

# 联邦制药

## 拐点显现

首次覆盖

### 投资亮点

首次覆盖联邦制药公司 (03933) 给予推荐评级, 目标价 6.30 港币, 分别对应 2017 和 2018 年预测市盈率 19.3 倍和 15.9 倍。我们坚信未来 12 个月联邦制药将出现估值重估。理由如下:

- ▶ 作为国内唯一一家同时拥有第二代和第三代胰岛素产品的企业, 联邦制药可以很好地受益于糖尿病药物市场的快速增长并有望从跨国公司和国内企业手中抢占市场份额。我们预计 2016-2018 年联邦制药胰岛素业务收入复合增速将达到 46%, 2018 年胰岛素销售额攀升至 11 亿港元。
- ▶ 我们预计抗生素业务将从今年开始出现回升, 主要是由于环保监管力度升级以及医院对抗生素需求出现企稳。我们预计 2016-2018 年公司抗生素业务收入复合增速为 7%, 2018 年抗生素业务的销售额达到 70 亿港元。
- ▶ 另外, 我们认为对制剂研发力度的加强长期将有助于推动公司的可持续增长。

**我们与市场的最大不同?** 我们认为中间体业务回升的持续时间有望超出预期。另外, 我们对胰岛素销售表现更为乐观。

**潜在催化剂:** 胰岛素产品销售表现强劲; 门冬胰岛素获得上市许可; 原料药价格稳定。

### 盈利预测与估值

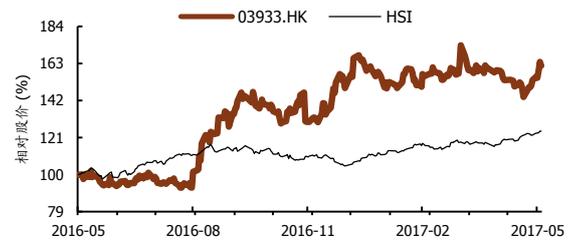
我们预计公司 2017 和 2018 年 EPS 分别为 0.32 和 0.39 港元, CAGR 为 16% (2015-2018 年)。我们基于分部估值法得出目标价 6.3 港元, 其中胰岛素药物业务 2017 和 2018 年目标市盈率分别为 35 倍和 22 倍, 抗生素制成品业务 2017 年目标市盈率 10 倍, 中间体和原料药业务 2017 年目标 EV/EBITDA 6 倍。

### 风险

产品降价; 胰岛素销售和产品上市进度落后预期。

### 首次覆盖推荐

股票代码	03933.HK
评级	* 推荐
最新收盘价	港币 4.78
目标价	港币 6.30
52 周最高价/最低价	港币 5.54~2.87
总市值(亿)	港币 78
30 日日均成交额(百万)	港币 20.47
发行股数(百万)	1,627
其中: 自由流通股(%)	100
30 日日均成交量(百万股)	4.26
主营行业	制药与生物技术



(港币 百万)	2015A	2016A	2017E	2018E
营业收入	7,695	7,063	7,892	8,636
增速	-4.2%	-8.2%	11.7%	9.4%
归属母公司净利润	110	-311	527	642
增速	-83.8%	-382.1%	N.M.	21.7%
每股净利润	0.07	-0.19	0.32	0.39
每股净资产	4.13	3.67	4.00	4.39
每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营现金流	1.11	0.85	0.54	0.64
市盈率	70.5	N.M.	14.8	12.1
市净率	1.2	1.3	1.2	1.1
EV/EBITDA	7.7	9.4	6.6	5.9
股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
平均总资产收益率	0.6%	-1.8%	3.1%	3.7%
平均净资产收益率	1.6%	-4.9%	8.5%	9.4%

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

联系人  
yanyin.zhu@cicc.com.cn  
SAC 执证编号: S0080116040003  
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 (百万港元)	2015A	2016A	2017E	2018E	主要财务比率	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>利润表</b>					<b>成长能力</b>				
营业收入	7,695	7,063	7,892	8,636	营业收入	-4.2%	-8.2%	11.7%	9.4%
营业成本	-4,733	-4,546	-4,784	-5,147	营业利润	-22.1%	-44.0%	85.6%	14.4%
营业费用	-1,290	-1,236	-1,342	-1,485	EBITDA	-7.6%	-22.1%	39.9%	8.4%
管理费用	-734	-711	-750	-829	净利润	-83.8%	-382.1%	N.M.	21.7%
其他	0	0	0	0	<b>盈利能力</b>				
营业利润	864	484	898	1,027	毛利率	38.5%	35.6%	39.4%	40.4%
财务费用	-350	-272	-272	-263	营业利润率	11.2%	6.9%	11.4%	11.9%
其他利润	-280	-366	77	91	EBITDA 利润率	21.8%	18.5%	23.2%	23.0%
利润总额	235	-155	703	856	净利润率	1.4%	-4.4%	6.7%	7.4%
所得税	-125	-157	-176	-214	<b>偿债能力</b>				
少数股东损益	0	0	0	0	流动比率	0.68	0.86	0.96	1.08
归属母公司净利润	110	-311	527	642	速动比率	0.51	0.71	0.79	0.88
EBITDA	1,678	1,308	1,829	1,983	现金比率	0.13	0.27	0.28	0.31
扣非后净利润	410	-13	527	642	资产负债率	61.4%	64.2%	62.4%	59.4%
<b>资产负债表</b>					净债务资本比率	76.1%	76.3%	66.9%	56.3%
货币资金	1,115	1,983	2,086	2,217	<b>回报率分析</b>				
应收账款及票据	2,195	2,180	2,709	2,970	总资产收益率	0.6%	-1.8%	3.1%	3.7%
存货	1,415	1,072	1,287	1,448	净资产收益率	1.6%	-4.9%	8.5%	9.4%
其他流动资产	1,036	1,167	1,167	1,167	<b>每股指标</b>				
流动资产合计	5,761	6,402	7,250	7,803	每股净利润 (港元)	0.07	-0.19	0.32	0.39
固定资产及在建工程	9,264	8,201	7,870	7,535	每股净资产 (港元)	4.13	3.67	4.00	4.39
无形资产及其他长期资产	2,383	2,066	2,149	2,234	每股股利 (港元)	0.00	0.00	0.00	0.00
非流动资产合计	11,647	10,267	10,019	9,768	每股经营现金流 (港元)	1.11	0.85	0.54	0.64
资产合计	17,408	16,669	17,269	17,571	<b>估值分析</b>				
短期借款	4,809	4,031	3,931	3,731	市盈率	70.5	N.M.	14.8	12.1
应付账款	3,295	3,320	3,492	3,353	市净率	1.2	1.3	1.2	1.1
其他流动负债	354	128	128	128	EV/EBITDA	7.7	9.4	6.6	5.9
流动负债合计	8,458	7,479	7,551	7,212	股息收益率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
长期借款	1,420	2,506	2,506	2,506					
非流动负债合计	2,231	3,217	3,217	3,217					
负债合计	10,689	10,696	10,768	10,429					
股本	16	16	16	16					
未分配利润	6,702	5,957	6,484	7,126					
股东权益合计	6,719	5,973	6,501	7,142					
负债及股东权益合计	17,408	16,669	17,269	17,571					
<b>现金流量表</b>									
税前利润	235	-155	703	856					
折旧和摊销	814	824	931	955					
营运资本变动	431	430	-572	-561					
其他	330	276	-176	-214					
经营活动现金流	1,810	1,376	887	1,036					
资本开支	-772	-541	-683	-705					
其他	397	-36	0	0					
投资活动现金流	-375	-577	-683	-705					
股权融资	0	0	0	0					
银行借款	-870	-304	-100	-200					
其他	-408	455	0	0					
筹资活动现金流	-1,278	151	-100	-200					
汇率变动对现金的影响	-45	-82	0	0					
现金净增加额	156	950	103	131					

资料来源：公司数据，中金公司研究部

## 公司简介

联邦制药主要从事抗生素产品和胰岛素产品的研发、生产和销售。公司从生物发酵开始到医药中间体、原料药、药物制剂形成生产垂直一体化的生产经营模式。联邦制药从2011年开始销售胰岛素，拥有一系列二代和三代胰岛素产品。公司在香港、广东、内蒙古等地拥有6家生产基地。公司于1990年成立于香港，并于2007年在港交所上市。



## 目录

<b>投资亮点</b> .....	<b>5</b>
胰岛素业务快速增长.....	5
抗生素：环保监管力度升级带来发展机遇.....	5
<b>胰岛素业务快速增长</b> .....	<b>6</b>
我国糖尿病药物市场规模庞大，增速较高.....	6
胰岛素类似物是胰岛素市场增长的主要驱动力.....	8
我国胰岛素市场竞争格局与潜在产品.....	11
<b>抗生素业务有望在 2017 年出现回升</b> .....	<b>14</b>
6-APA：联邦制药主要的中间体产品.....	16
半合成青霉素：原料药业务业绩占比最高.....	19
抗生素成品药：非胰岛素药物中的主要贡献力量.....	20
<b>投入更多研发资源用于攻克成品药</b> .....	<b>22</b>
<b>财务业绩展望</b> .....	<b>23</b>
收入增长预测.....	23
利润率分析.....	25
营运资本分析与其它.....	25
<b>首次覆盖联邦制药，给予推荐评级，目标价 6.3 港元</b> .....	<b>27</b>
每股合理价值 6.3 港元，对应 2017 年预测市盈率 19.3 倍.....	27
基于 DCF 估值方法（假设加权平均资本成本为 7.6%），我们测算出公司每股合理价值为 6.37 港元.....	28
<b>风险</b> .....	<b>30</b>
公司层面风险.....	30
行业层面风险.....	30
<b>附录：公司简介</b> .....	<b>31</b>
公司发展历程.....	31
生产基地产能.....	31
股权结构.....	32

## 图表

图表 1：收入拆分（2014-18e）.....	5
图表 2：利润拆分（2014-18e）.....	5
图表 3：联邦制药胰岛素业务收入增长（2011-18e）.....	6
图表 4：联邦制药胰岛素业务收入拆分（2016-18e）.....	6
图表 5：联邦制药胰岛素产品线.....	6
图表 6：中国糖尿病相关药物增长（2006-16，样本医院数据）.....	7
图表 7：中国糖尿病药物市场拆分（2016，样本医院数据）.....	7
图表 8：中国糖尿病病人增长（2000-40e）.....	7
图表 9：中国糖尿病治疗不足（2015）.....	7
图表 10：中国糖尿病患病率（2003-15）.....	8
图表 11：各国家或地区的糖尿病患病率（2015）.....	8
图表 12：中美 2 型糖尿病的治疗方案对比.....	8
图表 13：中国胰岛素类药物销售增长（2006-16，样本医院数据）.....	9
图表 14：中国胰岛素类药物市场拆分（2016，样本医院数据）.....	9
图表 15：中国胰岛素类似物销售增长（2006-16，样本医院数据）.....	9



图表 16: 中国胰岛素类似物市场拆分 (2016, 样本医院数据)	9
图表 17: 胰岛素治疗费用估计	10
图表 18: 新旧国家医保目录中糖尿病治疗对比	10
图表 19: 甘精胰岛素招标价格对比 (全国最低价)	11
图表 20: 人胰岛素招标价格对比 (全国最低价)	11
图表 21: 已获 CFDA 批准的胰岛素类产品	11
图表 22: 胰岛素治疗的竞争格局 (2016)	12
图表 23: 跨国/本土厂商的增长对比 (2005-16)	12
图表 24: 人胰岛素的竞争格局 (2016)	12
图表 25: 胰岛素类似物的竞争格局 (2005-16)	12
图表 26: 国内厂商胰岛素类产品管线	13
图表 27: 联邦制药抗生素业务收入增长 (2011-2018e)	14
图表 28: 联邦制药抗生素业务收入拆分 (2016)	14
图表 29: 联邦制药主要抗生素产品	14
图表 30: 联邦制药抗生素生产流程	15
图表 31: 联邦制药 6-APA 收入增长 (2011-2018e)	16
图表 32: 联邦制药 6-APA 收入贡献 (2011-18e)	16
图表 33: 6-APA 市场份额 (以产能计, 2016e)	16
图表 34: 6-APA 在中国市场的供需预测 (2017e)	16
图表 35: 6-APA 产能情况 (2016, 吨)	17
图表 36: 6-APA 国内价格	17
图表 37: 6-APA 出口价格	17
图表 38: 联邦制药 6-APA 成本拆分 (2016)	18
图表 39: 国内玉米平均价格	18
图表 40: 国内平均煤价 (2016)	18
图表 41: 华北地区平均煤价	18
图表 42: 6-APA 价格与中间体产品息税前利润率的关系	18
图表 43: 2017 年 6-APA 价格敏感性分析	19
图表 44: 半合成青霉素的收入增长 (2011-18e)	19
图表 45: 半合成青霉素的收入贡献 (2011-18e)	19
图表 46: 阿莫西林原料药国内平均价格	20
图表 47: 阿莫西林原料药出口平均价格	20
图表 48: 非胰岛素成品药的收入增长 (2012-18e)	20
图表 49: 非胰岛素成品药的收入贡献 (2012-18e)	20
图表 50: 联邦制药抗生素类成品药主要产品	21
图表 51: 中国抗生素工业增长	21
图表 52: 中国抗生素各品种的增长	21
图表 53: 联邦制药主要产品管线	22
图表 54: 联邦制药收入拆分 (2013-2018e)	24
图表 55: 各项费用占收入比 (2013-18e)	25
图表 56: 利润率预测 (2013-18e)	25
图表 57: 关键比率	25
图表 58: 公司财务数据 (2013-2018e)	26
图表 59: 分部估值预测	27
图表 60: 自由现金流预测	28
图表 61: 关键假设和 DCF 分析	28
图表 62: DCF 估值	28
图表 63: P/E 和 P/B 区间	29
图表 64: 可比公司估值表 (截至 2017 年 5 月 18 日)	29
图表 65: 公司发展历程	31
图表 65: 公司的六个生产基地	31
图表 67: 股权结构及主要子公司 (2016)	32



