, 限二线使用 | 乙类, 限二线使用 |
| 氟比洛芬巴布膏 | 凯纷 | 镇痛 | - | 乙类 | 18省 | 15省 |

资料来源: YaoZH, 中金公司研究部

新品上市带来的增量

随着药品审评加速, 我们预计公司的研发管线将逐步进入收获期, 新产品上市将为中国生物制药注入新的活力。我们预计安罗替尼今年 1 季度有望获批, 重组凝血八因子和 PD-L1 有望分别于今年下半年和明年上半年获批, 另有 11、8 个仿制药品种有望分别于 2018、2019 年获批。我们预计这些品种将为公司带来 2018、2019 年额外带来 8.2 亿、30.8 亿元收入。



继11月10日我们上调公司评级后，我们这里再次梳理了公司产品管线。目前我们梳理到公司共有194个品种处于不同的阶段，并对2017-20年有可能上市的核心产品的收入重新做了收入预测，如下表所示。

图表 22: 2017-20 年核心品种管线收入预测

| 药品名称(中文) | (预计) 销售峰值估 获批时间 计(百万元) | 适应症 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|-------------------|---------------------------|--------|-------|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 富马酸替诺福韦二吡呋酯片 | 2H17 | 艾滋病/乙肝 | 200 | 400 | 600 | 840 | 1,092 | 1,310 | 1,507 | 1,658 | 1,741 | 1,828 |
| | | | | 100% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 10% | 5% | 5% |
| 盐酸吡格列酮分散片 | 2H17 | 糖尿病 | 80 | 160 | 256 | 384 | 538 | 699 | 839 | 923 | 969 | 1,017 |
| | | | | 100% | 60% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 5% |
| 盐酸安罗替尼胶囊 | 1H18 | 肿瘤 | 350 | 800 | 1,440 | 2,016 | 2,621 | 3,014 | 3,165 | 3,165 | 3,165 | 3,006 |
| | | | | 129% | 80% | 40% | 30% | 15% | 5% | 0% | 0% | -5% |
| 利奈唑胺片/注射液 | 1H18 | 抗感染药 | 30 | 90 | 162 | 243 | 340 | 442 | 531 | 584 | 613 | 613 |
| | | | | 200% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 注射用盐酸苯达莫司汀 | 2H18 | 肿瘤 | 20 | 90 | 162 | 243 | 340 | 442 | 531 | 584 | 613 | 613 |
| | | | | 350% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 钆塞酸二钠注射液 | 2H18 | 造影剂 | 20 | 90 | 162 | 243 | 340 | 442 | 531 | 584 | 613 | 613 |
| | | | | 350% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 注射用福沙匹坦双葡甲胺 | 2H18 | 止吐剂 | 20 | 70 | 126 | 189 | 265 | 344 | 413 | 475 | 498 | 498 |
| | | | | 250% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 5% | 0% |
| 来那度胺胶囊 | 2H18 | 肿瘤 | 10 | 200 | 360 | 540 | 756 | 983 | 1,179 | 1,179 | 1,179 | 1,179 |
| | | | | | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 0% | 0% | 0% |
| 阿哌沙班片 | 2H18 | 心血管疾病 | 10 | 100 | 210 | 336 | 470 | 612 | 734 | 807 | 807 | 807 |
| | | | | | 110% | 60% | 40% | 30% | 20% | 10% | 0% | 0% |
| 醋酸阿比特龙片 | 2H18 | 肿瘤 | 20 | 90 | 162 | 243 | 340 | 442 | 531 | 584 | 613 | 613 |
| | | | | | 350% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% |
| 安立生坦片 | 2H18 | 心血管疾病 | 10 | 35 | 81 | 137 | 192 | 249 | 299 | 329 | 345 | 345 |
| | | | | | 250% | 130% | 70% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% |
| 利多卡因凝胶膏 | 2H18 | 麻醉 | 20 | 200 | 440 | 792 | 1,109 | 1,441 | 1,730 | 1,903 | 1,998 | 1,998 |
| | | | | | 120% | 80% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 维格列汀片 | 2H18 | 糖尿病 | 20 | 150 | 330 | 594 | 832 | 1,081 | 1,297 | 1,427 | 1,498 | 1,498 |
| | | | | | 120% | 80% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 替格瑞洛片 | 2H18 | 心血管疾病 | 10 | 60 | 132 | 211 | 296 | 384 | 461 | 507 | 507 | 507 |
| | | | | | 500% | 120% | 60% | 40% | 30% | 20% | 10% | 0% |
| 注射用重组人凝血因子VIII | 2H18 | 血友病 | 0 | 200 | 440 | 792 | 1,109 | 1,441 | 1,730 | 1,903 | 1,998 | 1,998 |
| | | | | | 120% | 80% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 沙格列汀片 | 1H19 | 糖尿病 | | 80 | 160 | 264 | 396 | 554 | 721 | 865 | 951 | 999 |
| | | | | | 100% | 65% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% |
| 他达拉非片 | 1H19 | ED | 30 | 75 | 135 | 203 | 284 | 369 | 442 | 509 | 509 | 509 |
| | | | | | 150% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 0% |
| 注射用硼替佐米 | 1H19 | 肿瘤 | 10 | 35 | 81 | 137 | 192 | 249 | 299 | 329 | 345 | 345 |
| | | | | | 250% | 130% | 70% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% |
| TQB2450注射液(PD-L1) | 1H19 | 肿瘤 | | 100 | 500 | 800 | 1,120 | 1,456 | 1,747 | 1,922 | 2,018 | 2,018 |
| | | | | | 400% | 60% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% | 0% |
| 沙美特罗替卡松粉吸入剂 | 2H19 | 哮喘 | 50 | 250 | 400 | 560 | 728 | 946 | 1,230 | 1,599 | 1,919 | 1,919 |
| | | | | | 400% | 60% | 40% | 30% | 30% | 30% | 30% | 20% |
| 注射用法罗培南钠 | 2H19 | 抗感染药 | 10 | 35 | 81 | 137 | 192 | 249 | 299 | 329 | 345 | 345 |
| | | | | | 250% | 130% | 70% | 40% | 30% | 20% | 10% | 5% |
| 苹果酸卡博替尼胶囊 | 2H19 | 肿瘤 | 30 | 90 | 162 | 243 | 340 | 442 | 531 | 610 | 610 | 610 |
| | | | | | 200% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 0% |
| 依维莫司片 | 2H19 | 肿瘤 | 30 | 120 | 216 | 324 | 454 | 590 | 708 | 814 | 814 | 814 |
| | | | | | 300% | 80% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 0% |
| 阿达木单抗注射液 | 2020 | 类风关 | | 100 | 220 | 330 | 462 | 601 | 721 | 793 | 793 | 793 |
| | | | | | 120% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 0% | 0% |
| 利妥昔单抗注射液 | 2020 | 肿瘤 | | 100 | 220 | 330 | 462 | 601 | 721 | 793 | 793 | 793 |
| | | | | | 120% | 50% | 40% | 30% | 20% | 10% | 0% | 0% |
| 枸橼酸托法替布片 | 2020 | 类风关 | | 100 | 200 | 300 | 420 | 546 | 655 | 753 | 791 | 791 |
| | | | | | 100% | 50% | 40% | 30% | 20% | 15% | 5% | 5% |
| 总计(不考虑安罗替尼和替诺福韦) | | | 270 | 1,875 | 4,588 | 7,725 | 11,005 | 14,547 | 17,865 | 20,180 | 21,750 | 22,237 |
| | | | | 594% | 145% | 68% | 42% | 32% | 23% | 13% | 8% | 2% |

