

医药生物行业

报告日期：2017 年 11 月 2 日

点评

医药行业 OFDI 快速增长，海外投资方兴未艾

——医药行业专题报告

✉ : 张海涛 执业证书编号: S1230517080002
☎ : 021-80106045
✉ : zhanghaitao@stocke.com.cn

行业评级

医药生物

看好

报告导读

由于国内市场竞争的日趋激烈和优质标的的减少，海外并购案例日益增加，中国医药类企业寻找国外优质资源将会成为不可阻挡的大趋势。

投资要点

□ 国内医药行业对外投资发展加速

2006 年以来，我国医药业实际使用外资金额总体呈上升趋势，合同项目数量下降，表明单个项目规模增大。目前我国很多医药企业都已经开展了产品的出口贸易，在此基础上开拓了国外市场并积累了对于国外市场的了解，一些医药企业开始尝试对外直接投资，以此更好地实施“走出去”的国际化经营策略。

□ 依靠海外平台，实现国内药企国际化

中国医药行业对外直接投资主要集中在香港地区、美国和周边东南亚国家，主要是基于贸易促进和效率寻求动机的对外投资。同时对发展中国家投资集中在劳动力资源充足且廉价的国家，特别是邻近的东南亚国家。依靠这些平台，国内药企可以实现国际化，分散经营风险，还可以有效化解产能过剩等问题。

□ 多家国内药企拓展海外业务渠道，探索技术型增长

多家国内医药企业借助对外投资，拓展业务渠道，提高资源技术。药明康德借助国际资本市场的力量，通过并购手段迅速建立规模优势；上海医药在 2016 年 8 月实现第一次真正意义上的海外并购，斥资 9.38 亿元收购澳大利亚保健品公司 Vitaco，进军保健品领域。2010 年后绿叶制药海外直接投资侧重于在技术获得上，2016 年与瑞士 Acino 公司签约，以 2.45 亿欧元购买其旗下透皮释药物业务，Acino 是位于欧洲的领先先进透皮释药系统（TDS）公司，并且是欧洲最大的独立 TDS 制造商之一，公司业务主要来自于发达国家市场，其拥有美国 FDA 和欧盟 GMP 认证的高质量工厂。

□ 中国药企海外并购会愈加慎重，但趋势不会改变

海外并购虽然依旧拥有多重机会，但资本管控将给出境并购活动带来影响，跨国并购的难度增加，企业对于对外直接投资更加慎重，资本外逃型的对外投资会得到遏制并逐渐减少，因此以后进行的跨国并购和绿地投资的项目极有可能被企业是强烈看好的，企业投资该项目的意愿可能相比以往来说更加强烈。因此总体来看未来国内企业做出对外投资决策对于企业本身是一个有利的消息。未来中国生命科学与医疗行业并购将延续之前的历史趋势，交易数量与交易金额均有望保持平稳上升。

相关报告

- 1 《《关于深化审评审批制度改革鼓励药品医疗器械创新的意见》解读点评》2017.10.10
- 2 《医保谈判目录点评》2017.08.01
- 3 《液态活检-无创肿瘤诊断利器，打开千亿市场空间》2016.07.11
- 4 《溶瘤病毒-肿瘤治疗新希望，潜力巨大新技术》2016.07.03
- 5 《解决传统低效治疗之路，肿瘤基因检测即将爆发》2016.06.14