## 投资亮点

### 胰岛素业务快速增长

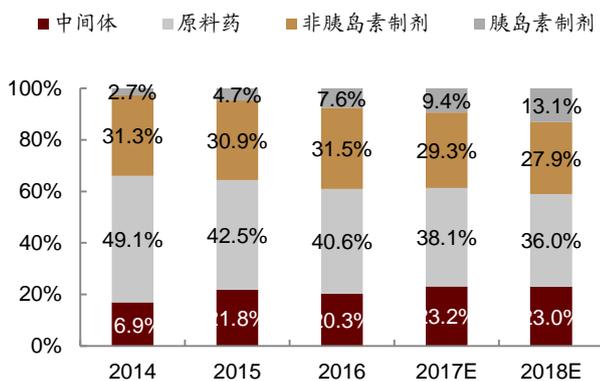
联邦制药是我国国内第一家同时拥有第二代和第三代胰岛素产品的企业，目前来看我们更加看好公司的胰岛素业务增长前景。我们需要指出的是我国胰岛素市场竞争格局明显好于其它多数治疗性药物。尤其是甘精胰岛素（按销售额衡量，甘精胰岛素是我国最大的胰岛素产品）市场中获得上市许可的企业只有三家：赛诺菲、甘李药业和联邦制药。在医保资金日趋紧张背景下，我们相信联邦制药等国内企业有望凭借其定价和成本优势从跨国公司手中抢占市场份额。来自PDB（中国医药工业信息中心）的统计数据显示，2016年跨国公司在我国胰岛素类似物和人胰岛素市场中的份额分别达到91%和70%。我们认为，在甘精胰岛素2017年5月份上市以及门冬胰岛素有望在2018年上市两者推动下，联邦制药未来几年收入增速和利润率有望出现快速攀升。我们预计2016-2018年胰岛素业务收入复合增速将达到46%，2018年胰岛素销售额攀升至11亿港元。预计此项业务收入占比将从2015年的4.7%上升至13.1%，净利润占比从10.6%大幅攀升至36.3%。

### 抗生素：环保监管力度升级带来发展机遇

公司的抗生素业务在过去几年由于限制使用而表现不佳。不过，我们预计今年有望出现回升。主要理由包括：（1）我们认为公司中间体产品2017年量价齐升，因为环保检查力度加强可能会导致竞争对手被迫停产；（2）原料药和成品药方面，我们预计在医院对抗生素需求企稳推动下2017年有望出现稳定增长。我们预计2016-2018年公司抗生素业务收入复合增速为7%，2018年抗生素销售额达到70亿港元，收入占比将从2015年的88.8%降至2018年的81.5%。

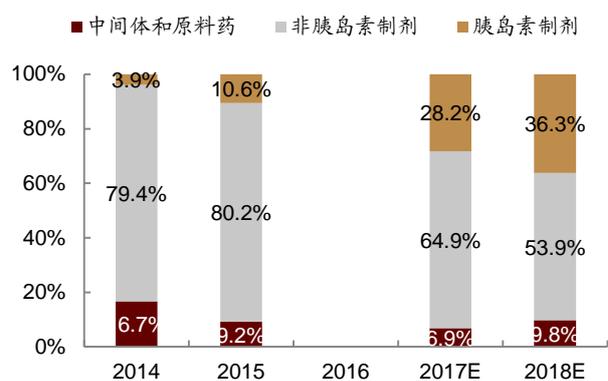
另外，联邦制药正投入更大资源用于产品研发，此举将助力公司长期持续增长。

图表1：收入拆分（2014-18e）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表2：利润拆分（2014-18e）



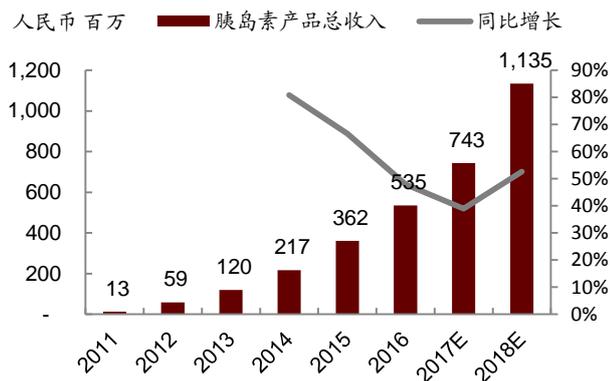
资料来源：公司数据，中金公司研究部；注：由于2016年净亏损，所以利润拆分未展示。



## 胰岛素业务快速增长

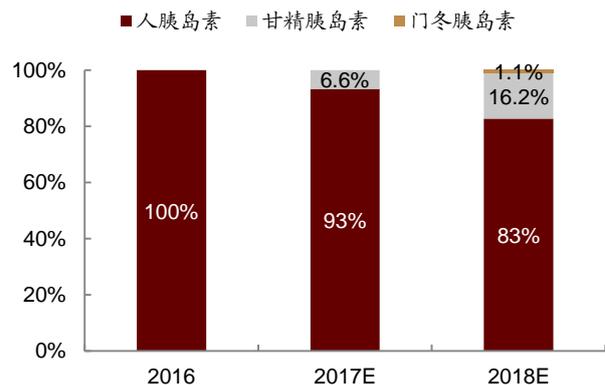
考虑到甘精胰岛素今年上市，目前我们更看好公司的胰岛素业务。我们需要强调的是我国糖尿病治疗药物市场潜力巨大，而市场竞争并不激烈。随着第三代胰岛素产品的上市，我们预计 2016-2018 年公司的胰岛素业务收入复合增速将达到 46%，2018 年胰岛素销售额攀升至 11 亿港元。预计 2018 年此项业务收入占比将从 2015 年的 4.7% 上升至 13.1%。

图表 3：联邦制药胰岛素业务收入增长（2011-18e）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 4：联邦制药胰岛素业务收入拆分（2016-18e）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

需要指出的是联邦制药是目前国内第一家也是唯一一家同时拥有人胰岛素（第二代）和胰岛素类似物（第三代）胰岛素产品的企业。2009-2011 年，公司获得四款人胰岛素上市许可，2017 年 1 月再度获得甘精胰岛素上市许可。甘精胰岛素方面，联邦制药拥有预填充和笔芯两种规格，因此在药品招标方面与甘李药业相比存在一定优势。目前，公司已经在福建、重庆、黑龙江和湖南四省成功中标。另外，公司已经完成了门冬胰岛素临床试验，预计很快会提交生产许可。

图表 5：联邦制药胰岛素产品线

药品通用名	商品名	商品名 (英文)	描述
甘精胰岛素注射液	优乐灵	USLEN	长效胰岛素类似物（预填充规格和笔芯规格）
重组人胰岛素注射液	优思灵®R	USLIN®R	短时效胰岛素
精蛋白重组人胰岛素注射液	优思灵®N	USLIN®N	中时效胰岛素
精蛋白重组人胰岛素混合注射液（50/50）	优思灵®50R	USLIN®30R	含有 50% 重组人胰岛素注射液和 50% 精蛋白重组人胰岛素注射液
精蛋白重组人胰岛素混合注射液（30/70）	优思灵®30R	USLIN®50R	含有 30% 重组人胰岛素注射液和 70% 精蛋白重组人胰岛素注射液

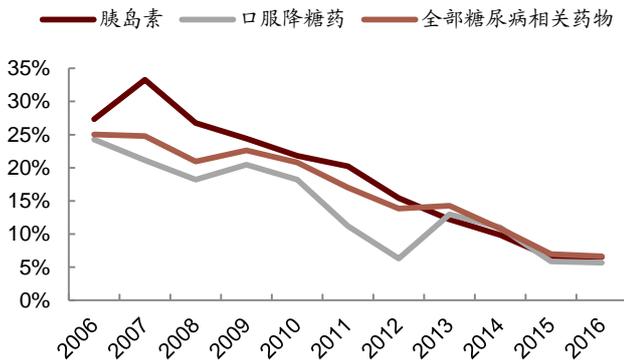
资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 我国糖尿病药物市场规模庞大，增速较高

我们估计 2016 年我国糖尿病药物市场规模（医院和零售渠道均包括在内）达到 460 亿元，2011-2016 年年均复合增速为 10.5%。来自 PDB 的数据显示，虽然近年来胰岛素销售增速持续放缓，但胰岛素仍然是我国糖尿病药物市场中的最大产品，2016 年市场占有率达到 36%。另外，DPP-IV 抑制剂和 GLP-1 类似物等新的治疗方式在国内尚处于早期阶段，2016 年 DPP-IV 抑制剂和 GLP-1 类似物销售增速高达 26%。我们认为我国糖尿病药物市场的主要增长驱动力包括：（1）糖尿病病人基数较大，而且还在不断增长；（2）现有糖尿病病人中治疗比率较低；（3）人口老龄化和生活方式发生改变。

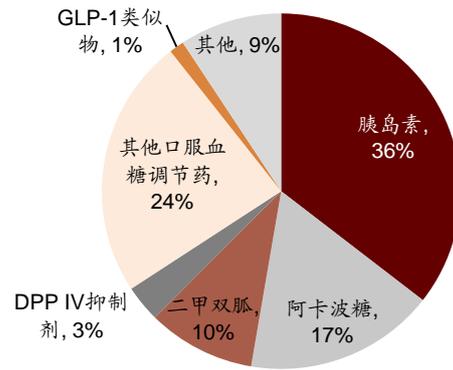


图表6：中国糖尿病相关药物增长（2006-16，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

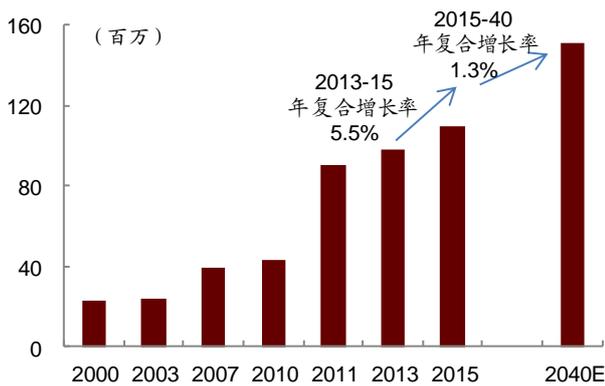
图表7：中国糖尿病药物市场拆分（2016，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

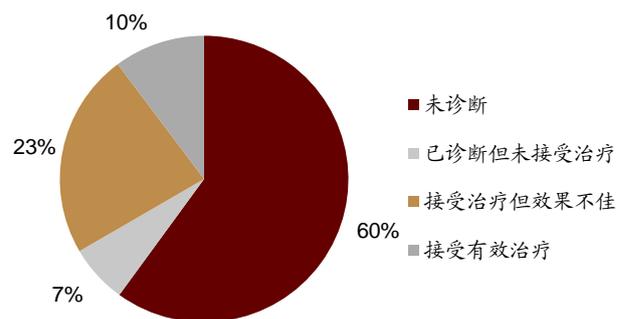
来自国际糖尿病联合会（International Diabetes Federation）的数据显示，2015年我国糖尿病患者达到1.096亿，2013-2015年期间年均复合增速5.5%。我们估计其中选择治疗的病人比例约为33%，而有效治疗比例仅为10%。

图表8：中国糖尿病患者增长（2000-40e）



资料来源：IDF，中金公司研究部

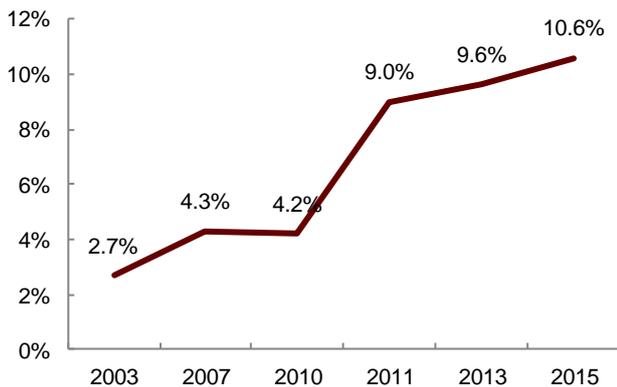
图表9：中国糖尿病治疗不足（2015）



资料来源：国家卫计委，中金公司研究部

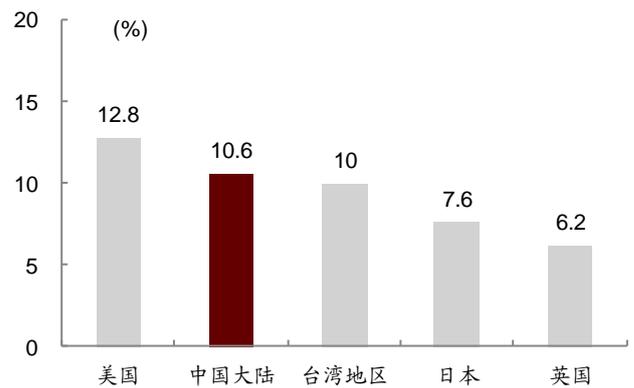


图表 10：中国糖尿病患病率（2003-15）



资料来源：IDF，中金公司研究部

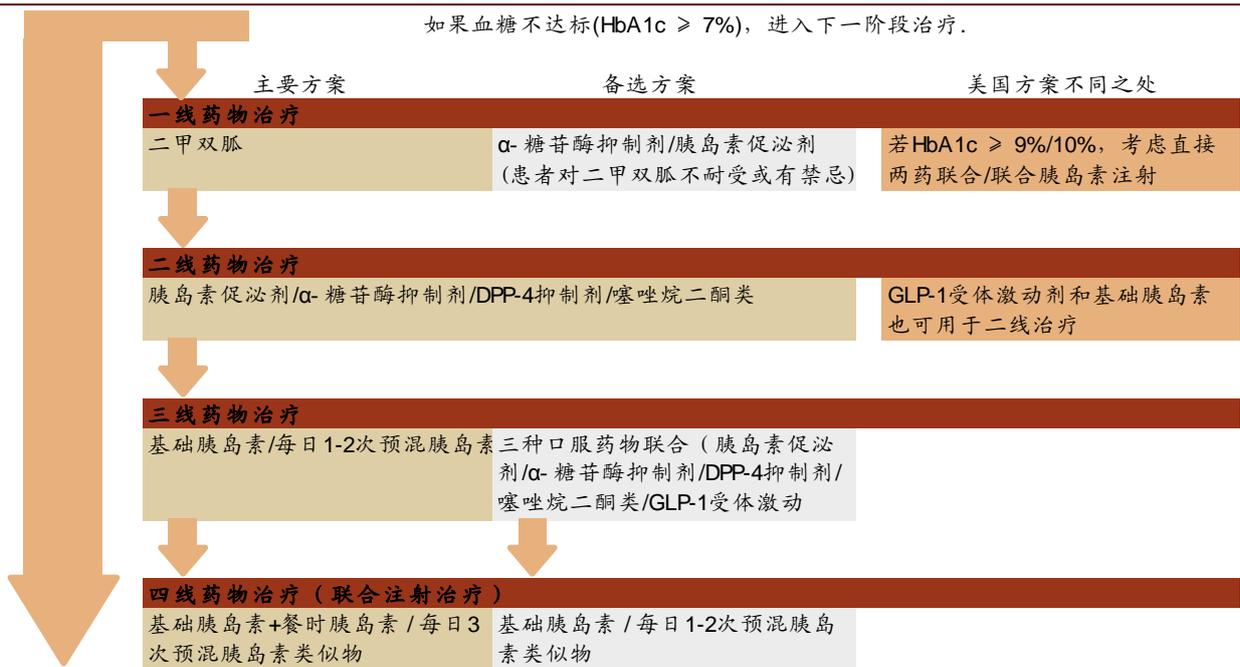
图表 11：各国家或地区的糖尿病患病率（2015）



资料来源：IDF，中金公司研究部

我们认为，我国胰岛素市场仍然具有巨大的增长潜力。从治疗的临床指南来看，不同于美国，胰岛素在一定情况下可直接作为一线药物治疗，国内胰岛素治疗通常是三线 and 四线治疗。