资料来源: CFDA, 中金公司研究部



安罗替尼（福可维）：我们预计安罗替尼有望今年1季度获批，2018年销售额可达3.5亿元，峰值可达30亿元。中国生物制药于2017年3月递交安罗替尼的生产申请，适应症为3线治疗非小细胞肺癌，并于4月获得优先审评资格，目前审评已经走到最后阶段。公司目前已经为上市销售做好了充足的准备。此外，公司也在积极拓展其他适应症的使用，以及也在准备3线治疗推进到2线治疗的临床实验。下面我们梳理了安罗替尼目前进展中的所有临床实验。

图表 23：安罗替尼正在进行的临床试验

| 试验编号 | 适应症 | 状态 | 入组人数 | 主要终点指标 | 开始时间 |
|-------------|--------------------|----------|------|-----------------------------------|---------|
| NCT02449343 | 2线 软组织肉瘤 | 2b/3期进行中 | 233 | PFS | 2015-05 |
| NCT02461407 | 3线 胃癌 | 2/3期进行中 | 378 | OS | 2015-06 |
| NCT02332499 | 3线 结直肠癌 | 2/3期进行中 | 450 | OS | 2014-12 |
| NCT02586350 | 甲状腺髓样癌 | 2b/3期进行中 | 90 | PFS | 2015-07 |
| NCT02586337 | 3线 分化型甲状腺癌 | 2/3期进行中 | 120 | PFS | 2015-07 |
| NCT02072044 | 3线 肾细胞癌 | 2期进行中 | 60 | PFS | 2013-12 |
| NCT02649361 | 2线 食管鳞癌 | 2期进行中 | 144 | PFS | 2016-01 |
| NCT02809534 | 3线 肝细胞癌 | 2期进行中 | 60 | 12周PFS | 2016-09 |
| NCT03059797 | 3线 小细胞肺癌 | 2期进行中 | 90 | PFS | 2017-03 |
| NCT03387904 | 2线 食管鳞癌(安罗替尼+伊立替康) | 2期招募中 | 120 | PFS | 2018-01 |
| NCT02622932 | 3线 晚期肿瘤 | 1期进行中 | 6 | 累计排泄量 | 2015-12 |
| NCT02752516 | 3线 晚期肿瘤 | 1期招募中 | 16 | 药代动力学特征 (C _{max}) | 2016-04 |
| NCT02825563 | 3线 晚期肿瘤 | 1期招募中 | 16 | 高脂饮食下的药代动力学特征 (C _{max}) | 2016-06 |

资料来源：ClinicalTrials.gov，中金公司研究部

我们对比了安罗替尼和其他 VEGFR 抑制剂的 3 期临床结果，以供参考。要注意的是，这 3 种药物的所做的适应症均不相同，临床结果不是完全可比。

图表 24：安罗替尼，阿帕替尼，呋喹替尼临床 III 期数据

| | Anlotinib 安罗替尼 | Apatinib 阿帕替尼 | Fruquintinib 呋喹替尼 |
|------------|---------------------------|-----------------------|---------------------|
| 公司 | 中国生物制药 | 恒瑞医药 | 和记黄埔医药 |
| 适应症 | 非小细胞肺癌3线用药 | 胃癌3线用药 | 结直肠癌3线用药 |
| 靶点 | VEGFR, FGFR, PDGFR, c-Kit | VEGFR | VEGFR |
| 研究名称 | ALTER-0303 | | FRESCO |
| 临床阶段 | 临床3期 | 临床3期 | 临床3期 |
| 实验设计 | 随机双盲，设安慰剂对照组 | 随机双盲，设安慰剂对照组 | 随机双盲，设安慰剂对照组 |
| 参与病人数 | 437 (2:1) | 267 (2:1) | 416 (2:1) |
| 主要终点 | OS (9.63 vs. 6.30) | OS (6.5 vs. 4.7) | OS (9.30 vs. 6.57) |
| 次要终点 | PFS (5.37 vs. 1.40) | PFS (2.6 vs. 1.8) | PFS (3.71 vs. 1.84) |
| | ORR (9.18 vs. 0.7) | | ORR (13 vs 0) |
| | DCR (80.95 vs. 37.06) | | DCR (173 vs. 17) |
| > 3级不良事件比例 | 高血压 (13.61 vs 0.00) | 疲劳 (2.69 vs 1.44) | 高血压 (21.2 vs 2.2) |
| | 皮肤毒性 (3.74 vs 0.00) | 高血压 (5.38 vs 0.00) | 皮肤毒性 (10.8 vs 0.0) |
| | 高甘油三酯血症 (3.06 vs 0.00) | 手-足综合征 (7.62 vs 0.72) | 蛋白尿 (3.2 vs 0.0) |

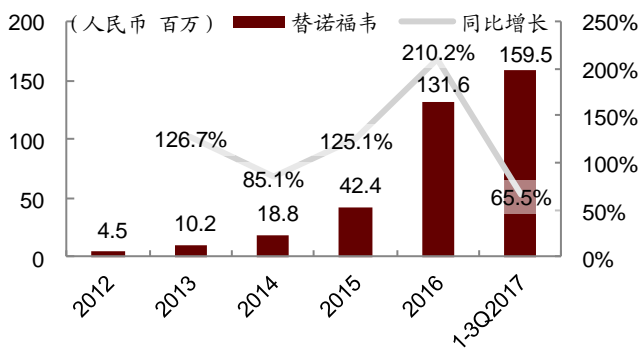
资料来源：公司数据，ASCO，中金公司研究部

替诺福韦（晴众）：我们预计晴众2018年销售额可达2亿元，峰值可达20亿元。晴众于2017年11月底获批乙肝适应症并成为第一款通过一致性评价的替诺福韦药物。该药在更早些的时候获批艾滋病适应症。