张海涛

报告撰写人：陈亚天

曹梦悦

张海涛

数据支持人：陈亚天

曹梦悦

行业公司研究——医药生物行业

证券研究报告

正文目录

1. 中国医药业对外直接投资发展历程	4
1.1. 初期以接受外商直接投资为主	4
1.2. 逐步尝试对外直接投资	4
1.3. 并购发展逐渐增多	7
1.4. 中国药企对外直接投资的省级特征	9
1.5. 中国药企对外直接投资的目的地特征	10
2. 中国医药业对外直接投资的类型及发展原因	11
2.1. 中国医药行业对外直接投资的类型	11
2.2. 中国医药行业对外直接投资发展的内部推动因素	11
2.2.1. 迅速获取战略性资产	11
2.2.2. 利用香港作为平台	12
2.2.3. 分散经营风险	12
2.2.4. 化解国内产能过剩危机，拓展海外市场	12
2.3. 中国医药行业对外直接投资发展的外部因素	12
2.3.1. 经济因素	12
2.3.2. 政治因素	13
3. 中国药企对外直接投资案例	14
3.1. 渠道类（外延式增长）	14
3.1.1. 药明康德	14
3.1.2. 上海医药集团股份有限公司	15
3.2. 资源技术类（内涵式增长）	15
3.2.1. 绿叶制药	15
3.2.2. 海普瑞并购加拿大 PLI	16
3.2.3. 爱尔眼科	17
3.2.4. 人福医药	18
3.3. 中国医药企业对以色列的直接投资	18
3.3.1. 以色列医疗产业	18
3.3.2. 中国医药企业并购以色列公司概况	18
4. 中国药企对外直接投资机会与风险并存	19
5. 中国药企海外并购会愈加慎重，但趋势不会改变	20

图表目录

图 1: 医药制造业接受外商直接投资	4
图 2: 我国医药品出口金额	4
图 3: 中国生物技术产业并购事件	5
图 4: 中国生物技术产业并购与 IPO	5
图 5: 生命科学、基础生物、医学论文数量	5
图 6: 中国专利申请授予量及占世界的比例	5
图 7: 对外投资项目数量	6
图 8: 2010 后中国医药行业对外直接投资项目目的地	6
图 9: 2010 年-2016 年各省对外直接投资项目数量合计	9
图 10: 江苏 2010 年以来对外直接投资主要目的地	9
图 11: 浙江 2010 年以来对外直接投资主要目的地	9
图 12: 上海 2010 年以来对外直接投资主要目的地	9
图 13: 北京 2010 年以来对外直接投资主要目的地	9
图 14: 广东 2010 年以来对外直接投资主要目的地	10
图 15: 2010 年以来中国对美国直接投资项目来源	11
图 16: 2010 年以来中国对中国香港直接投资项目来源	11
图 17: 国有企业医药工业利润	12
图 18: 中小企业医药制造业资金利润率	12
图 19: 药明康德净利润	14
图 20: 绿叶制药净利润	16
图 21: 绿叶制药收入构成	16
图 22: 海普瑞净利润	16
图 23: 风险防范	20
表 1: 中国医药行业对外直接投资经营范围	7
表 2: 2017 年上市企业出境并购情况	8
表 3: 对外投资企业税收政策	13
表 4: 药明康德国内外实验室收入情况	14
表 5: 上海医药集团股份有限公司对外投资	15
表 6: 上海医药国外收入情况	15
表 7: 海普瑞国内外收入情况	17
表 8: 2016 年-2017 年中国医药企业并购以色列公司	18

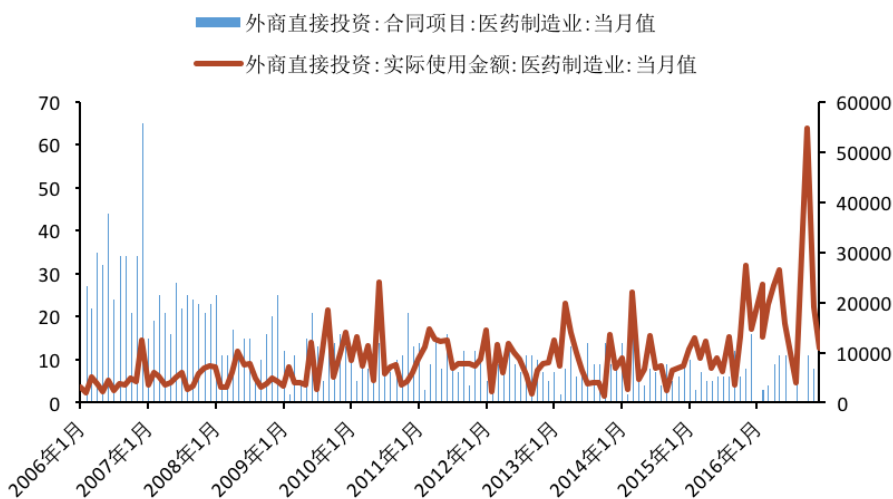
1. 中国医药业对外直接投资发展历程

1.1. 初期以接受外商直接投资为主

医药产品生产的区域性和消费的全球性，决定了医药产业是一个国际化程度比较高的产业。在全球的医药并购浪潮中，我国医药企业面临着日益激烈的国内外竞争。国外大型医药集团在我国并购加速，市场控制力不断增强，目前，世界前 20 名的跨国医药公司都在我国设立了合资工厂。从 2002 年诺和诺德率先在我国建立药物研发中心以来，近几年跨国制药企业掀起中国研发热潮。到目前为止，诺和诺德、罗氏、阿斯利康、礼来、诺华、辉瑞等制药巨头已在我国设立了研发中心，完成其药物研究、药品开发、生产制造和市场销售环节等整体布局。