图表 12：中美 2 型糖尿病的治疗方案对比



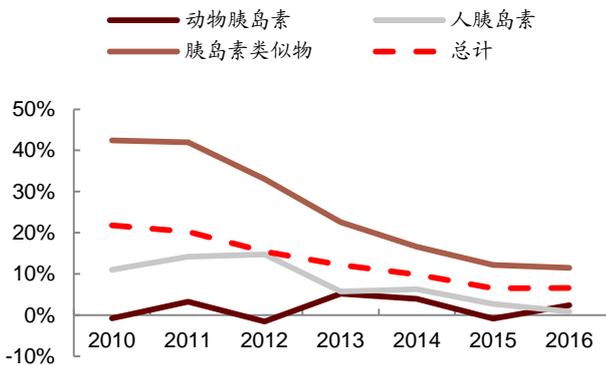
资料来源：中华医学会糖尿病学分会，美国糖尿病协会，中金公司研究部

### 胰岛素类似物是胰岛素市场增长的主要驱动力

我们估计 2016 年整体胰岛素市场规模达到 166 亿元，2011-2016 年期间年均复合增速为 10%。我们认为胰岛素类似物是主要推动力，占到整体胰岛素市场的 68%。2011-2016 年胰岛素类似物收入年均复合增速达到 19%。需要指出的是，由于我们的样本医院数据主要包括大型三甲医院，数据可能低估了人胰岛素实际销售增速。

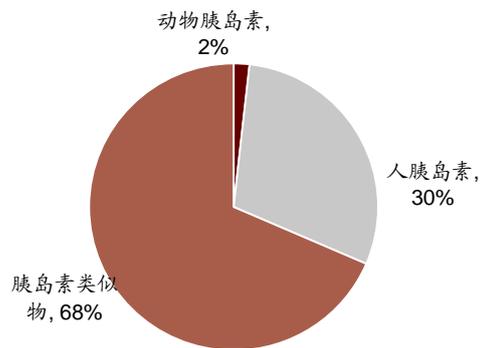


图表 13：中国胰岛素类药物销售增长（2006-16，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

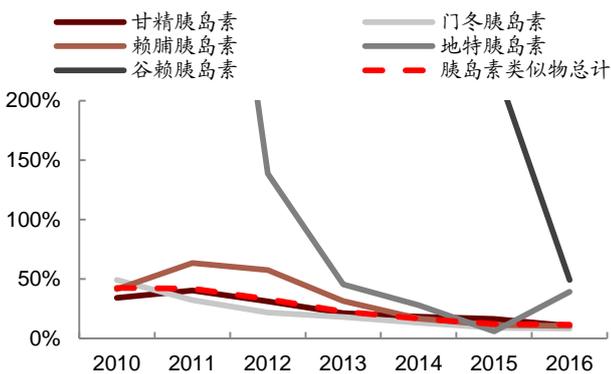
图表 14：中国胰岛素类药物市场拆分（2016，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

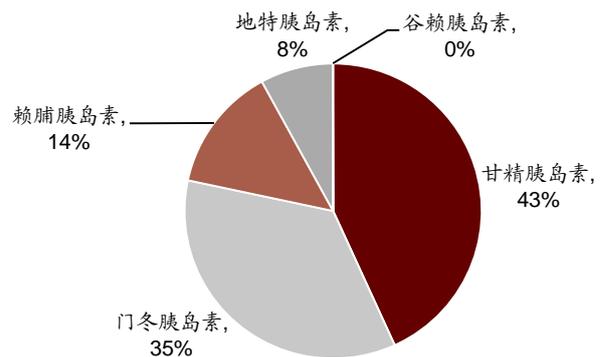
在胰岛素类似物中，甘精胰岛素和门冬胰岛素是最大的两种药物，2016年在胰岛素类似物销售额中分别占到43%和35%。另外，2016年地特胰岛素和赖谷胰岛素表现强劲，增速分别高达39%和49%。

图表 15：中国胰岛素类似物销售增长（2006-16，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 16：中国胰岛素类似物市场拆分（2016，样本医院数据）



资料来源：PDB，中金公司研究部

由于胰岛素类似物疗效上优于人胰岛素而且在纳入医保目录后患者对价格承受力提升，我们预计未来几年胰岛素类似物将保持强劲增长趋势。如果我们从胰岛素种类角度来看，甘精胰岛素每年治疗成本与人胰岛素相比高出45%-70%。不过，假设医保目录中乙类药物的报销比例为70%，病人如果选择甘精胰岛素只需花费791-893元。我们认为这一消费水平对我国城镇地区许多病人和农村地区部分病人来说是可以承受的。



下表整理了基于不同生产企业我们估计的胰岛素治疗费用。

图表 17：胰岛素治疗费用估计

生产企业	每年花费 (元)	剂型	价格 (全国最低中标价)	日估计用量
<b>甘精胰岛素（填充注射笔）</b>				
联邦制药	3,516	3ml:300IU	144.50	20IU
甘李药业	3,516	3ml:300IU	144.50	20IU
赛诺菲	3,969	3ml:300IU	163.10	20IU
<b>重组人胰岛素（30/70预混）</b>				
联邦制药	2,079	3ml:300IU	42.71	40IU
通化东宝	2,102	3ml:300IU	43.20	40IU
礼来	2,390	3ml:300IU	49.11	40IU
诺和诺德	2,747	3ml:301IU	56.45	40IU

资料来源：各省招标网站，中金公司研究部；注：由于各省价格不同，我们使用全国最低中标价预测。

我们在下表中整理出了新旧国家医保目录中糖尿病治疗对比情况。

图表 18：新旧国家医保目录中糖尿病治疗对比

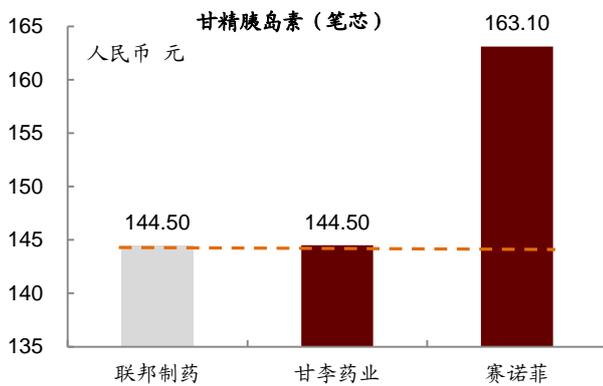
药物分类	药物名	药物名（英文）	剂型	2017国家医保目录纳入情况	2009国家医保目录纳入情况	变化
胰岛素	动物源效胰岛素	Animal insulin	注射剂	甲类	甲类	
胰岛素	重组人胰岛素	Human insulin	注射剂	甲类	乙类	升级为甲类
胰岛素	胰岛素类似物	Insulin analogue	注射剂	乙类：限 I 型糖尿病患者；其他短效胰岛素和口服药难以控制的 II 型糖尿病患者	乙类：限 I 型糖尿病患者	覆盖范围扩大至 II 型糖尿病
双胍类	二甲双胍	Metformin	口服（常释）	甲类	甲类	
双胍类	二甲双胍	Metformin	口服（缓释控释）	乙类	乙类	
磺酰脲类衍生物	格列本脲	Glibenclamide	口服（常释）	甲类	甲类	
磺酰脲类衍生物	格列吡嗪	Glipizide	口服（常释）	甲类	甲类	
磺酰脲类衍生物	格列吡嗪	Glipizide	口服（缓释控释）	乙类	乙类	
磺酰脲类衍生物	格列美脲	Glimepiride	口服（常释）	甲类	乙类	
磺酰脲类衍生物	格列喹酮	Gliquidone	口服（常释）	乙类	乙类	
磺酰脲类衍生物	格列齐特	Gliclazide	口服（常释/缓释控释）	乙类	乙类	
磺酰脲类衍生物	格列齐特 II	Gliclazide II	口服（常释）	乙类	无	新增
α-葡萄糖苷酶抑制剂	阿卡波糖	Acarbose	口服（常释）	甲类	乙类	升级为甲类
α-葡萄糖苷酶抑制剂	伏格列波糖	Voglibose	口服（常释）	乙类	乙类	
α-葡萄糖苷酶抑制剂	米格列醇	Miglitol	口服（常释）	乙类	无	
噻唑啉二酮类	吡格列酮	Pioglitazone	口服（常释）	乙类	乙类：限不适用胰岛素和其他口服降糖药的患者	取消限制
噻唑啉二酮类	罗格列酮	Rosiglitazone	口服（常释）	乙类	乙类：限不适用胰岛素和其他口服降糖药的患者	取消限制
DPP-4抑制剂	阿格列汀	Alogliptin	口服（常释）	乙类	无	新增
DPP-4抑制剂	利格列汀	Linagliptin	口服（常释）	乙类	无	新增
DPP-4抑制剂	沙格列汀	Saxagliptin	口服（常释）	乙类	无	新增
DPP-4抑制剂	维格列汀	Vildagliptin	口服（常释）	乙类	无	新增
DPP-4抑制剂	西格列汀	Sitagliptin	口服（常释）	乙类	无	新增
其它	米格列奈钙	Mitiglinide calcium	口服（常释）	乙类	无	新增
其它	那格列奈	Nateglinide	口服（常释）	乙类	乙类	
其它	瑞格列奈	Repaglinide	口服（常释）	乙类	乙类	

资料来源：国家人力资源和社会保障部，中金公司研究部



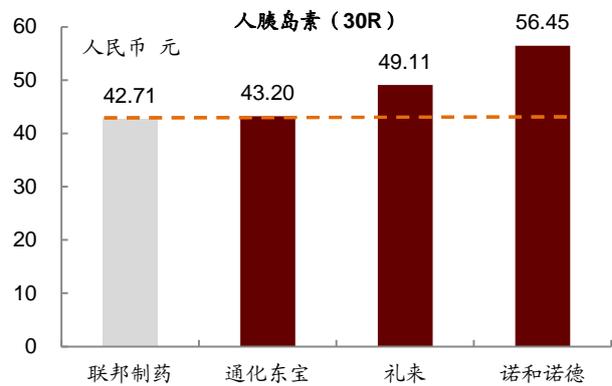
另外，我们预计在社保资金日趋紧张背景下进口替代步伐将有所加快。年度治疗成本方面，跨国公司胰岛素产品价格与国内企业相比高出13%-32%。

图表 19：甘精胰岛素招标价格对比（全国最低价）



资料来源：各省招标网站，中金公司研究部

图表 20：人胰岛素（30R）招标价格对比（全国最低价）



资料来源：各省招标网站，中金公司研究部

### 我国胰岛素市场竞争格局与潜在产品

我们认为第三代胰岛素产品竞争格局好于第二代。目前国内市场中，有四家跨国公司和七家国内企业拥有人胰岛素产品，但国内只有三家外资企业和两家国内企业销售胰岛素类似物。更重要的是，国内企业增速明显高于外资企业，主要是由于国内企业销售基数和产品价格较低。目前跨国公司占有84%的市场份额，因此我们看好国内企业的增长空间。

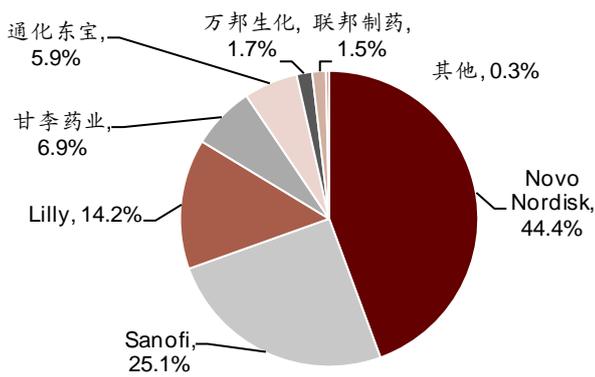
图表 21：已获CFDA批准的胰岛素类产品

药物	描述	注射频率	跨国厂商	国内厂商
动物胰岛素	第1代胰岛素，由动物体内提取	一天2-3次	无	万邦等（共7家）
重组人胰岛素	第2代胰岛素，利用重组基因技术合成	一天2-3次	礼来，诺华，拜耳，Bioton	联邦，通化东宝，万邦，深圳科兴（共7家）
甘精胰岛素	第3代长效胰岛素类似物	一天1次	赛诺菲	联邦、甘李
地特胰岛素	第3代长效胰岛素类似物	一天1-2次	诺华	无
赖脯胰岛素	第3代短效胰岛素类似物	一天1-3次	礼来	甘李
门冬胰岛素	第3代短效胰岛素类似物	一天2-3次	诺华	无
谷赖胰岛素	第3代短效胰岛素类似物	一天2-3次	赛诺菲	无

资料来源：CFDA，中金公司研究部

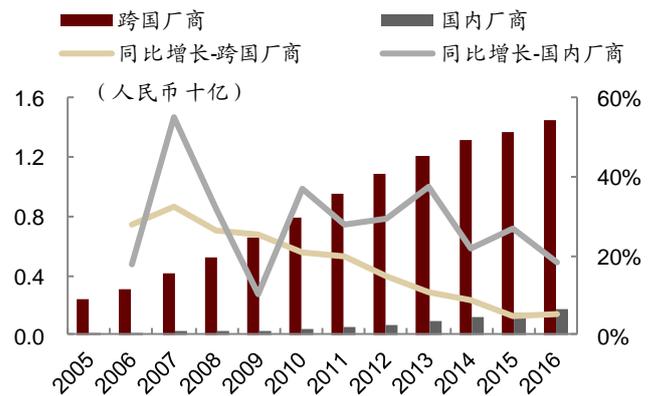


图表 22：胰岛素治疗的竞争格局（2016）



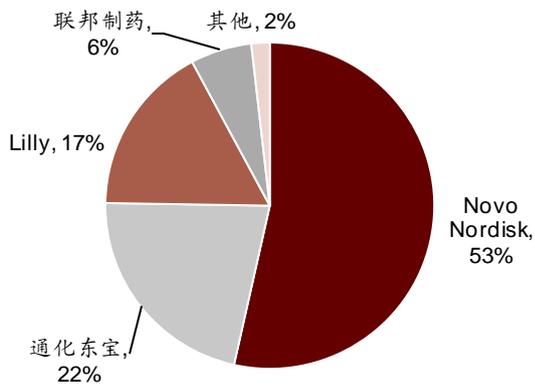
资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 23：跨国/本土厂商的增长对比（2005-16）