乙肝抗病毒药物市场空间巨大。我国是肝病大国，根据国家统计年鉴显示，中国约有1亿左右的人群为乙肝病毒携带者，其中慢性乙肝患者为2,000万。我们预计2016年抗乙肝病毒用药市场规模约为150亿元左右，增速在10%左右。我们预计2023年替诺福韦可以占到整个乙肝抗病毒药物市场20%以上的份额（截至17年前3季度为7%），而中国生物制药凭借其强大的销售实力和过硬的产品质量有望获得40-50%的替诺福韦市场份额。

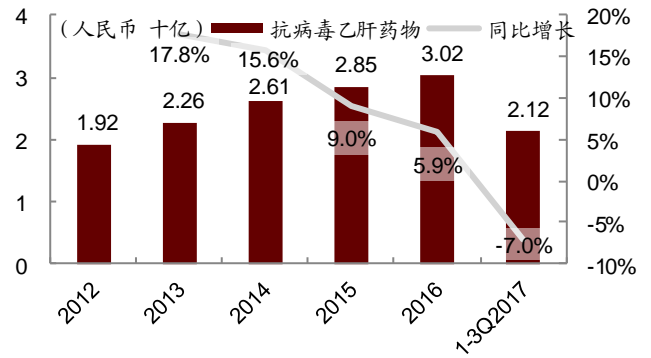


图表 25: 替诺福韦市场销售增长 (样本医院)



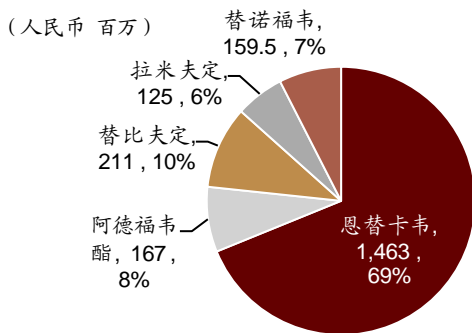
资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 26: 抗病毒类乙肝药物销售增长 (样本医院)



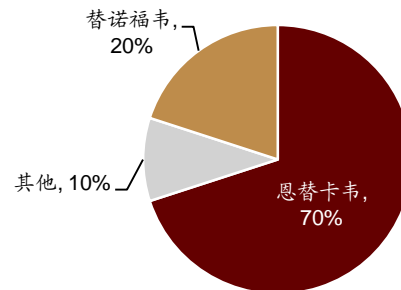
资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 27: 抗病毒类乙肝药物市场份额 (2017 年前 3 季度)



资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 28: 抗病毒类乙肝药物市场份额 (2023E, 中金预测)



资料来源: PDB, 中金公司研究部

图表 29: 替诺福韦和恩替卡韦最新中标价格比较

| 公司 | 商品名 | 剂型 | 规格 | 单价 (元/片) | 月均治疗费用 (元) |
|-------------|-----|-----|-----------|----------|------------|
| 替诺福韦 | | | | | |
| GSK | 韦瑞德 | 片剂 | 0.3g x 30 | 16.3 | 490.0 |
| 成都倍特 | 倍信 | 片剂 | 0.3g x 30 | 14.9 | 448.0 |
| 安徽贝克 | 正稳 | 片剂 | 0.3g x 30 | 14.2 | 426.1 |
| 齐鲁制药 | - | 片剂 | 0.3g x 30 | 15.3 | 457.5 |
| 福建产生堂 | 福日定 | 胶囊 | 0.3g x 30 | 15.8 | 473.6 |
| 恩替卡韦 | | | | | |
| BMS | 博路定 | 片剂 | 0.5mg x 7 | 27.4 | 822.8 |
| 正大天晴 | 天丁 | 片剂 | 0.5mg x 7 | 16.4 | 492.9 |
| 正大天晴 | 润众 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 11.1 | 333.0 |
| 苏州东瑞 | 雷易得 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 17.0 | 508.5 |
| 湖南千金 | 艾普丁 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 12.1 | 363.6 |
| 江西青峰 | 维力青 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 10.8 | 322.5 |
| 山东鲁抗 | 木畅 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 9.6 | 287.5 |
| 安徽贝克 | 贝双定 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 8.2 | 245.4 |
| 海南中和 | 和恩 | 分散片 | 0.5mg x 7 | 8.4 | 252.7 |
| 南京正大天晴 | 甘泽 | 胶囊 | 0.5mg x 7 | 10.2 | 306.6 |
| 福建产生堂 | 恩甘定 | 胶囊 | 0.5mg x 7 | 10.2 | 306.0 |
| 海南中和 | 和定 | 胶囊 | 0.5mg x 7 | 9.8 | 295.3 |
| 海思科 | 甘倍轻 | 胶囊 | 0.5mg x 7 | 8.4 | 252.0 |
| 江西青峰 | 维力青 | 胶囊 | 0.5mg x 7 | 5.7 | 169.5 |

资料来源: 各省招标网站, 中金公司研究部



以下我们整理了中国生物制药进入到报产阶段的36个仿制药，和临床前/中的35个创新化药和生物药品种。

图表 30: 仿制药产品管线 (申报生产)