我国医药行业的所接受的外商投资已从港澳台资金为主和以劳动密集型出口加工企业为主的第一阶段，进入规模较大、技术含量较高的大型跨国医药公司为主并进行系统化投资的阶段。2006 年以来，我国医药业实际使用外资金额总体呈上升趋势，合同项目数量下降，表明单个项目规模增大。

图 1：医药制造业接受外商直接投资



资料来源：国家统计局，浙商证券研究所

根据《2016 中国外商投资报告》，2015 年，高技术制造业整体发展良好，计算机及办公设备制造业增长接近一倍，信息化学品制造业增幅超过 65%，医药制造业以及航空、航天器及设备制造业增幅都在三成以上。随着医药市场的演进，大量外资药企、跨国医药企业并购对国内市场产生的“挤压”，形成了剧烈、多头的竞争，使得我国医药企业同时面临国内国际两个市场、两种竞争，也迫使我国医药企业在正视自身劣势的同时，迅速提升国际竞争力，“走出去”寻找新的发展空间。

1.2. 逐步尝试对外直接投资

目前我国很多医药企业都已经开展了产品的出口贸易，在此基础上开拓了国外市场并积累了对于国外市场的了解，一些医药企业开始尝试对外直接投资，以此更好地实施“走出去”的国际化经营策略。

图 2：我国医药品出口金额

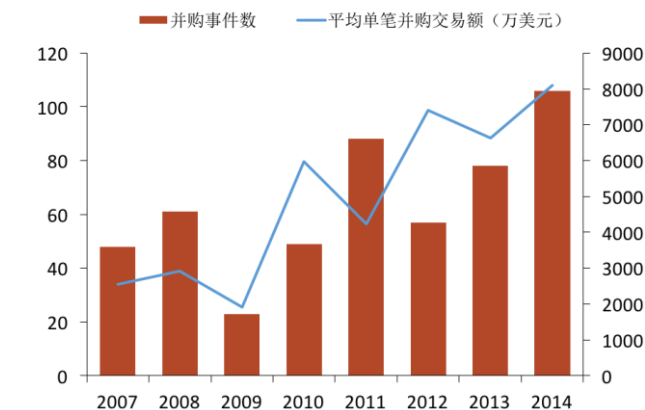


资料来源：wind，国家统计局，浙商证券研究所

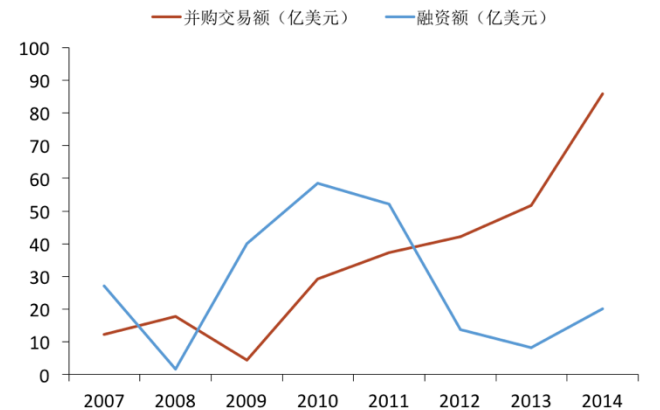
20 世纪 80 年代中期开始，我国医药行业中一些发展好、实力强、经济效益好、长期从事经营出口业务的企业开始试探性地对外直接投资。比如 1987 年，中国青春宝加拿大分公司成立；1998 年，上海医药股份有限公司在苏丹喀土穆设立工厂，生产青蒿素产品；1998 年，山东新华制药集团选择在非洲投资建厂进行化学药品生产；2006 年，中国国药集团在越南河内设立的化学药制剂工厂，开始生产青霉素类和头孢类粉针，年产量约为 1 亿支。北京同仁堂作为中国最大的中药企业，在欧美和东南亚等地开办二十多家分公司（药店），通过“以医带药”产品加服务的方式逐步发展。中国生物技术产业并购事件成倍增长，相较于 2007 年并购交易额增长近 10 倍。