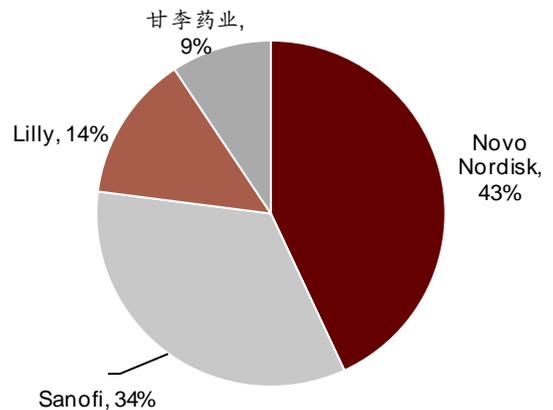
资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 24：人胰岛素的竞争格局（2016）



资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 25：胰岛素类似物的竞争格局（2005-16）



资料来源：PDB，中金公司研究部



我们在下表中整理出了国内企业的胰岛素类产品管线数据,从中可以看出联邦制药的  
 门冬胰岛素和地特胰岛素在管线进度中位居前列。

图表 26: 国内厂商胰岛素类产品管线

申请编号	药品名	药品名(英文)	药品类型	公司	进度	进度更新时间
CXSS1400015	精蛋白重组人胰岛素注射液(预混30R)	Premixed Protamine Recombinant Human Insulin 30R	治疗用生物制品15	甘李药业	生产批件在审评	2015-1-19
CXSS1500016	重组人胰岛素注射液	Recombinant Human Insulin	治疗用生物制品15	合肥天麦	生产批件在审评	2015-9-11
CXSL0900023	30/70混合重组人胰岛素注射液	Premixed Recombinant Human Insulin 30/70	治疗用生物制品15	公司H	已发临床批件	2011-8-3
CXSL1200023	精蛋白重组人胰岛素注射液	Isophane Protamine Recombinant Human Insulin Injection	治疗用生物制品15	公司H	已发临床批件	2014-7-24
CXSL1200022	重组人胰岛素注射液	Recombinant Human Insulin	治疗用生物制品15	公司H	已发临床批件	2014-7-24
CXSL1200079	精蛋白重组人胰岛素注射液	Isophane Protamine Recombinant Human Insulin Injection	治疗用生物制品15	合肥天麦	已发临床批件	2014-10-24
CXSL1200084	重组人胰岛素注射液	Recombinant Human Insulin	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2015-1-15
CXSL1200105	精蛋白重组人胰岛素注射液(预混50/50)	Premixed Protamine Recombinant Human Insulin 50/50	治疗用生物制品15	合肥天麦	已发临床批件	2015-2-25
CXSL1200106	精蛋白重组人胰岛素注射液(预混30/70)	Premixed Protamine Recombinant Human Insulin 30/70	治疗用生物制品15	合肥天麦	已发临床批件	2015-2-25
CXSL1300014	精蛋白重组人胰岛素注射液	Isophane Protamine Recombinant Human Insulin Injection	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2016-8-1
CXSL1300015	精蛋白重组人胰岛素注射液(预混30R)	Premixed Protamine Recombinant Human Insulin 30R	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2016-8-4
CXSL1400058	聚乙二醇化重组人胰岛素注射液	PEG-Recombinant Human Insulin	治疗用生物制品1	重庆富进	已发临床批件	2016-12-30
CXSL1200108	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	通化东宝	已发临床批件	2014-6-17
CXSL1300007	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	万邦生化	已发临床批件	2016-1-13
CXSL1400035	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2016-8-1
CXSL1600006	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	公司H	已发临床批件	2017-1-11
CXSL1500050	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	辽宁博整生物	已发临床批件	2017-4-7
CXSL1700016	甘精胰岛素	Insulin glargine	治疗用生物制品15	合肥天麦	临床申请在审评	2017-3-29
CXSS1400003	门冬胰岛素30	Insulin aspart 30	治疗用生物制品15	甘李药业	上市申请在审评	2014-12-24
CXSL1100008	门冬胰岛素	Insulin aspart	治疗用生物制品15	联邦制药	已发临床批件	2013-4-11
CXSL1100007	门冬胰岛素30	Insulin aspart 30	治疗用生物制品15	联邦制药	已发临床批件	2013-4-11
CXSL1200104	门冬胰岛素	Insulin aspart	治疗用生物制品15	通化东宝	已发临床批件	2015-1-7
CXSL1400032	门冬胰岛素	Insulin aspart	治疗用生物制品15	公司H	已发临床批件	2016-5-19
CXSL1300078	门冬胰岛素30	Insulin aspart 30	治疗用生物制品15	通化东宝	已发临床批件	2016-1-14
CXSL1300079	门冬胰岛素50	Insulin aspart 50	治疗用生物制品15	通化东宝	已发临床批件	2016-1-14
CXSL1400055	门冬胰岛素50	Insulin aspart 50	治疗用生物制品15	甘李药业	已发临床批件	2016-5-19
CXSL1500063	门冬胰岛素	Insulin aspart	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2017-4-7
CXSL1500127	门冬胰岛素30	Insulin aspart 30	治疗用生物制品15	公司D	已发临床批件	2017-4-20
CXSS1500012	赖脯胰岛素	Insulin lispro	治疗用生物制品15	万邦生化	撤回临床自查	2016-2-5
CXSL1400056	精蛋白锌赖脯胰岛素50R	Protamine zinc insulin lispro (50R)	治疗用生物制品6	甘李药业	已发临床批件	2016-5-19
CXSL1500002	精蛋白锌赖脯胰岛素50R	Protamine zinc insulin lispro (50R)	治疗用生物制品15	万邦生化	已发临床批件	2017-1-11
CXSL1500001	精蛋白锌赖脯胰岛素25R	Protamine zinc insulin lispro (25R)	治疗用生物制品15	万邦生化	已发临床批件	2017-1-11
CXSL1400054	精蛋白锌赖脯胰岛素40R	Protamine zinc insulin lispro (40R)	治疗用生物制品15	甘李药业	已发临床批件	2016-6-20
CXSL1300086	地特胰岛素	Insulin detemir	治疗用生物制品15	联邦制药	已发临床批件	2016-7-14
CXSL1500039	地特胰岛素	Insulin detemir	治疗用生物制品15	通化东宝	临床申请在审评	2015-9-25
CXSL1300083	地特胰岛素	Insulin detemir	治疗用生物制品15	中国生物制药	已发临床批件	2015-7-13

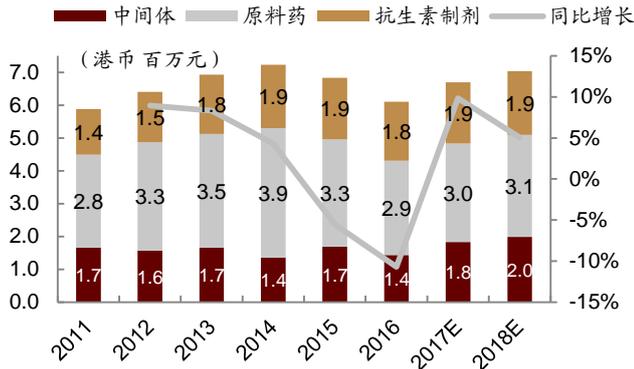
资料来源: CDE, 中金公司研究部



## 抗生素业务有望在 2017 年出现回升

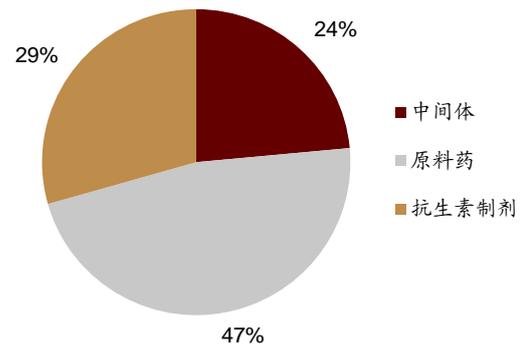
我们预计联邦制药抗生素业务将出现回升，主要是得益于环保监管政策收紧推动 6-APA 价格上升、青霉素钾等新业务业绩贡献上升以及抗生素成品药销售额保持稳定。来自公司的数据显示，2016 年抗生素业务占到公司总收入的 86.4%，此项业务包括中间体产品、原料药和成品药。我们预计 2016-2018 年公司抗生素业务收入年均复合增速 7%，2018 年实现销售额 70 亿港元。

图表 27：联邦制药抗生素业务收入增长(2011-2018e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 28：联邦制药抗生素业务收入拆分(2016)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

中间体产品包括 6-APA 和青霉素钾。原料药和抗生素成品药包括半合成青霉素、头孢菌素类抗生素、β-内酰胺酶抑制剂和碳青霉烯（培南类）。

图表 29：联邦制药主要抗生素产品

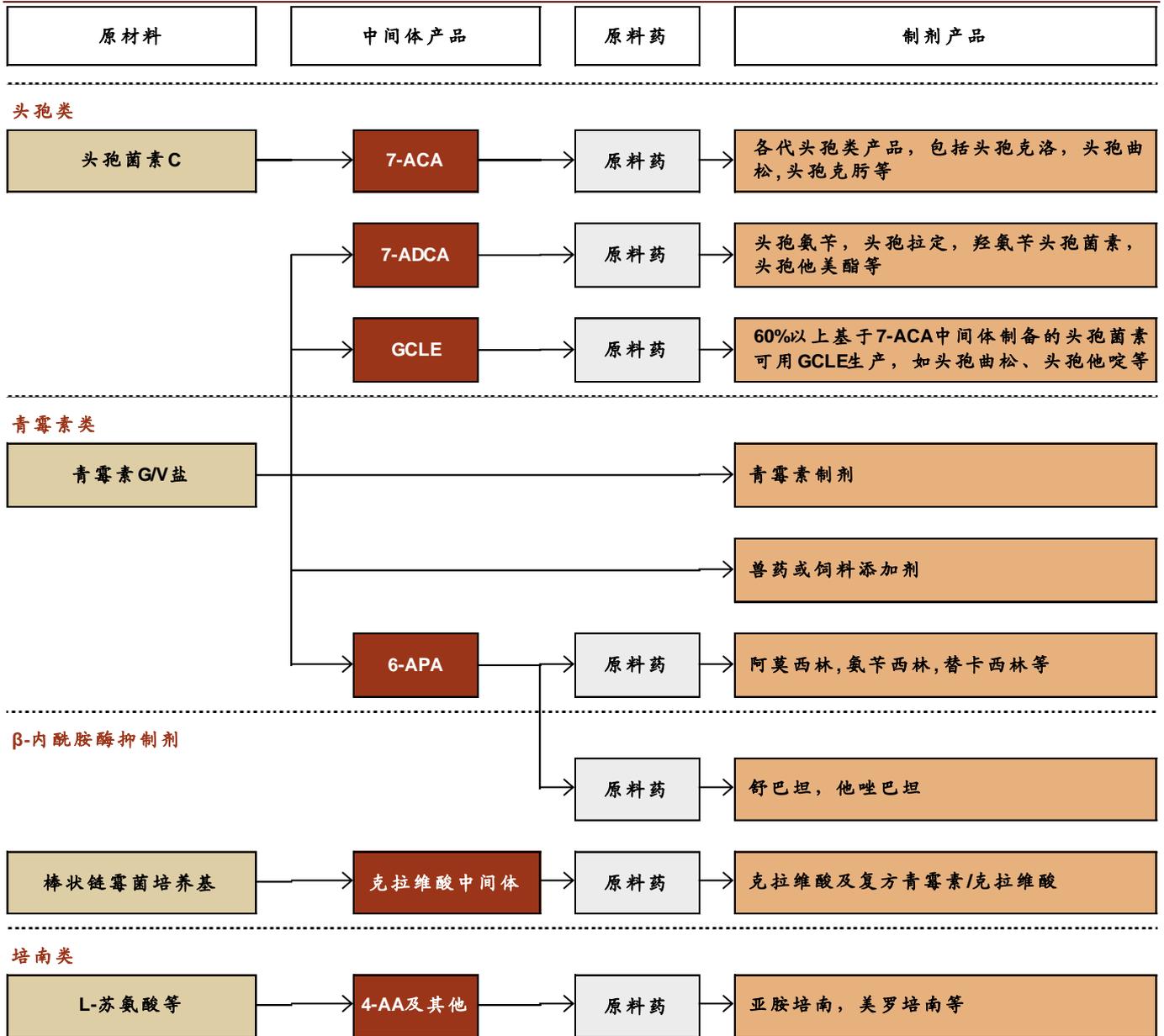
种类	产品	备注
中间体产品	6-APA	一种重要的抗生素中间体。16年下半年价格上涨主要由于更加严格的环境保护导致的供给减少。
	青霉素G钾	新业务从2016年3月开始
原料药/抗生素制剂	半合成青霉素	增长稳定
	头孢类	抗生素限用导致业务下滑
	β-内酰胺酶抑制剂类	增长稳定
	培南类	高端抗生素，增长快速但基数较低

资料来源：公司数据，中金公司研究部



如图表 30 所示，联邦制药的抗生素业务具有完整的生产流程。

图表 30：联邦制药抗生素生产流程



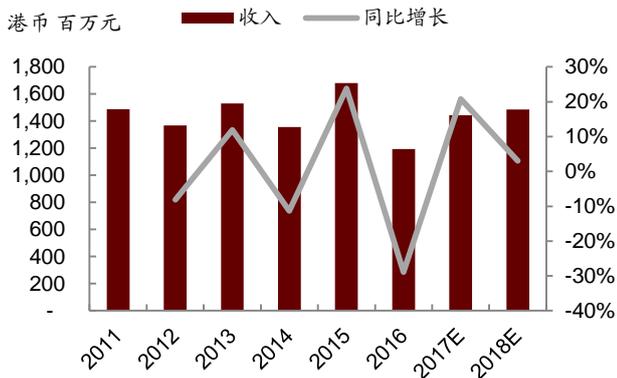
资料来源：公司数据，中金公司研究部



### 6-APA：联邦制药主要的中间体产品

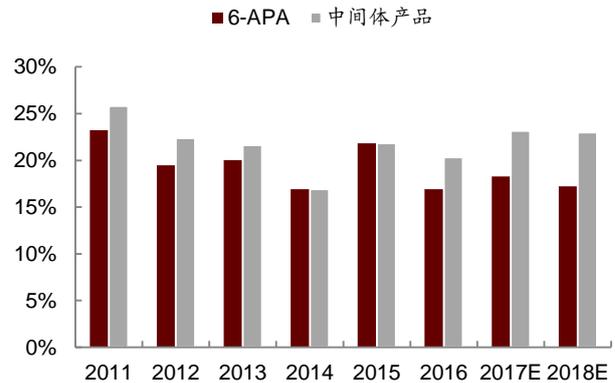
6-APA 是联邦制药的主要中间体产品，2016 年分别占到公司中间体产品收入的 83%和公司总收入的 16.9%。我们预计 2017 年 6-APA 产品的供需结构相对均衡，联邦制药正从去年停产中恢复，预计今年量价分别增长 15%和 5%。不过，我们预计短期来看 6-APA 的收入占比可能稳定在目前水平，长期可能会有所下降，主要是由于公司未来的重点是销售成品药。我们预计 2017-2018 年公司的 6-APA 收入年均复合增速为 12%，2018 年实现销售额 15 亿港元。