| 受理号 | 药品名(中文) | 药品名(英文) | 适应症领域 | 公司 | 注册类别 | 阶段 | 状态起始时间 |
|-------------|------------------|--|----------|------|------|------|------------|
| CYHS1600082 | 富马酸替诺福韦二吡唑酯片 | Tenofovir disoproxil fumarate tablet | 艾滋病, 乙肝 | 江苏天晴 | 4 | 已获批 | 2017-12-11 |
| - | 盐酸吡格列酮分散片 | Pioglitazone hydrochloride dispersible table | 糖尿病 | 北京泰德 | 5 | 已获批 | - |
| CYHS1300319 | 利奈唑胺片/注射液 | Linezolid | 抗感染 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2016-09-26 |
| CXHS1700003 | 盐酸安罗替尼胶囊 | Anlotinib hydrochloride capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 优先审批 | 2017-03-14 |
| CYHS1600193 | 注射用盐酸苯达莫司汀 | Bendamustine hydrochloride for injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 3 | 优先审批 | 2017-01-20 |
| CXHS1500136 | 注射用福沙匹坦双葡甲胺 | Fosaprepitant dimeglumine for injection | 止吐 | 江苏天晴 | 3.1 | 优先审批 | 2015-09-18 |
| CYHS1790015 | 来那度胺胶囊 | Lenalidomide capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2015-09-18 |
| CYHS1700131 | 阿哌沙班片 | Apixaban tablet | 心血管疾病 | 江苏天晴 | 4 | 在审批 | 2017-06-08 |
| CYHS1700293 | 醋酸阿比特龙片 | Abiraterone acetate tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 3.1 | 在审批 | 2017-09-29 |
| CYHS1700138 | 安立生坦片 | Ambrisentan tablet | 心血管疾病 | 江苏天晴 | 4 | 在审批 | 2017-07-13 |
| CYHS1000607 | 转化糖注射液 | Invert sugar injection | 电解质补充 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2010-12-07 |
| CYHS1001212 | 注射用丁二磺酸腺苷蛋氨酸 | Ademetionine 1,4-butanedisulfonate for injection | 肝硬化, 胆汁淤 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2011-05-13 |
| CYHS1100198 | 阿加曲班注射液 | Argatroban injection | 抗凝血 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2011-09-27 |
| CYHS1200557 | 羟乙基淀粉200/0.5氯化钠注 | Hydroxyethyl starch (200/0.5)/ NaCl injection | 血容量扩张剂 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2012-08-09 |
| CYHS1300444 | 注射用硼替佐米 | Bortezomib for injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2013-07-05 |
| CYHS1300848 | 多西他赛注射液 | Docetaxel injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2013-12-16 |
| CYHS1301031 | 注射用左亚叶酸钙 | Calcium lefovoinate for injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2013-12-19 |
| CYHS1301562 | 盐酸莫西沙星氯化钠注射液 | Moxifloxacin hydrochloride/NaCl injection | 抗感染 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2014-02-14 |
| CYHS1302124 | 注射用醋酸卡泊芬净 | Caspofungin acetate for injection | 抗感染 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2014-04-01 |
| CYHS1401473 | 钠钾镁钙葡萄糖注射液 | Na/K/Mg/Ca and glucose injection | 电解质补充 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2015-01-19 |
| CYHS1500007 | 注射用帕瑞昔布钠 | Parecoxib sodium for injection | 非甾体类抗炎药 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2015-05-18 |
| CXHS1500138 | 注射用左泮托拉唑钠 | S-pantoprazole sodium for injection | 胃酸分泌抑制剂 | 江苏天晴 | 3.1 | 在审批 | 2015-09-21 |
| CYHS1501162 | 碘克沙醇注射液 | Iodixanol injection | 造影剂 | 南京天晴 | 6 | 在审批 | 2015-12-10 |
| CYHS1500865 | 醋酸加尼瑞克注射液 | Ganirelix acetate injection | 性激素 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2017-12-18 |
| CYHS1500266 | 钆塞酸二钠注射液 | Gadoxetic acid disodium injection | 造影剂 | 江苏天晴 | 6 | 在审批 | 2017-12-27 |
| - | 高分子凝胶医用冷敷贴 | Medical cold compress (Polymer gel) | 冷敷 | 北京泰德 | - | 在审批 | - |
| CXHS1400282 | 利多卡因凝胶膏 | Lidocaine gel paste | 麻醉 | 北京泰德 | 3.1 | 在审批 | 2015-04-08 |
| CYHS1401755 | 帕立骨化醇注射液 | Paricalcitol for injection | 甲旁亢(肾衰) | 北京泰德 | 6 | 在审批 | 2015-06-16 |
| CYHS1700185 | 维格列汀片 | Vildagliptin tablet | 糖尿病 | 北京泰德 | 4 | 在审批 | 2017-07-27 |
| CYHS1201344 | 转化糖电解质注射液 | Electrolytes and invert sugar injection | 电解质补充 | 正大丰海 | 6 | 在审批 | 2013-06-27 |
| CYHS1700079 | 骨化三醇软膏 | Calcitriol Ointment | 银屑病 | 上海通用 | 6 | 在审批 | 2017-08-29 |
| CYHS1700337 | 沙格列汀片 | Saxagliptin tablet | 糖尿病 | 江苏天晴 | 4 | 在审批 | 2017-11-16 |
| CYHS1700258 | 注射用多黏菌素E甲磺酸钠 | Colomycin injection | 抗感染 | 江苏天晴 | 3.1 | 在审批 | 2017-12-07 |
| CYHS1700333 | 枸橼酸托法替布片 | Tofacitinib citrate tablet | RA, AS | 江苏天晴 | 4 | 在审批 | 2017-12-08 |
| CYHS1700349 | 他达拉非片 | Tadalafil tablet | ED | 南京天晴 | 4 | 在审批 | 2018-01-08 |
| CYHS1700472 | 替格瑞洛片 | Ticagrelor tablet | 心血管疾病 | 南京天晴 | 4 | 在审批 | 2018-01-10 |

资料来源: CFDA, 中金公司研究部

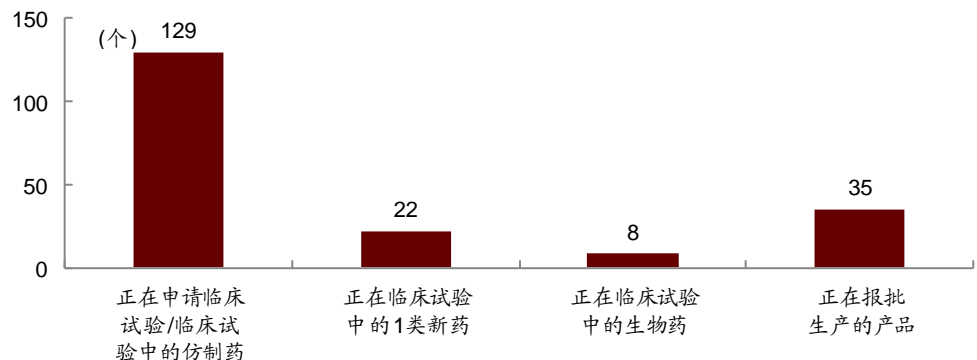


图表 31: 创新药和生物药管线

| 受理号 | 药品名(中文) | 药品名(英文) | 适应症领域 | 公司 | 注册类别 | 状态 | 状态开始时间 |
|-------------|--------------------|--------------------------------------|-------|------|------|----------|------------|
| 1类化药 | | | | | | | |
| CXL20021774 | 多非利特片 | Dofetilide tablet | 心血管疾病 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2004-02-03 |
| CXL20021775 | 多非利特胶囊 | Dofetilide capsule | 心血管疾病 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2004-02-03 |
| CXL20022903 | 甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液 | Pazufloxacin mesylate/NaCl injection | 抗感染 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2004-02-03 |
| CXHL0502353 | 注射用法罗培南钠 | Faropenem | 抗感染 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2008-08-19 |
| CXHL0800554 | 注射用喜诺替康 | Sinotecean | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2009-06-22 |
| CXHL1100438 | 马来酸舒布替尼胶囊 | n.a. | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2011-09-20 |
| CXHL1500065 | TQ-B3234胶囊 | TQ-B3234 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2015-04-08 |
| CXHL1501076 | TQ-B3395胶囊 | TQ-B3395 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2015-06-15 |
| CXHL1501759 | TQ-B3139胶囊 | TQ-B3139 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2015-09-21 |
| CXHL1501928 | TQ-B3101胶囊 | TQ-B3101 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2015-10-29 |
| CXHL1402248 | AL2846胶囊 | AL2846 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2016-02-29 |
| CXHL1600104 | TQ-F3083胶囊 | TQ-F3083 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1.1 | 正在进行临床试验 | 2016-04-15 |
| CXHL1600170 | 注射用TQ-B3203 | TQ-B3203 injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2016-10-11 |
| CXHL1600172 | TQ-B3233胶囊 | TQ-B3233 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2016-10-11 |
| CXHL1600199 | TQ-A3334片 | TQ-A3334 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2016-10-25 |
| CXHL1600235 | TQ-B3525片 | TQ-B3525 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2017-06-09 |
| CXHL1600233 | 艾酚福韦片 | n.a. | 肝炎 | 江苏天晴 | 2.1 | 正在进行临床试验 | 2017-06-28 |
| CXHL1700149 | TQ05510胶囊 | TQ05510 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2017-07-27 |
| CXHL1700168 | TQB3456片 | TQB3456 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2017-08-18 |
| CXHL1700049 | TQ-A3326片 | TQ-A3326 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2017-11-30 |
| CXHL1700149 | TQ-05510胶囊 | TQ-05510 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 临床试验已获批 | 2018-01-04 |
| CXHL1700168 | TQ-B3456片 | TQ-B3456 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 临床试验已获批 | 2018-01-10 |
| CXHL1700214 | TQ-05105片 | TQ-05105 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 申请临床试验 | 2017-10-16 |
| CXHL1700210 | TQ-B3616胶囊 | TQ-B3616 capsule | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 申请临床试验 | 2017-10-31 |
| CXHL1700218 | TQ-B3455片 | TQ-B3455 tablet | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 申请临床试验 | 2017-11-02 |
| 生物药 | | | | | | | |
| CXSL1100054 | 注射用磷脂化重组人铜锌超氧化物歧化酶 | Rh-PC-Cu/Zn-SOD for injection | 心血管疾病 | 北京泰德 | 1 | 正在进行临床试验 | 2015-06-25 |
| CXSL1400063 | 注射用重组人凝血因子VIII | Rh-coagulation FVIII for injection | 凝血 | 江苏天晴 | 10 | 正在进行临床试验 | 2015-10-29 |
| CXSL1300049 | 聚乙二醇干扰素α-2a注射液 | PEG-alfa-2a solution for injection | 肝炎 | 江苏天晴 | 15 | 正在进行临床试验 | 2016-07-14 |
| CXSL1500056 | 利妥昔单抗注射液 | Rituximab | 肿瘤 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2016-09-04 |
| CXSL1400013 | 注射用曲妥珠单抗 | Trastuzumab | 肿瘤 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2016-09-26 |
| CXSL1400137 | 贝伐珠单抗注射液 | Bevacizumab | 肿瘤 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2016-09-26 |
| CXSL1500037 | 阿达木单抗注射液 | Adalimumab | 免疫性疾病 | 江苏天晴 | 2 | 正在进行临床试验 | 2017-02-13 |
| CXSL1700018 | TQB2450注射液(PD-L1) | TQB2450 injection (PD-L1) | 肿瘤 | 江苏天晴 | 1 | 正在进行临床试验 | 2017-11-01 |
| CXSL1700090 | 帕妥珠单抗注射液 | Pertuzumab for injection | 肿瘤 | 江苏天晴 | 2 | 申请临床试验 | 2017-10-16 |
| CXSL1700093 | 利拉鲁肽注射液 | Liraglutide for injection | 糖尿病 | 江苏天晴 | 10 | 申请临床试验 | 2017-09-25 |

资料来源: CFDA, 中金公司研究部

图表 32: 处于不同进展中的在研品种数量 (中国生物制药)



资料来源: CFDA, 中金公司研究部



外延式增长为公司提供额外动力

泰德并购是第一步。2018年1月5日，中国生物制药宣布计划向公司董事长谢小姐以每股12.73港元发行10.13亿股新股，所筹得款项将用于收购北京泰德24%的股权。收购完成后，中国生物制药将持有北京泰德57.6%的股权（此前持股比例为33.6%）。公司向董事长谢小姐发行的新股相当于发行后公司总股本的12.02%。此次交易虽然价格不便宜，但是对中国生物制药的长期发展有利：1）公司股权结构有望得到优化，因为谢氏家族的持股比例将从41.63%上升至48.65%；2）随着北京泰德资产被注入公司，中国生物制药的财务状况以及市值有望得到进一步强化，公司存在被纳入恒生指数的可能性。

图表 33: 收购泰德对中国生物制药的估值影响

| 交易细节 | | | |
|---------------------|--------------|--------------|--------------|
| 新发行股数（百万） | 1,013 | | |
| 发行价格（港币） | 12.73 | | |
| 交易总额（十亿港元） | 12.9 | | |
| 收购股权占比 | 24% | | |
| 北京泰德总体估值（十亿港元） | 53.7 | | |
| | 2017E | 2018E | 2019E |
| 北京泰德隐含市盈率估值 | 40.5x | 32.3x | 27.6x |
| 中国生物制药动态市盈率（1月5日） | 38.9x | 31.3x | 24.6x |
| | 2017E | 2018E | 2019E |
| 中国生物制药每股盈利（交易前，人民币） | 0.30 | 0.37 | 0.47 |
| 中国生物制药每股盈利（交易后，人民币） | 0.30 | 0.36 | 0.46 |
| 每股盈利摊销 | 0% | -1% | -2% |

资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 34: 泰德并表对中国生物制药的财务影响

| 人民币百万 | 2016 | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| 收入(当前预测) | 13,895 | 15,334 | 18,141 | 22,401 |
| YoY | 15% | 10% | 18% | 23% |
| 收入(泰德并表) | 13,895 | 15,334 | 20,228 | 27,284 |
| YoY | 15% | 10% | 32% | 35% |
| 变化(%) | 0.0% | 0.0% | 11.5% | 21.8% |
| 净利润(当前预测) | 1,680 | 2,252 | 2,714 | 3,458 |
| YoY | 13% | 34% | 21% | 27% |
| 净利润(泰德并表) | 1,680 | 2,252 | 2,880 | 3,845 |
| YoY | 13% | 34% | 28% | 34% |
| 变化(%) | 0.0% | 0.0% | 6.1% | 11.2% |
| EPS(当前预测，人民币元) | 0.23 | 0.30 | 0.37 | 0.47 |
| YoY | 13% | 34% | 21% | 27% |
| EPS(当前预测，人民币元) | 0.23 | 0.30 | 0.36 | 0.46 |
| YoY | 13% | 34% | 20% | 25% |
| 变化(%) | 0.0% | 0.0% | -0.7% | -2.2% |