图表 31：联邦制药 6-APA 收入增长 (2011-2018e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 32：联邦制药 6-APA 收入贡献 (2011-18e)

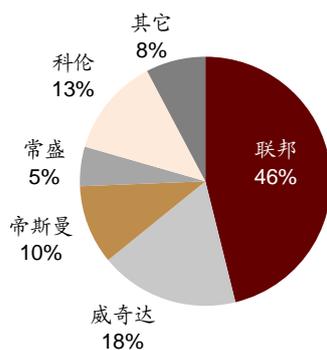


资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 供需结构与竞争格局

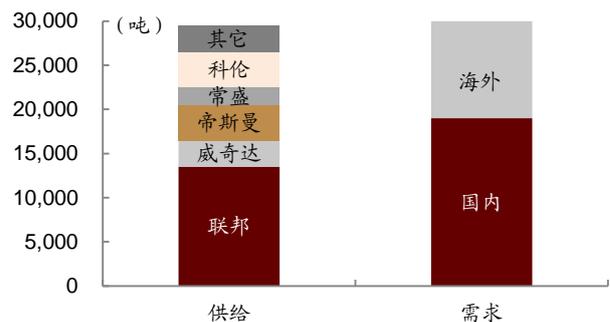
我们估计近年来市场对 6-APA 的需求相对稳定，在 3 万吨左右。在环保监管力度升级影响下，我们预计 2017 年市场供给基本处于 3 万吨左右。我们将在下面的图表中进行详细分析。

图表 33：6-APA 市场份额 (以产能计, 2016e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 34：6-APA 在中国市场的供需预测 (2017e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 35: 6-APA 产能情况 (2016, 吨)

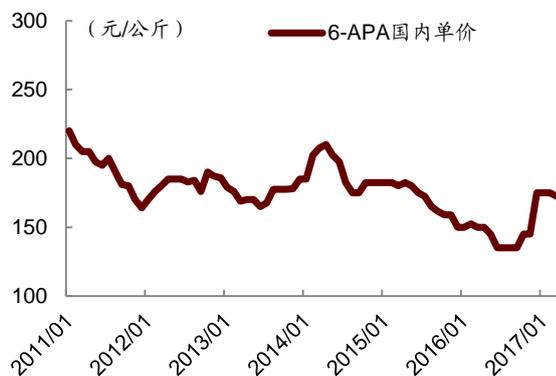
公司	产能	利用产能	外销量	生产基地位置	备注
联邦制药	18,000	11,304	8,139	内蒙古	我们预计2017年利用率为75%-80%。
威奇达	7,000	6,000	2,000	山西	主要为自用。
帝斯曼	4,000	4,000	-	长春	自用。
常盛制药	2,000	2,000	2,000	内蒙古	石药集团子公司。
科伦药业	5,000	3,000	3,000	新疆	17年1季度达到满产。
其它 (哈药、绿园药业、北方药业)	3,000	3,000	3,000	哈尔滨、河南、内蒙古	哈药和北方药业已停产。

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部

### 6-APA 的均价趋势

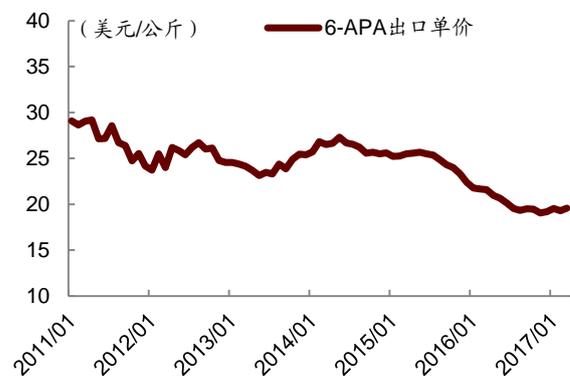
由于我国加大环保监管力度和价格不断下滑, 2016 年下半年 6-APA 供给大幅下降, 导致 2016 年底价格上涨。随着今年监管政策更为严格和几家小厂商退出市场, 我们预计 2017 年国内 6-APA 均价将稳定在每公斤 150 元左右。我们估计 2016 年 6-APA 销售额中 50% 是来自国内, 剩余 50% 来自海外市场。

图表 36: 6-APA 国内价格



资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

图表 37: 6-APA 出口价格



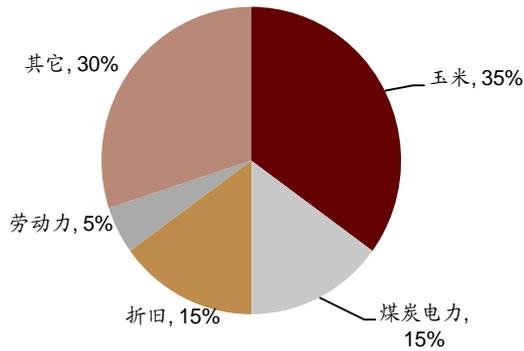
资料来源: 万得资讯, 中金公司研究部

### 6-APA 成本分拆

我们分析发现 2016 年玉米和煤炭分别占到公司主营业务成本的 35% 和 15%。我们预计煤炭价格上涨影响将被玉米价格下降所抵消, 未来公司生产成本将保持稳定。



图表 38：联邦制药 6-APA 成本拆分 (2016)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 39：国内玉米平均价格



资料来源：国家农业部，中金公司研究部

图表 40：国内平均煤价 (2016)



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

图表 41：华北地区平均煤价



资料来源：中国煤炭资源网，中金公司研究部

### 6-APA 的价格敏感性分析

由于产品价格和利用率均会影响到公司收入和主营业务成本，我们在下面的图表中分析了其历史相关性。我们预计 2017 和 2018 年公司的 6-APA 平均出厂价和产能利用率分别为 154 港元/千克和 75%，因此公司的中间体产品息税前利润率预计为 7%。

图表 42：6-APA 价格与中间体产品息税前利润率的关系

	2012	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
单价 (港币/千克)	186	185	194	183	147	154	154
同比增长		0%	5%	-5%	-20%	5%	0%
利用率	95%	72%	73%	75%	63%	75%	75%
分部息税前利润率 (中间体)	1.8%	3.7%	14.0%	14.7%	-16.3%	7.0%	7.0%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

另外，我们也针对 6-APA 的价格进行了敏感性分析。在我们的悲观、基准和乐观情形下，如果 2017 年 6-APA 平均价格上涨 0%/5%/10%，那么中间体产品息税前利润率分别为 1%/6%/10%。有关详细分析请参考图表 43。



图表 43：2017 年 6-APA 价格敏感性分析

2017	悲观	基准	乐观
单价 (港币/千克)	147	154	161
同比增长	0%	5%	10%
利用率	75%	75%	75%
销售量 (吨)	9,378	9,378	9,378
收入	1,374	1,443	1,512
销售成本	-1,079	-1,079	-1,079
毛利润	296	365	433
销售管理费用	-282	-282	-282
<b>EBIT</b>	<b>14</b>	<b>82</b>	<b>151</b>
毛利率	22%	25%	29%
EBIT 利润率	1%	6%	10%

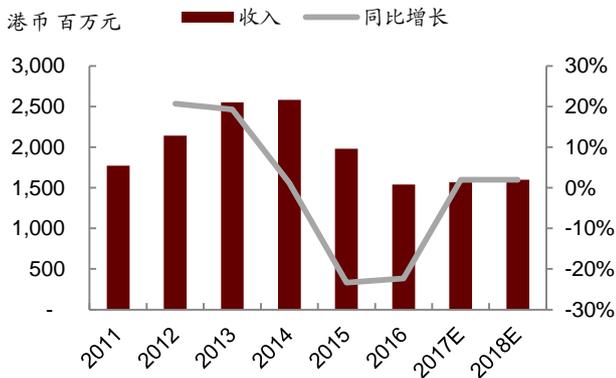
资料来源：公司数据，中金公司研究部

另外，我们认为，在产能增加和利用率提升推动下，青霉素钾新业务 2017 年新增业绩贡献有望翻番。我们预计青霉素钾新业务 2017 年将实现收入 4.80 亿港元，占到公司总收入的 6.0%，高于 2016 年 3.4% 的占比。

#### 半合成青霉素：原料药业务业绩占比最高

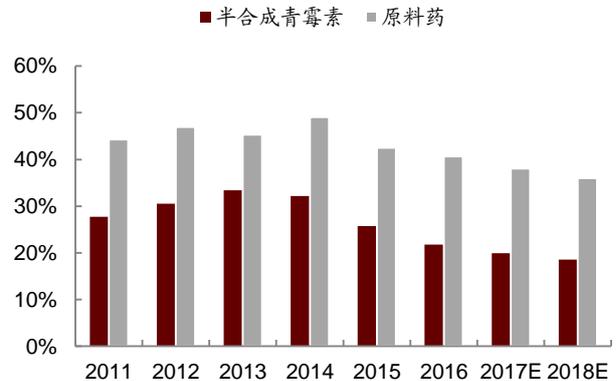
2016 年公司的半合成青霉素贡献销售收入 15 亿港元，占到原料药业务收入的 54% 和公司总收入的 22%。我们预计未来几年半合成青霉素收入将企稳，2016-2018 年年均复合增速 2%，主要是由于国内供需结构相对平衡。因此，在胰岛素产品增速提升影响下，原料药业务收入占比可能会有所下降。

图表 44：半合成青霉素的收入增长 (2011-18e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 45：半合成青霉素的收入贡献 (2011-18e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部



半合成青霉素均价趋势

由于阿莫西林是半合成青霉素中的最大产品，我们在分析半合成青霉素价格趋势时主要分析阿莫西林的价格趋势。我们发现阿莫西林原料药国内价格企稳，出口价格在 2017 年初开始出现回升。

图表 46：阿莫西林原料药国内平均价格



资料来源：万得资讯，中金公司研究部

图表 47：阿莫西林原料药出口平均价格

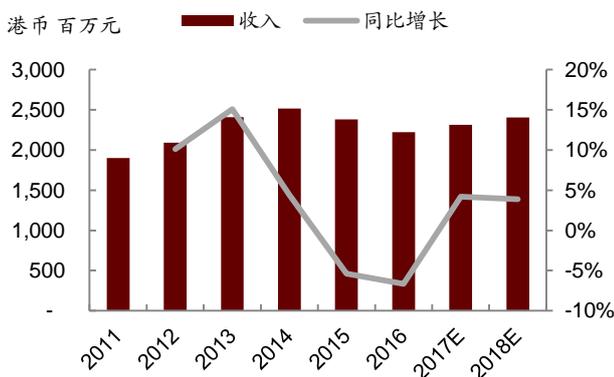


资料来源：万得资讯，中金公司研究部

抗生素成品药：非胰岛素药物中的主要贡献力量

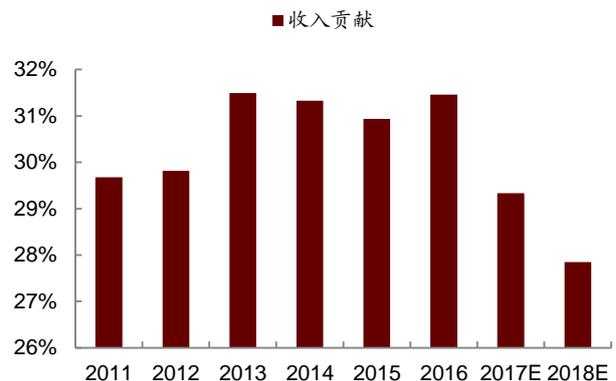
由于联邦制药并未公布分项产品的销售数据同时考虑到抗生素成品药在非胰岛素产品中占大头，我们对胰岛素以外的整体成品药进行预测。在抗生素需求企稳推动下，我们预计 2016-2018 年公司胰岛素以外的成品药收入年均复合增速为 4%。预计 2018 年胰岛素以外的成品药实现总收入 24 亿港元，高于 2016 年的 22 亿港元。不过，在胰岛素药物快速增长推动下，胰岛素以外的成品药收入占比可能从 2016 年的 31% 降至 2018 年的 28%。

图表 48：非胰岛素成品药的收入增长 (2012-18e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 49：非胰岛素成品药的收入贡献 (2012-18e)



资料来源：公司数据，中金公司研究部



不过，抗生素不同种类方面，我们发现高端产品存在增长机遇。我们预计半合成青霉素、头孢菌素和β-内酰胺酶抑制剂需求增速企稳，而碳青霉烯需求会出现快速增速。我们在下面的图表中整理出了联邦制药主要的抗生素成品药。

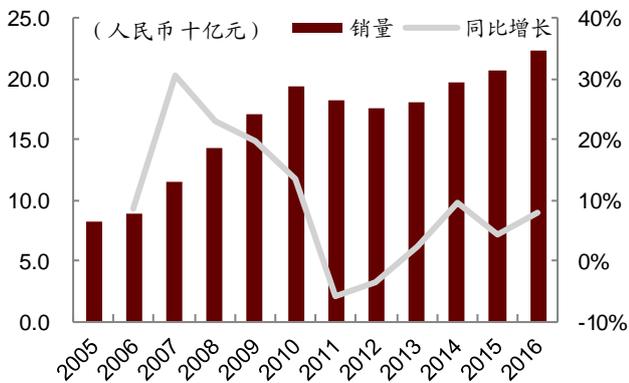
图表 50：联邦制药抗生素类成品药主要产品

品种	药物名	药物名(英文)	药物商品名	限制等级	医保名单情况	收入贡献
半合成青霉素类抗生素	阿莫西林	Amoxicillin	阿莫仙	非限制使用级	基本药物目录	2016年贡献收入7.63亿港币，同比增长-6%，占总收入的10.8%。
半合成青霉素类抗生素	氨苄西林	Ampicillin	安必仙	非限制使用级	基本药物目录	
半合成青霉素类抗生素	舒他西林	Sultancillin	舒他仙	特殊使用级	无	
头孢类抗生素	头孢呋辛	Cefuroxime Axetil	赛福欣	非限制使用级	基本药物目录	2016年贡献收入2.12亿港币，同比增长-14%，占总收入的3%。
头孢类抗生素	头孢曲松	Ceftriaxone	赛福松	非限制使用级	基本药物目录	
头孢类抗生素	头孢拉定	Cefradine	赛福定	非限制使用级	国家医保目录	
头孢类抗生素	头孢噻肟	Cefotaxime	赛福隆	限制使用级	国家医保目录	
头孢类抗生素	头孢他啶	Ceftazidime	赛福达	限制使用级	国家医保目录	
头孢类抗生素	头孢哌酮	Cefoperazone	赛福必	限制使用级	无	
头孢类抗生素	头孢匹罗	Cefpirome	赛福乐	特殊使用级	国家医保目录	
头孢类抗生素	头孢吡肟	Cefepime	赛福通	特殊使用级	国家医保目录	
头孢类抗生素	盐酸头孢他美	Cefetame	赛福美	特殊使用级	无	
β-内酰胺酶抑制剂	阿莫西林/克拉维酸	Amoxicillin/Clavulanate	强力阿莫仙	限制使用级	基本药物目录	
β-内酰胺酶抑制剂	氨苄西林/舒巴坦	Ampicillin/Sulbactam	强力安必仙	限制使用级	国家医保目录	
β-内酰胺酶抑制剂	头孢哌酮/舒巴坦	Cefoperazone/Sulbactam	强力赛福必	限制使用级	国家医保目录	
β-内酰胺酶抑制剂	哌拉西林/他唑巴坦	Piperacillin/Tazobactam	联邦他唑仙	特殊使用级	国家医保目录	
β-内酰胺酶抑制剂	阿莫西林/舒巴坦	Amoxicillin/Sulbactam	新阿莫仙	特殊使用级	国家医保目录	2016年贡献收入1.48亿港币，同比增长21%，占总收入的2.1%。
培南类抗生素	美罗培南	Meropenem	联邦倍能美	特殊使用级	国家医保目录	
培南类抗生素	亚胺培南/西司他丁	Imipenem/Cilastatin	联邦倍能安	特殊使用级	国家医保目录	
培南类抗生素	比阿培南	Biapenem	无	特殊使用级	国家医保目录	