资料来源：公司公告，中金公司研究部；注：我们假设2018年下半年开始并表泰德。

除了对泰德制药的并表，公司会继续收购其他子公司的少数股东权益。2017年10月，公司完成对青岛正大海尔（骨科用药）42%的股权收购，对价为3.52亿元人民币。交易完成后，公司对青岛正大海尔的股权比例上升至93%。此外，公司在外延式发展上也在加大力度，包括对在研产品的收购。



盈利预测与估值

基于对研发管线重新梳理和预测调整，我们上调 2018、2019 年公司整体收入 1.1% 和 4.5% 至 181.41 亿元和 224.01 亿元，上调 2018、2019 年每股盈利预测 0.6% 和 3.4% 至 0.37 元和 0.47 元（不包括泰德并表）。

图表 35: 盈利预期调整

| 人民币 百万 | | 2016A | 2017E | 2018E | 2019E |
|----------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 主营业务收入 | 调整前 | 13,895 | 15,284 | 17,944 | 21,428 |
| | 调整后 | 13,895 | 15,334 | 18,141 | 22,401 |
| | (+/-%) | 0.0% | 0.3% | 1.1% | 4.5% |
| 主营业务成本 | 调整前 | 2,890 | 3,148 | 3,643 | 4,243 |
| | 调整后 | 2,890 | 3,158 | 3,683 | 4,368 |
| | (+/-%) | 0.0% | 0.3% | 1.1% | 3.0% |
| 归属母公司净利润 | 调整前 | 1,680 | 2,245 | 2,699 | 3,339 |
| | 调整后 | 1,680 | 2,252 | 2,714 | 3,454 |
| | (+/-%) | 0.0% | 0.3% | 0.6% | 3.4% |
| 总股本（百万） | 调整前 | 7,412 | 7,412 | 7,412 | 7,412 |
| | 调整后 | 7,412 | 7,412 | 7,412 | 7,412 |
| | (+/-%) | 0.0% | 0.0% | 0.0% | 0.0% |
| 每股收益（元） | 调整前 | 0.23 | 0.30 | 0.36 | 0.45 |
| | 调整后 | 0.23 | 0.30 | 0.37 | 0.47 |
| | (+/-%) | 0.0% | 0.3% | 0.6% | 3.4% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

公司估值：上调目标价 19.0 港元

为反映公司的长期价值，我们使用 DCF 模型对公司进行估值。我们假设加权平均资本成本 (WACC) 为 9.5%，永续增长率为 2.8%，中国生物制药的合理估值预计为每股 19 港元。我们预计 2017 年、2018 年以及 2019 年公司每股盈利有望分别增长 34.0%、20.5% 和 27.3%，达到 0.30 元、0.37 元以及 0.47 元。

我们给予中国生物制药 19 港元的目标价，对应 42 倍 2018 年市盈率，或 1.4 倍 2018 年 PEG。在我们的目标价中，公司现有品种 25 倍 2018 年 P/E，对应整体估值 792 亿港元，占比整体估值 56%；而新产品（包括安罗替尼和替诺福韦）的整体估值为 617 亿港元，占比整体估值 44%。



图表 36: 自由现金流预测

| 自由现金流预测 | 2018E | 2019E | 2020E | 2021E | 2022E | 2023E | 2024E | 2025E | 2026E | 2027E |
|------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|---------------|------------------------|--------------|--------------|---------------|
| 净收入 | 18,141 | 22,401 | 27,529 | 32,731 | 37,874 | 42,901 | 47,347 | 50,541 | 52,905 | 54,031 |
| 同比增长率 | 18.3% | 23.5% | 22.9% | 18.9% | 15.7% | 13.3% | 10.4% | 6.7% | 4.7% | 2.1% |
| 息税前利润 | 4,581 | 5,808 | 7,215 | 8,732 | 10,338 | 11,938 | 13,570 | 15,161 | 16,960 | 19,092 |
| 同比增长率 | 25.8% | 19.0% | 26.8% | 24.2% | 21.0% | 18.4% | 15.5% | 13.7% | 11.7% | 11.9% |
| 息税前利润率 | 25.1% | 25.3% | 25.9% | 26.2% | 26.7% | 27.3% | 27.8% | 28.7% | 30.0% | 32.1% |
| + 折旧和摊销 | 395 | 493 | 612 | 746 | 799 | 940 | 1,111 | 1,302 | 1,510 | 1,729 |
| 息税折旧摊销前利润 | 4,976 | 6,301 | 7,827 | 9,477 | 11,137 | 12,878 | 14,681 | 16,463 | 18,469 | 20,821 |
| - 营运资本变化 | -129 | -269 | -506 | -945 | -916 | -1,196 | -1,638 | -2,391 | -3,449 | -5,164 |
| - 资本支出 | -1,088 | -1,232 | -1,376 | -1,309 | -1,738 | -1,969 | -2,173 | -2,320 | -2,428 | -2,480 |
| - 税 | -727 | -918 | -1,135 | -1,368 | -1,615 | -1,862 | -2,114 | -2,361 | -2,641 | -2,971 |
| 自由现金流 | 3,032 | 3,882 | 4,810 | 5,856 | 6,868 | 7,850 | 8,755 | 9,390 | 9,951 | 10,206 |
| 同比增长率 | | 28.0% | 23.9% | 21.7% | 17.3% | 14.3% | 11.5% | 7.3% | 6.0% | 2.6% |
| 现金流折现分析 | | | | | | 关键假设 | Key assumptions | | | |
| 自由现金流的现值 | 44,254 | | | | | 税率 | Tax rate | | | 14.0% |
| 终值 | 158,494 | | | | | 目标债务水平(D/D+E) | Debt ratio | | | 15.0% |
| 终值的现值 | 70,219 | | | | | 公司股权Beta | Beta | | | 1.35 |
| 企业价值 | 114,474 | | | | | 无风险利率 | Risk free rate | | | 2.8% |
| 净现金/(债务), 少数股东权益 | -1,061 | | | | | 风险溢价 | Risk premium | | | 5.5% |
| 股权价值 | 113,413 | | | | | 股权成本率 | Equity cost | | | 10.2% |
| 目标每股价格(港元) | 19.00 | | | | | 债务成本率 | Debt cost | | | 6.0% |
| | | | | | | 债务成本(税后) | Debt cost (After tax) | | | 5.2% |
| | | | | | | WACC | WACC | | | 9.5% |
| | | | | | | 永续增长率 | Perpetual Growth | | | 2.8% |

资料来源：公司数据、中金公司研究部

图表 37: 估值拆分

| | 2018 EPS (HK\$) | 2018e P/E 倍数 | 每股估值 (港元) | 整体估值 (十亿港元) | 占比整体 估值 | 2016-19 EPS 复合增长 |
|-----------|--------------------|-----------------|--------------|----------------|-------------|---------------------|
| 现有品种 | 0.43 | 25.0x | 10.7 | 79.2 | 56% | 23% |
| 在研品种 | 0.03 | 0.0x | 8.3 | 61.7 | 44% | - |
| 合计 | 0.45 | 41.8x | 19.0 | 140.8 | 100% | 30% |

资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：新产品中包括即将获批的安罗替尼和近期已经获批的替诺福韦



附录：公司历史沿革

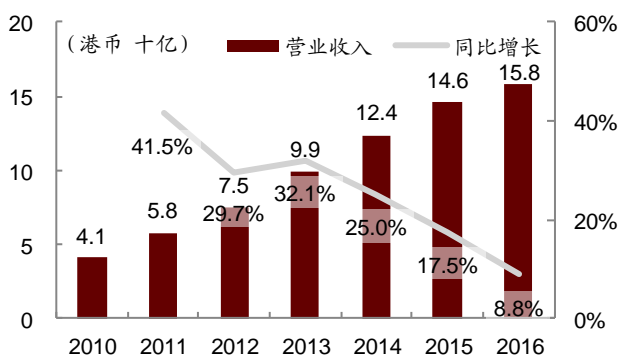
中国生物制药的主体附属公司正大天晴制药创建于1997年。2000年，正大制药集团旗下优质资产以中国生物制药之名登陆港交所创业板，随后在2003年转至港交所主板（股票代码：1177.HK）。中国生物制药及其附属公司是一家综合性兼集团化的制药企业，旗下产品在肝病、心脑血管、肿瘤、镇痛、骨科、抗感染、糖尿病等多个治疗领域处于国内领先地位。截至2016年底，公司员工总人数14,782人，有28个产品年销售过亿港元，肝病用药在中国市场占有率为22.4%。

图表 38：公司历史沿革

| 年份 | 事件 |
|------|---|
| 1994 | 原连云港东风制药总厂更名为江苏天晴制药总厂。 甘利欣（甘草酸二铵胶囊、注射液）上市。 |
| 1997 | 江苏天晴和正大制药集团合资成立正大天晴制药有限公司。 |
| 2000 | 正大制药集团旗下优质资产以中国生物制药有限公司（8027.HK）在港交所创业板上市。 |
| 2001 | 南京正大天晴成立。 |
| 2003 | 中国生物制药（1177.HK）转至港交所主板上市。 中国生物制药收购北京泰德制药35%股权。 |
| 2004 | 唑来磷酸注射液（商品名：天晴依泰）上市，为公司首个肿瘤相关领域药物。 |
| 2006 | 阿德福韦酯胶囊（商品名：名正）上市，为公司抗乙肝病毒产品线首个产品。 |
| 2008 | 化疗止吐重点品种盐酸帕洛诺司琼注射液（商品名：止若）上市。 中国生物制药收购青岛海尔药业51%的股权。 |
| 2013 | 正大天晴连续推出注射用地西他滨（商品名：晴唯可）、甲磺酸伊马替尼胶囊（商品名：格尼可）、达沙替尼片（商品名：依尼舒）三个血液肿瘤治疗药物，高调进军抗肿瘤药物领域。 |
| 2016 | 正大天晴与美国强生签署协议，以总额可高至2.5亿美元的代价将一款乙肝新药的国际开发权授予美国强生。 |
| 2017 | 公司替诺福韦仿制药获CFDA上市批准，成为国内第一个按照一致性评价标准完成临床试验的仿制药产品。 |

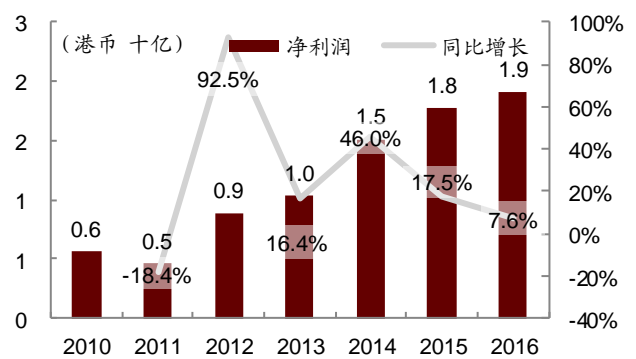
资料来源：公司公告，公司网站，中金公司研究部

图表 39：公司历年收入增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 40：公司历年净利润增长



资料来源：公司数据，中金公司研究部



法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但中国国际金融股份有限公司及其关联机构（以下统称“中金公司”）对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供投资者参考之用，不构成所述证券买卖的出价或征价。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，中金公司不向客户提供税务、会计或法律意见。我们建议所有投资者均就任何潜在投资向其税务、会计或法律顾问咨询。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，中金公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。在不同时期，中金公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

本报告署名分析师可能会不时与中金公司的客户、销售交易人员、其他业务人员或在本报告中针对可能对本报告所涉及的标的证券市场价格产生短期影响的催化剂或事件进行交易策略的讨论。这种短期影响可能与分析师已发布的关于相关证券的目标价预期方向相反，相关的交易策略不同于且也不影响分析师关于其所研究标的证券的基本面评级。

中金公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。中金公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。中金公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

除非另行说明，本报告中所引用的关于业绩的数据代表过往表现。过往的业绩表现亦不应作为日后回报的预示。我们不承诺也不保证，任何所预示的回报会得以实现。分析中所做的回报预测可能是基于相应的假设。任何假设的变化可能会显著地影响所预测的回报。

本报告提供给某接收人仅是基于该接收人被认为有能力独立评估投资风险并就投资决策能行使独立判断。投资的独立判断是指，投资决策是投资者自身基于对潜在投资的机会、风险、市场因素及其他投资考虑而独立做出的。

本报告由受香港证券和期货委员会监管的中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。香港的投资者若有任何关于中金公司研究报告的问题请直接联系中国国际金融香港证券有限公司的销售交易代表。本报告作者所持香港证监会牌照的牌照编号已披露在报告首页的作者姓名旁。