资料来源：公司数据，中金公司研究部

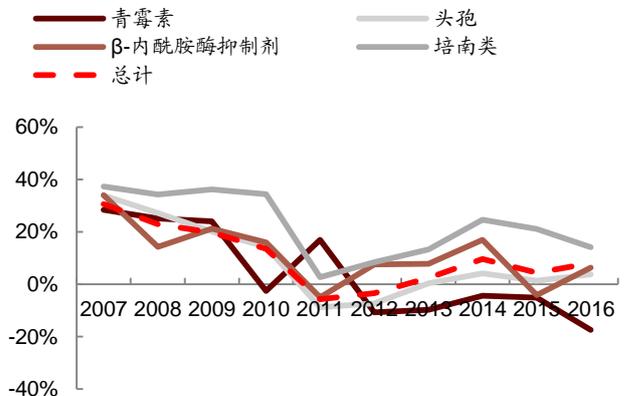
来自 PDB 的数据显示，2014 年以来医院抗生素销售增速稳定在高个位数，表明医院需求企稳。从具体产品来看，碳青霉烯等高端抗生素销售增速在 2013-2016 年达到 20%。

图表 51：中国抗生素工业增长



资料来源：PDB，中金公司研究部

图表 52：中国抗生素各品种的增长



资料来源：PDB，中金公司研究部



## 投入更多研发资源用于攻克成品药

由于公司集中更多力量用于产品研发，我们看好公司的长期发展前景。在治疗领域，联邦制药将主要面向糖尿病、肿瘤、肝病和高端抗生素。尤其需要指出的是，公司将在2017年上半年提交门冬胰岛素和门冬胰岛素30的上市许可。我们在下面的图表中梳理出了公司的潜在产品。

图表 53：联邦制药主要产品管线

申请编号	药物名	药物名 (英文)	药物种类	分类	适应症	状态	状态起始时间
CXSL1100008	门冬胰岛素注射液	Insulin aspart injection	生物制品	15	糖尿病	临床试验完成	2017年初
CXSL1100007	门冬胰岛素30注射液	Insulin aspart 30 injection	生物制品	15	糖尿病	临床试验完成	2017年初
CXHS1300191	非布司他片	Febuxostat tablet	化药	3.1	痛风和高尿酸血症	已发生产批件	2016/3/10
CYHS1490083	富马酸替诺福韦二吡呋酯片	Tenofovir Disoproxil tablet	化药	6	HBV, HIV	已发生产批件	2016/2/29
CYHS1490050	头孢地尼胶囊	Cefdinir capsule	化药	6	抗生素	已发生产批件	2016/2/17
CYHS1490071	阿莫西林胶囊	Amoxicillin capsule	化药	6	抗生素	已发生产批件	2016/2/4
CXHS0600470	甲磺酸帕珠沙星氯化钠注射液	Pazufloxacin mesilate and sodium chloride injection	化药	3.1	抗生素	已发生产批件	2015/10/28
CYHS1300227	莫匹罗星软膏	Mupirocin ointment	化药	6	抗生素	临床试验中	2013/6/24
CYHL1100645	注射用多利培南	Doripenem injection	化药	3.1	抗生素	临床试验中	2015/6/25
CYHS1200358	氨苄西林胶囊	Ampicillin capsule	化药	6	抗生素	临床试验中	2015/12/15
CYHS1201285	甲磺酸伊马替尼胶囊	Imatinib mesylate capsule	化药	6	肿瘤	临床试验中	2016/1/22
CYHS1400079	他达拉菲片	Tadalafil tablet	化药	6	勃起功能障碍	临床试验中	2016/1/28
CYHS1400335	头孢呋辛酯片	Cefuroxime axetil dispersion tablet	化药	6	抗生素	临床试验中	2016/2/3
CYHS1400597	甲磺酸伊马替尼片	Imatinib mesylate tablet	化药	6	肿瘤	临床试验中	2016/2/18
CXSL1300086	地特胰岛素注射液	Insulin detemir injection	生物制品	15	糖尿病	临床试验中	2016/7/14
CYHS1501292	盐酸厄洛替尼片	Erlotinib tablet	化药	6	肿瘤	临床试验中	2016/8/1
CYHS1101106	硫酸氢氯吡格雷片	Clopidogrel Bisulfate tablet	化药	6	抗血栓	临床试验中	2016/9/11
CYHS1401749	法罗培南钠片	Faropenem tablet	化药	6	抗生素	临床试验中	2016/10/24
无	德谷胰岛素注射液	Insulin degludec injection	生物制品		糖尿病	临床前试验	
无	利拉鲁肽	Liraglutide injection	生物制品		糖尿病	临床前试验	
无	门冬胰岛素50注射液	Insulin aspart 50 injection	生物制品		糖尿病	临床前试验	
无	磷酸西格列汀片 (DPP-4抑制剂)	Sitagliptin phosphate tablet	化药		糖尿病	临床前试验	
无	泊沙康唑肠溶片	Posaconazole enteric-coated tablet	化药		糖尿病	临床前试验	
无	联邦多维他维C泡腾片系列	Vitamin C effervescent tablets series	化药		增强免疫力	临床前试验	

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 财务业绩展望

### 收入增长预测

我们预计联邦制药 2016-2018 年收入年均复合增速为 11%。在胰岛素业务快速增长推动下，预计公司 2017 和 2018 年收入分别达到 79 亿港元和 86 亿港元。下面是我们对各项业务的具体预测：

- ▶ **中间体与原料药：**2016 年收入共计 43 亿港元，占到公司总收入的 61%。该项业务 2016 年收入下降 13% 主要是由于产品价格和产量双双下降以及产能利用率下滑导致成本上升。不过，随着整个行业环保监管力度加强，我们预计今年部分企业可能会停产，因此行业供需结构会更加合理。由于联邦制药生产设施在 2016 年已经通过环保部门检查，我们预计公司中间体与原料药的价格和销量增速均出现回升。我们预计 2017 年该项业务收入增长 16%，2016-2018 年收入年均复合增速 9%，高于 2013-2015 年 -2% 的增速。
- ▶ **胰岛素：**联邦制药于 2011 年开始销售胰岛素产品。2016 年公司胰岛素业务实现销售额 5.35 亿港元，同比增长 48%。虽然目前胰岛素业务在公司收入中占比仅为 7.6%，但我们对其未来前景充满信心，预计在 2017 年上半年推出甘精胰岛素和 2018 年或将上市门冬胰岛素推动下，公司的胰岛素业务有望呈现强劲增长势头。我们预计 2016-2018 年胰岛素收入年均复合增速达到 46%，2013-2015 年增速为 74%。我们预计 2018 年胰岛素销售额有望达到 11 亿港元，占到公司总收入的 13%。
- ▶ **胰岛素以外的成品药：**这一部分业务主要包括抗生素成品药，例如阿莫西林胶囊和颗粒、碳青霉烯注射剂。我们预计 2016-2018 年该业务增速较为稳定，在 4% 左右，高于 2013-2015 年 -1% 的增速。我们认为，医院方面目前需求企稳，扭转了 2012 年以来由于国家限制抗生素使用而导致的低迷势头。另外，我们预计其它成品药（如布洛芬、盐酸美金刚和滴眼液）也会呈现强劲增长势头。由于更多研发力量投向成品药，我们认为长期来看此举将有助于推动公司的持续增长。



图表 54：联邦制药收入拆分 (2013-2018e)

(港币百万元)	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>总收入</b>	<b>7,648</b>	<b>8,030</b>	<b>7,695</b>	<b>7,063</b>	<b>7,892</b>	<b>8,636</b>
同比增长	9%	5%	-4%	-8%	12%	9%
<b>总销售成本</b>	<b>(5,011)</b>	<b>(4,801)</b>	<b>(4,733)</b>	<b>(4,546)</b>	<b>(4,784)</b>	<b>(5,147)</b>
同比增长	2%	-4%	-1%	-4%	5%	8%
<b>6-APA</b>	<b>1,531</b>	<b>1,357</b>	<b>1,680</b>	<b>1,195</b>	<b>1,443</b>	<b>1,486</b>
同比增长	12%	-11%	24%	-29%	21%	3%
占总收入比%	20%	17%	22%	17%	18%	17%
<b>青霉素G钾</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>240</b>	<b>384</b>	<b>499</b>
同比增长	0%	0%	0%	n.a.	60%	30%
占总收入比%	0%	0%	0%	3%	5%	6%
<b>其它</b>	<b>122</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
同比增长	-40%	0%	0%	0%	0%	0%
占总收入比%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>中间体产品总计</b>	<b>1,653</b>	<b>1,357</b>	<b>1,680</b>	<b>1,435</b>	<b>1,827</b>	<b>1,986</b>
同比增长	5%	-18%	24%	-15%	27%	9%
占总收入比%	22%	17%	22%	20%	23%	23%
<b>半合成青霉素</b>	<b>2,555</b>	<b>2,586</b>	<b>1,982</b>	<b>1,540</b>	<b>1,570</b>	<b>1,602</b>
同比增长	19%	1%	-23%	-22%	2%	2%
占总收入比%	33%	32%	26%	22%	20%	19%
<b>头孢类</b>	<b>329</b>	<b>512</b>	<b>384</b>	<b>353</b>	<b>364</b>	<b>375</b>
同比增长	-48%	56%	-25%	-8%	3%	3%
占总收入比%	4%	6%	5%	5%	5%	4%
<b>β-内酰胺酶抑制剂</b>	<b>583</b>	<b>795</b>	<b>822</b>	<b>918</b>	<b>1,010</b>	<b>1,071</b>
同比增长	11%	36%	3%	12%	10%	6%
占总收入比%	8%	10%	11%	13%	13%	12%
<b>培南类</b>	<b>0</b>	<b>47</b>	<b>84</b>	<b>60</b>	<b>62</b>	<b>63</b>
同比增长	0%	0%	78%	-29%	3%	3%
占总收入比%	0%	1%	1%	1%	1%	1%
<b>原料药总计</b>	<b>3,467</b>	<b>3,940</b>	<b>3,272</b>	<b>2,871</b>	<b>3,006</b>	<b>3,111</b>
同比增长	5%	14%	-17%	-12%	5%	3%
占总收入比%	45%	49%	43%	41%	38%	36%
<b>半合成青霉素</b>	<b>803</b>	<b>843</b>	<b>809</b>	<b>763</b>	<b>778</b>	<b>794</b>
同比增长	11%	5%	-4%	-6%	2%	2%
占总收入比%	11%	11%	11%	11%	10%	9%
<b>头孢类</b>	<b>382</b>	<b>321</b>	<b>246</b>	<b>212</b>	<b>206</b>	<b>212</b>
同比增长	21%	-16%	-23%	-14%	-3%	3%
占总收入比%	5%	4%	3%	3%	3%	2%
<b>β-内酰胺酶抑制剂</b>	<b>627</b>	<b>691</b>	<b>701</b>	<b>671</b>	<b>704</b>	<b>726</b>
同比增长	28%	10%	1%	-4%	5%	3%
占总收入比%	8%	9%	9%	10%	9%	8%
<b>培南类</b>	<b>0</b>	<b>80</b>	<b>123</b>	<b>148</b>	<b>178</b>	<b>212</b>
同比增长	0%	0%	53%	20%	20%	19%
占总收入比%	0%	1%	2%	2%	2%	2%
<b>抗生素制剂总计</b>	<b>1,813</b>	<b>1,935</b>	<b>1,879</b>	<b>1,794</b>	<b>1,866</b>	<b>1,943</b>
同比增长	18%	7%	-3%	-5%	4%	4%
占总收入比%	24%	24%	24%	25%	24%	22%
<b>人胰岛素</b>	<b>120</b>	<b>217</b>	<b>362</b>	<b>535</b>	<b>694</b>	<b>939</b>
同比增长	103%	81%	67%	48%	30%	35%
占总收入比%	2%	3%	5%	8%	9%	11%
<b>甘精胰岛素</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>49</b>	<b>183</b>
同比增长	0%	0%	0%	0%	0%	271%
占总收入比%	0%	0%	0%	0%	1%	2%
<b>门冬胰岛素</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>13</b>
同比增长	0%	0%	0%	0%	0%	0%
占总收入比%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
<b>胰岛素类产品总计</b>	<b>120</b>	<b>217</b>	<b>362</b>	<b>535</b>	<b>743</b>	<b>1,135</b>
同比增长	103%	81%	67%	48%	39%	53%
占总收入比%	2%	3%	5%	8%	9%	13%
<b>其它制剂产品</b>	<b>596</b>	<b>580</b>	<b>501</b>	<b>428</b>	<b>449</b>	<b>463</b>
同比增长	6%	-3%	-14%	-15%	5%	3%
占总收入比%	8%	7%	7%	6%	6%	5%

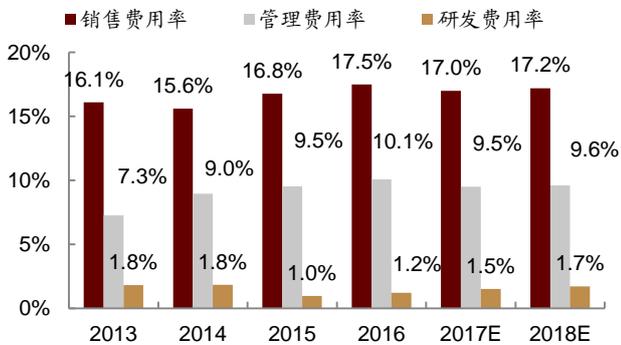
资料来源：公司数据，中金公司研究部



### 利润率分析

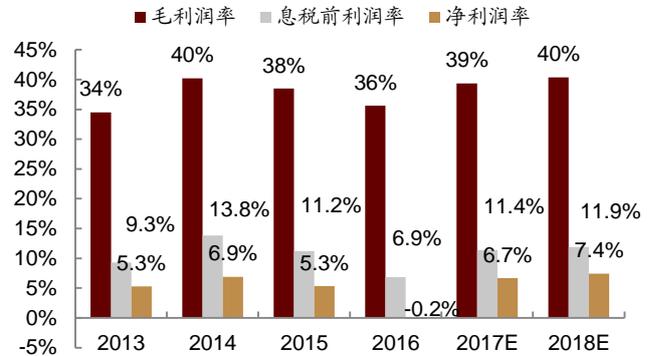
我们认为公司利润率在2016年已经触底，从2017年开始有望出现逐步改善，主要理由包括：（1）抗生素业务回升；（2）胰岛素销售快速增长；（3）规模效应。

图表 55：各项费用占收入比（2013-18e）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 56：利润率预测（2013-18e）



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 营运资本分析与其它

**库存周转率：**2015 和 2016 年联邦制药库存周转天数分别为 109 天和 100 天。我们预计 2017 年库存周转天数将保持下降趋势，但 2018 年在胰岛素销售增长影响下有所上升。

**应收账款周转率：**2015 和 2016 年联邦制药应收账款周转天数分别为 123 天和 113 天。同样在胰岛素销售增长影响下，我们预计 2018 年公司应收账款周转天数有所上升。

**应付账款周转率：**2015 和 2016 年联邦制药应付账款周转天数分别为 91 天和 86 天。短期来看，我们预计公司应付账款周转天数小幅下降。

**负债率：**2016 年公司负债率为 39.2%，高于 2015 年的 36.5%，主要是由于 2016 年底公司发行了可转换债。展望未来，我们预计公司负债率将逐步下降。

图表 57：关键比率

	2013	2014	2015	2016	2017E	2018E
应收账款周转天数	148	143	123	113	113	120
存货周转天数	112	102	109	100	90	97
应付账款周转天数	84	88	91	86	85	80
平均净资产回报率	6.43%	8.23%	5.99%	n.m.	8.45%	9.41%
平均总资产回报率	2.26%	2.87%	2.26%	n.m.	3.11%	3.68%
负债比率	39.4%	39.2%	36.5%	39.2%	37.3%	35.5%

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 58：公司财务数据（2013-2018e）

（除特别指出外均为百万港元）	2013A	2014A	2015A	2016A	2017E	2018E
<b>损益表</b>						
营业收入	7,648	8,030	7,695	7,063	7,892	8,636
营业成本	(5,011)	(4,801)	(4,733)	(4,546)	(4,784)	(5,147)
其他收入	391	(74)	(280)	(366)	77	91
销售费用	(1,231)	(1,252)	(1,290)	(1,236)	(1,342)	(1,485)
管理费用	(695)	(867)	(807)	(797)	(868)	(976)
财务费用	(201)	(372)	(350)	(272)	(272)	(263)
税前利润	901	664	235	(155)	703	856
所得税	(853)	18	(125)	(157)	(176)	(214)
净利润	48	681	110	(311)	527	642
经常性净利润	404	553	410	(13)	527	642
<b>现金流量表</b>						
经营活动现金流	1,479	1,832	1,810	1,376	887	1,036
投资活动现金流	(1,579)	(1,151)	(375)	(577)	(683)	(705)
融资活动现金流	513	(745)	(1,278)	151	(100)	(200)
货币资金增加额	413	-64	156	950	103	131
货币资金期初余额	646	1,081	1,003	1,115	1,983	2,086
货币资金期末余额	1,081	1,003	1,115	1,983	2,086	2,217
<b>资产负债表</b>						
<b>流动资产</b>						
货币资金	1,081	1,003	1,115	1,983	2,086	2,217
短期存款	3,291	2,982	2,195	2,180	2,709	2,970
应收账款	1,272	1,418	1,415	1,072	1,287	1,448
存货	887	1,215	1,030	1,162	1,162	1,162
其他应收款	8	0	-	-	-	-
可供出售金融资产	4	6	6	6	6	6
<b>非流动资产</b>	<b>13,059</b>	<b>12,294</b>	<b>11,647</b>	<b>10,267</b>	<b>10,019</b>	<b>9,768</b>
长期存款及预付款	9,807	9,617	9,264	8,201	7,870	7,535
固定资产净值	61	55	96	160	243	328
无形资产	114	268	249	237	237	237
土地使用权	0	0	0	0	0	0
递延事项和其他资产	3,077	2,355	2,039	1,668	1,668	1,668
<b>总资产</b>	<b>19,600</b>	<b>18,918</b>	<b>17,408</b>	<b>16,669</b>	<b>17,269</b>	<b>17,571</b>
<b>流动负债</b>						
短期借款	4,998	4,558	4,110	3,614	3,514	3,314
应付账款	549	696	816	418	418	418
其他应付	1,041	1,288	1,060	1,086	1,142	1,114
应付关联方	898	782	623	611	688	625
应付税金	2,336	1,500	1,611	1,623	1,662	1,614
其他	40	90	238	128	128	128
<b>非流动负债</b>	<b>3,256</b>	<b>3,035</b>	<b>2,231</b>	<b>3,217</b>	<b>3,217</b>	<b>3,217</b>
递延事项	1,381	1,335	913	1,105	1,105	1,105
其他长期应付	784	828	507	1,401	1,401	1,401
	1,090	871	811	711	711	711
<b>总负债</b>	<b>13,118</b>	<b>11,949</b>	<b>10,689</b>	<b>10,696</b>	<b>10,768</b>	<b>10,429</b>
<b>股东权益</b>	<b>6,482</b>	<b>6,969</b>	<b>6,719</b>	<b>5,973</b>	<b>6,501</b>	<b>7,142</b>
<b>财务指标</b>						
毛利率	34.5%	40.2%	38.5%	35.6%	39.4%	40.4%
营业利润率	9.3%	13.8%	11.2%	6.9%	11.4%	11.9%
净利润率	5.3%	6.9%	5.3%	-0.2%	6.7%	7.4%
净资产收益率	6.4%	8.2%	6.0%	-0.2%	8.5%	9.4%
应收帐款周转天数	148	143	123	113	113	120
存货周转天数	112	102	109	100	90	97
资产负债率	62.2%	66.9%	63.2%	64.4%	64.2%	62.4%
<b>每股数据（港币）</b>						
每股收益	0.25	0.34	0.25	-0.01	0.32	0.39
每股净资产	3.98	4.28	4.13	3.67	4.00	4.39
每股分红	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股经营利润	0.44	0.68	0.53	0.30	0.55	0.63
每股经营现金流	0.91	1.13	1.11	0.85	0.54	0.64

资料来源：公司数据，中金公司研究部



## 首次覆盖联邦制药，给予推荐评级，目标价 6.3 港元

每股合理价值 6.3 港元，对应 2017 年预测市盈率 19.3 倍

我们预计 2017 和 2018 年公司摊薄后核心每股盈利分别为 0.32 港元和 0.39 港元(同比增长 21.7%)，2016 年为每股亏损 0.01 港元。由于公司各项业务属性不同，我们采用分部加总法作为主要估值方法。

- ▶ **胰岛素：**我们对胰岛素业务给予 35 倍市盈率（基于 2017 年预测净利润）。由于公司仍然处于高速增长周期的初期阶段（我们预计 2016-2018 年公司的胰岛素业务净利润年均复合增速为 70%），我们认为 35 倍是合理估值。横向比较来看，通化东宝 2017 年净利润增速预计为 27%，其 2017 年预测市盈率在 37 倍。在甘精胰岛素于 2017 年上半年推出以及门冬胰岛素有望在 2018 年上市推动下，我们相信联邦制药中短期将保持强劲的增长趋势。
- ▶ **胰岛素以外的成品药：**由于抗生素需求持稳，我们认为这一业务未来增速稳定且相对较慢，净利润率也会保持稳定。因此，我们认为 2017 年预测市盈率 10 倍是合理估值。
- ▶ **中间体与原料药：**考虑到中间体与原料药是一项重资产与高杠杆业务，我们采用 EV/EBITDA 方法。虽然此项业务在国内没有可比公司，但我们认为 2017 年 6 倍的 EV/EBITDA 预测比率是合理估值。我们发现 H 股医药板块 2017 年预测 EV/EBITDA 加权平均比率为 14 倍。

采用分部加总法后，我们测算公司合理每股价值为 6.3 港元，分别对应 2017 和 2018 年预测市盈率 19.3 倍和 15.9 倍。

图表 59：分部估值预测

	目标权益值 (港币百万元)	估值法	目标倍数	占总估值比例%
胰岛素	5,204	P/E	35.0x	51%
抗生素制剂及其它	3,422	P/E	10.0x	34%
中间体和原料药	1,545	EV/EBITDA	6.0x	15%
<b>总计</b>	<b>10,172</b>			
<b>每股价格 (港币)</b>	<b>6.3</b>			

资料来源：公司数据，中金公司研究部



基于 DCF 估值方法（假设加权平均资本成本为 7.6%），我们测算出公司每股合理价值为 6.37 港元

我们采用 DCF 估值法作为参考。假设加权平均资本成本和永续增速分别为 7.6% 和 0.5%，我们估计联邦制药每股合理价值为 6.37 港元，与我们采用分部加总法得出的每股合理价值相一致。

图表 60：自由现金流预测

自由现金流预测	2017E	2018E	2019E	2020E	2021E	2022E	2023E	2024E	2025E	2026E
营业收入	7,892	8,636	9,332	10,197	11,041	11,871	12,648	13,427	14,194	14,987
同比增长	11.7%	9.4%	8.1%	9.3%	8.3%	7.5%	6.5%	6.2%	5.7%	5.6%
EBIT	898	1,027	1,204	1,440	1,688	1,901	2,062	2,269	2,459	2,648
同比增长	85.6%	14.4%	17.2%	19.5%	17.2%	12.6%	8.5%	10.0%	8.3%	7.7%
息税前利润率	11.4%	11.9%	12.9%	14.1%	15.3%	16.0%	16.3%	16.9%	17.3%	17.7%
EBIT*(1-t)	673	771	903	1,080	1,266	1,426	1,547	1,702	1,844	1,986
+ 折旧及摊销	931	955	998	1,029	1,082	1,135	1,195	1,259	1,334	1,416
- 营运资金变化	-572	-561	-486	-528	-520	-579	-550	-656	-682	-751
- 资本支出	-683	-705	-827	-873	-984	-998	-1,139	-1,236	-1,413	-1,560
<b>自由现金流终值</b>	<b>350</b>	<b>460</b>	<b>589</b>	<b>708</b>	<b>844</b>	<b>984</b>	<b>1,052</b>	<b>1,068</b>	<b>1,083</b>	<b>1,091</b>
同比增长		31.6%	28.1%	20.1%	19.2%	16.6%	6.9%	1.5%	1.4%	0.7%

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 61：关键假设和 DCF 分析

关键假设		DCF 分析（港币百万元）	
税率	25.0%	预测期自由现金流现值	5,649
目标权益资本比	37.3%	自由现金流终值	15,422
贝塔系数	1.20	永续自由现金流现值	7,971
无风险收益率	2.5%	企业价值	13,620
风险溢价	5.5%	净现金	-4,351
权益资本成本	9.1%	权益价值	9,269
债务资本成本	6.8%	每股权益价值（港元）	6.37
税后债务资本成本	5.1%		
WACC	7.6%		
永续增长率	0.5%		

资料来源：公司数据，中金公司研究部

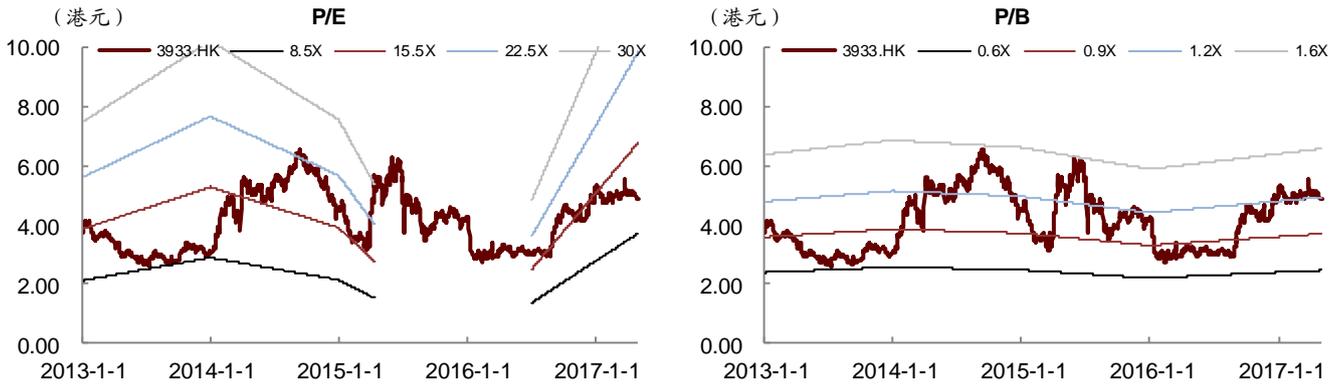
图表 62：DCF 估值

每股权益价值（港元）		永续增长率					
		0.1%	0.3%	0.5%	0.7%	0.9%	
WACC	7.0%	6.90	7.09	7.29	7.50	7.73	
	7.2%	6.60	6.78	6.96	7.16	7.37	
	7.4%	6.32	6.48	6.66	6.84	7.03	
	<b>7.6%</b>	<b>6.05</b>	<b>6.21</b>	<b>6.37</b>	<b>6.54</b>	<b>6.72</b>	
	7.8%	5.80	5.94	6.09	6.25	6.42	
	8.0%	5.56	5.70	5.84	5.98	6.14	
	8.2%	5.34	5.46	5.59	5.73	5.87	

资料来源：公司数据，中金公司研究部



图表 63: P/E 和 P/B 区间



资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：由于2016年净亏损，我们未展示2H15和1H16的P/E区间

图表 64: 可比公司估值表 (截至2017年5月18日)