本报告由受新加坡金融管理局监管的中国国际金融（新加坡）有限公司（“中金新加坡”）于新加坡向符合新加坡《证券期货法》定义下的认可投资者及/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第 36 条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告由受金融服务监管局监管的中国国际金融（英国）有限公司（“中金英国”）于英国提供。本报告有关的投资和服务仅向符合《2000 年金融服务和市场法 2005 年（金融推介）令》第 19（5）条、38 条、47 条以及 49 条规定的人士提供。本报告并未打算提供给零售客户使用。在其他欧洲经济区国家，本报告向被其本国认定为专业投资者（或相当性质）的人士提供。

本报告将依据其他国家或地区的法律法规和监管要求于该国家或地区提供本报告。

特别声明

在法律许可的情况下，中金公司可能与本报告中提及公司正在建立或争取建立业务关系或服务关系。因此，投资者应当考虑到中金公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。

与本报告所含具体公司相关的披露信息请访 http://research.cicc.com/disclosure_cn，亦可参见近期已发布的关于该等公司的具体研究报告。

研究报告评级分布可从 <http://www.cicc.com.cn/CICC/chinese/operation/page4-4.htm> 获悉。

个股评级标准：分析员估测未来 6~12 个月绝对收益在 20% 以上的个股为“推荐”、在 -10%~20% 之间的为“中性”、在 -10% 以下的为“回避”。星号代表首次覆盖或再次覆盖。

行业评级标准：“超配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑赢大盘 10% 以上；“标配”，估测未来 6~12 个月某行业表现与大盘的关系在 -10% 与 10% 之间；“低配”，估测未来 6~12 个月某行业会跑输大盘 10% 以上。

本报告的版权仅为中金公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。

V160908
编辑：张莹



北京

中国国际金融股份有限公司
北京市建国门外大街1号
国贸写字楼2座28层
邮编: 100004
电话: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

深圳

中国国际金融股份有限公司深圳分公司
深圳市福田区深南大道7088号
招商银行大厦25楼2503室
邮编: 518040
电话: (86-755) 8319-5000
传真: (86-755) 8319-9229

上海

中国国际金融股份有限公司上海分公司
上海市浦东新区陆家嘴环路1233号
汇亚大厦32层
邮编: 200120
电话: (86-21) 5879-6226
传真: (86-21) 5888-8976

Singapore

China International Capital Corporation (Singapore) Pte. Limited
#39-04, 6 Battery Road
Singapore 049909
Tel: (65) 6572-1999
Fax: (65) 6327-1278

香港

中国国际金融(香港)有限公司
香港中环港景街1号
国际金融中心第一期29楼
电话: (852) 2872-2000
传真: (852) 2872-2100

United Kingdom

China International Capital Corporation (UK) Limited
Level 25, 125 Old Broad Street
London EC2N 1AR, United Kingdom
Tel: (44-20) 7367-5718
Fax: (44-20) 7367-5719

北京建国门外大街证券营业部

北京市建国门外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

上海黄浦区湖滨路证券营业部

上海市黄浦区湖滨路168号
企业天地商业中心3号楼18楼02-07室
邮编: 200021
电话: (86-21) 56386-1195、6386-1196
传真: (86-21) 6386-1180

南京汉中路证券营业部

南京市鼓楼区汉中路2号
亚太商务楼30层C区
邮编: 210005
电话: (86-25) 8316-8988
传真: (86-25) 8316-8397

厦门莲岳路证券营业部

厦门市思明区莲岳路1号
磐基中心商务楼4层
邮编: 361012
电话: (86-592) 515-7000
传真: (86-592) 511-5527

重庆洪湖西路证券营业部

重庆市北部新区洪湖西路9号
欧瑞蓝爵商务中心10层及欧瑞
蓝爵公馆1层
邮编: 401120
电话: (86-23) 6307-7088
传真: (86-23) 6739-6636

佛山季华五路证券营业部

佛山市禅城区季华五路2号
卓远商务大厦一座12层
邮编: 528000
电话: (86-757) 8290-3588
传真: (86-757) 8303-6299

宁波扬帆路证券营业部

宁波市高新区扬帆路999弄5号
11层
邮编: 315103
电话: (86-0574) 8907-7288
传真: (86-0574) 8907-7328

北京科学院南路证券营业部

北京市海淀区科学院南路2号
融科资讯中心B座13层1311单元
邮编: 100190
电话: (86-10) 8286-1086
传真: (86-10) 8286-1106

深圳福华一路证券营业部

深圳市福田区福华一路6号
免税商务大厦裙楼201
邮编: 518048
电话: (86-755) 8832-2388
传真: (86-755) 8254-8243

广州天河路证券营业部

广州市天河区天河路208号
粤海天河城大厦40层
邮编: 510620
电话: (86-20) 8396-3968
传真: (86-20) 8516-8198

武汉中南路证券营业部

武汉市武昌区中南路99号
保利广场写字楼43层4301-B
邮编: 430070
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

天津南京路证券营业部

天津市和平区南京路219号
天津环贸商务中心(天津中心)10层
邮编: 300051
电话: (86-22) 2317-6188
传真: (86-22) 2321-5079

云浮新兴东堤北路证券营业部

云浮市新兴县新城镇东堤北路温氏科技园服务
楼C1幢二楼
邮编: 527499
电话: (86-766) 2985-088
传真: (86-766) 2985-018

福州五四路证券营业部

福州市鼓楼区五四路128-1号恒力城办公楼
38层02-03室
邮编: 350001
电话: (86-591) 8625 3088
传真: (86-591) 8625 3050

上海浦东新区世纪大道证券营业部

上海市浦东新区世纪大道8号
上海国金中心办公楼二期46层4609-14室
邮编: 200120
电话: (86-21) 2057-9499
传真: (86-21) 2057-9488

杭州教工路证券营业部

杭州市教工路18号
世贸丽晶城欧美中心1层
邮编: 310012
电话: (86-571) 8849-8000
传真: (86-571) 8735-7743

成都滨江东路证券营业部

成都市锦江区滨江东路9号
香格里拉办公楼1层、16层
邮编: 610021
电话: (86-28) 8612-8188
传真: (86-28) 8444-7010

青岛香港中路证券营业部

青岛市市南区香港中路9号
香格里拉写字楼中心11层
邮编: 266071
电话: (86-532) 6670-6789
传真: (86-532) 6887-7018

大连港兴路证券营业部

大连市中山区港兴路6号
万达中心16层
邮编: 116001
电话: (86-411) 8237-2388
传真: (86-411) 8814-2933

长沙车站北路证券营业部

长沙市芙蓉区车站北路459号
证券大厦附楼三楼
邮编: 410001
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8446-2455

西安雁塔路证券营业部

西安市雁塔区二环南路西段64号
凯德广场西塔21层02/03号
邮编: 710065
电话: (+86-29) 8648 6888
传真: (+86-29) 8648 6868



CICC
中金公司