公司名称	代码	收盘价 2017/5/18 (港元)	总市值 (百万港元)	每股收益 (本币单位)			市盈率			市净率			企业价值倍数			净资产收益率			股息 收益率
				2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	2016A	2017E	2018E	
<b>港股医药综合类上市公司</b>																			
上海医药	2607.HK	21.40	70,645	1.19	1.39	1.61	16.1	13.8	12.4	1.6	1.5	1.4	13.8	12.6	11.2	10.2	10.4	10.9	n.a.
白云山	874.HK	20.90	47,390	0.93	1.08	1.24	20.2	17.3	15.7	2.0	1.6	1.5	19.8	17.9	16.0	12.3	8.7	9.1	1.5
华润医药	3320.HK	8.88	55,806	0.45	0.56	0.63	19.8	15.9	14.0	1.3	1.3	1.1	7.7	7.0	6.2	8.9	8.3	8.6	1.0
市值加权平均			71,490				18.0	14.6	13.2	1.9	1.7	1.5	12.0	10.8	9.7	11.7	11.1	11.2	1.45
中值			70,645				18.5	14.8	13.2	1.8	1.5	1.4	11.5	10.4	9.3	11.3	9.6	10.0	1.5
<b>港股制药行业上市公司</b>																			
石药集团	1093.HK	11.18	67,684	0.35	0.44	0.53	31.9	25.5	20.9	6.6	5.6	4.7	19.9	16.2	13.4	21.8	24.0	25.0	1.1
同仁堂科技	1666.HK	12.30	15,754	0.47	0.54	0.62	23.7	20.4	18.4	2.7	2.4	2.1	11.9	10.3	9.1	15.2	12.7	12.7	1.5
同仁堂国药	8138.HK	11.58	9,694	0.50	0.58	0.66	23.1	20.0	17.5	4.4	3.8	3.3	14.1	12.7	11.3	21.7	21.7	21.1	1.4
丽珠医药	1513.HK	51.60	27,055	1.84	2.25	2.65	25.1	20.6	18.1	3.2	2.6	2.2	17.0	14.6	12.8	14.2	17.7	13.6	1.1
中国生物制药	1177.HK	6.53	48,402	0.26	0.28	0.31	25.3	22.5	21.1	4.7	4.1	3.4	13.1	12.0	10.4	22.8	21.2	20.2	0.9
石四药集团	2005.HK	3.09	8,775	0.17	0.20	0.23	18.0	15.6	13.7	3.3	2.8	2.5	11.9	10.1	8.9	18.3	20.2	20.3	1.8
三生制药	1530.HK	10.74	27,197	0.28	0.36	0.45	34.1	27.0	22.4	3.9	3.3	2.9	23.6	18.6	15.2	11.9	13.1	15.0	0.0
中国中药	570.HK	4.23	18,745	0.22	0.27	0.31	17.4	14.3	12.6	1.3	1.3	1.2	11.4	9.5	8.3	8.0	9.7	10.6	1.7
联邦制药	3933.HK	4.78	7,776	-0.01	0.32	0.39	n.a.	14.8	12.1	1.3	1.2	1.1	9.4	6.6	5.9	n.a.	8.5	9.4	0.0
李氏大药厂	950.HK	7.50	4,427	0.42	0.48	0.53	17.9	15.7	14.2	2.6	2.4	2.1	12.0	11.0	10.1	16.7	17.5	19.3	1.5
绿叶制药	2186.HK	4.76	15,808	0.27	0.32	0.36	16.0	13.4	12.2	2.2	1.9	1.7	12.2	9.5	8.5	14.0	15.0	15.0	0.8
康臣药业	1681.HK	5.60	4,638	0.30	0.44	0.53	16.7	11.5	9.8	n.a.	2.2	1.8	9.5	6.8	5.8	18.3	22.6	24.5	1.9
东瑞制药	2348.HK	4.63	3,713	0.40	0.44	0.53	10.4	9.4	8.2	2.0	1.8	1.5	6.2	5.5	5.1	n.a.	n.a.	n.a.	2.8
四环药业	460.HK	3.36	31,823	0.16	0.20	0.22	18.8	15.2	14.5	2.5	2.4	2.1	12.1	9.6	8.9	13.6	15.2	14.9	1.8
市值加权平均			43,764				25.2	19.8	17.4	3.7	3.2	2.8	18.8	15.8	13.4	16.3	17.0	17.4	1.1
中值			12,724				19.9	16.3	14.9	2.8	2.4	2.1	12.1	10.2	9.0	14.8	17.3	15.0	1.4
<b>港股医疗器械行业上市公司</b>																			
山东威高	1066.HK	5.86	26,232	0.29	0.33	0.38	18.1	15.7	14.2	1.9	1.8	1.6	13.9	9.9	8.8	9.8	12.4	11.8	1.7
先健科技	1302.HK	1.89	8,169	0.02	0.03	0.05	73.5	60.4	33.8	15.2	6.4	5.2	60.1	29.0	20.5	36.0	16.3	19.1	0.0
普华和顺	1358.HK	1.75	2,766	0.14	0.16	0.17	11.6	9.8	9.6	1.0	1.0	0.9	7.5	5.3	5.6	9.5	10.0	9.7	0.0
春立医疗	1858.HK	13.18	912	n.a.	1.35	1.62	n.a.	8.7	7.6	n.a.	1.3	1.1	n.a.	6.3	5.2	12.8	14.9	16.9	n.a.
市值加权平均			5,616				28.9	24.0	17.6	4.5	2.6	2.3	22.6	13.2	10.7	14.9	12.9	13.2	1.2
中值			7,992				18.8	15.7	13.7	1.8	1.7	1.5	12.7	9.0	7.5	9.8	12.4	11.8	0.5
<b>港股医疗服务行业上市公司</b>																			
康华医疗	3689.HK	11.46	3,832	0.42	0.52	0.60	24.3	19.7	17.8	2.8	2.6	2.3	10.2	8.8	7.6	17.5	14.8	15.2	1.4
新世纪医疗	1518.HK	7.48	3,665	0.20	0.27	0.31	33.3	25.2	22.3	3.5	2.8	2.3	29.9	13.3	10.5	11.1	21.3	12.0	0.0
凤凰医疗	1515.HK	10.76	13,952	0.27	0.30	0.38	35.3	32.1	26.2	3.2	2.4	2.3	29.6	19.2	15.4	13.9	10.4	9.7	0.0
和美医疗	1509.HK	3.81	2,890	0.15	0.17	0.18	23.5	20.5	20.0	1.7	1.7	1.6	8.7	7.8	6.5	7.7	8.6	8.8	1.5
康宁医院	2120.HK	36.95	2,699	1.01	1.13	1.47	32.8	29.3	23.4	2.4	2.2	2.1	21.1	14.9	11.7	7.1	8.1	9.0	0.8
市值加权平均			8,755				31.9	27.9	23.5	2.9	2.4	2.2	23.8	15.3	12.3	12.7	12.1	10.6	0.4
中值			2,890				32.8	25.2	22.3	2.8	2.4	2.3	21.1	13.3	10.5	11.1	10.4	9.7	0.8

资料来源：彭博资讯，中金公司研究部；注：浅灰色背景表示的是中金覆盖公司（采用中金预测），白色背景为未覆盖公司（采用彭博一致预期）。



## 风险

### 公司层面风险

- ▶ 甘精胰岛素销售进展落后预期；
- ▶ 新产品推出时点慢于预期；
- ▶ 由于公司短期贷款占比较高，利率风险也值得关注；
- ▶ 成都商业地产项目可能出现亏损。

### 行业层面风险

- ▶ 中间体与原料药产品价格降幅超出预期；
- ▶ 成品药竞标价格下调幅度大于预期；
- ▶ 环保系统开支高于预期。

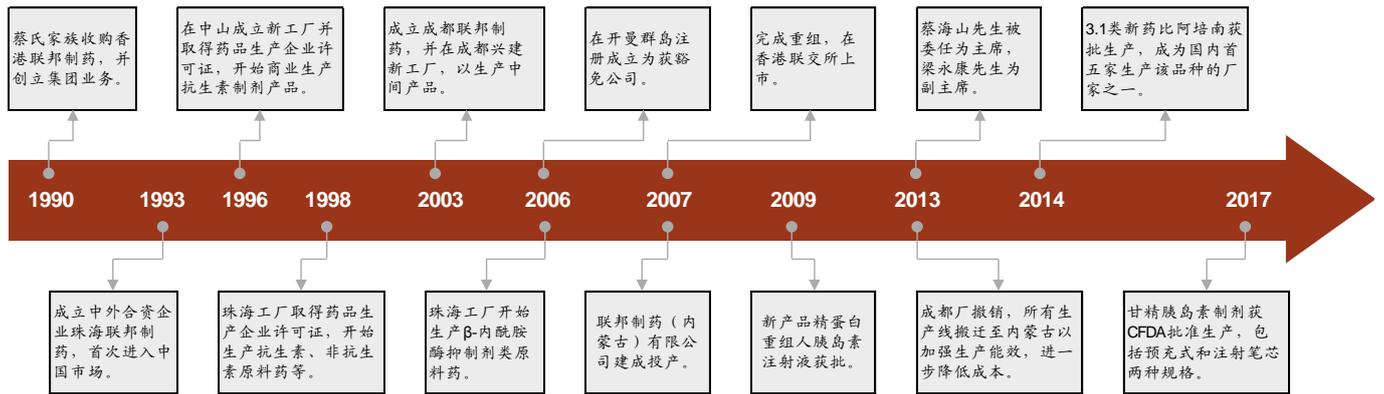


## 附录：公司简介

### 公司发展历程

联邦制药成立于1990年，2007年在香港交易所上市。自成立以来，公司分别在香港、广东和内蒙古组建了六家生产基地，主要从事中间体、原料药和抗生素成品药的生产、销售和研发。近年来公司开始布局胰岛素业务，目前可以生产第二代和第三代胰岛素系列产品。

图表 65：公司发展历程



资料来源：公司数据，中金公司研究部

### 生产基地产能

我们在下面图表中整理出了上述六个生产基地的详细信息。

图表 65：公司的六个生产基地

地点	开设时间	投资	主要生产产品	产能
香港	1990	无数据	非胰岛素类制剂	无数据
中山	1996	初期投资2亿元	抗生素制剂和人源胰岛素	人胰岛素1,500万瓶；半合成青霉素20,000吨
珠海	1998	胰岛素业务已投资10亿元	原料药、胰岛素类似物、制剂	胰岛素类似物1亿瓶
内蒙古	2007	总投资30亿元，3亿元用于环境保护	中间体、原料药、制剂	6-APA 18,000吨
开平	1997		空心胶囊	每月2亿颗胶囊
内蒙古	2014	超2亿元	兽药	无数据

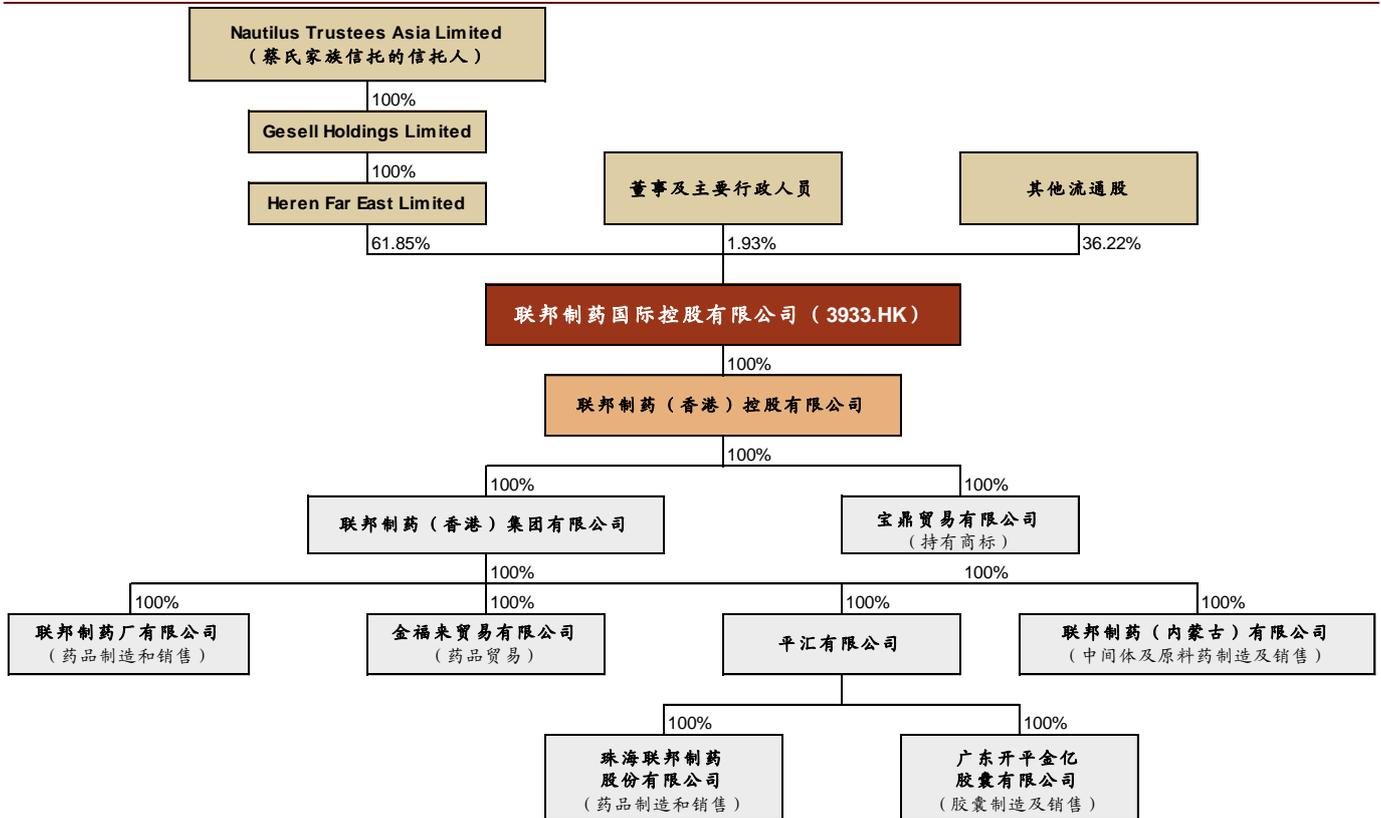
资料来源：公司数据，中金公司研究部



股权结构

截止 2016 年底，公司多数股权（61.85%）由 Nautilus Trustees Asia Limited 间接持有。Nautilus Trustees Asia Limited 是蔡氏家族信托的信托人，信托对象包括公司董事蔡海山先生和其他家族成员。联邦制药董事和主要行政人员持股 1.93%，剩余 36.22%的股权由公众投资者持有。旗下所有子公司均由联邦制药 100%直接或间接持有。

图表 67：股权结构及主要子公司（2016）



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](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  
翻译：卢伟  
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

### 上海德丰路证券营业部

上海市奉贤区德丰路299弄1号  
A座11楼1105室  
邮编: 201400  
电话: (86-21) 5879-6226  
传真: (86-21) 6887-5123

### 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A座6层  
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

### 上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号  
邮编: 200020  
电话: (86-21) 6386-1195  
传真: (86-21) 6386-1180

### 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



CICC  
中金公司