图 3：中国生物技术产业并购事件

图 4：中国生物技术产业并购与 IPO



资料来源：wind，浙商证券研究所

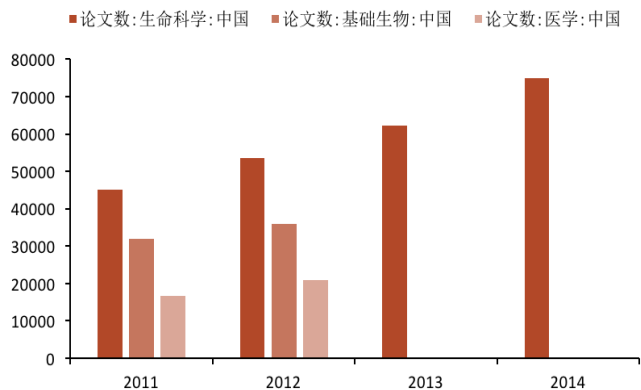


资料来源：wind，浙商证券研究所

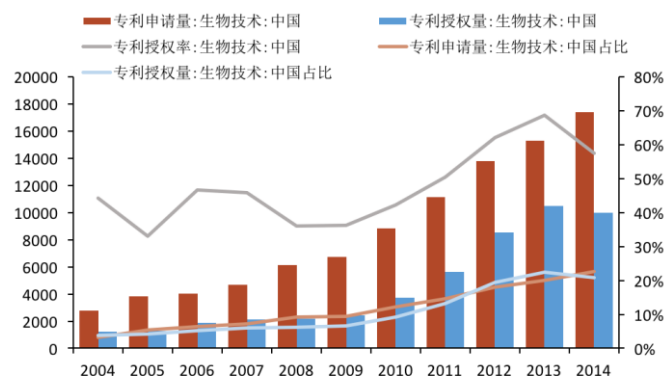
随着国内医药市场竞争日趋激烈，对国外市场的了解日益加深，以及我国生命科学、基础生物、医学方面的不断发展进步，我国医药类企业开始积极探寻海外发展的机会。

图 5：生命科学、基础生物、医学论文数量

图 6：中国专利申请授予量及占世界的比例



资料来源: wind, 浙商证券研究所

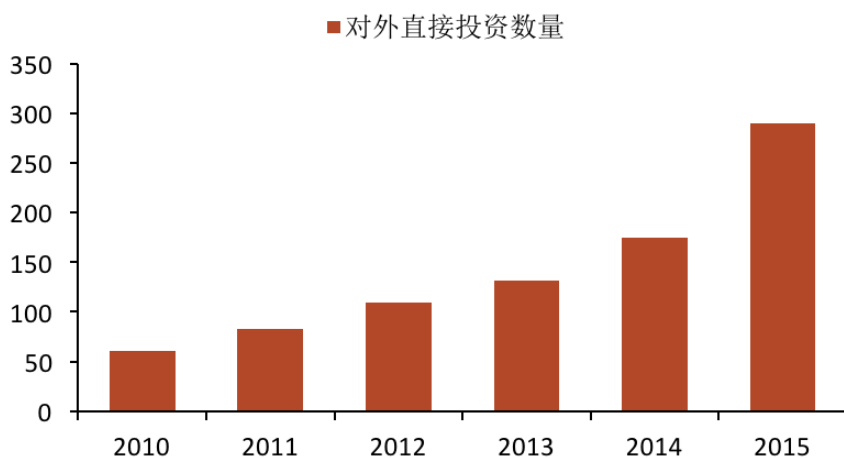


资料来源: wind, 浙商证券研究所

三九集团曾尝试收购日本东亚制药,成为第一个敢于兼并国外企业的中国药企。2007年,以研发外包为主业的药明康德收购了美国生物学服务和医学设施供应商 AppTech 公司,成为国内医药界首个获得成功的海外购并案。

我国医药企业在中国香港、美国、新加坡、日本等国家和地区都进行了绿地投资或者并购,成功实现了对外直接投资,而且实现对外直接投资的行业也覆盖化学制药、中药、生物制药与研发等领域。2016年对外投资数量比2010年增长近6倍。

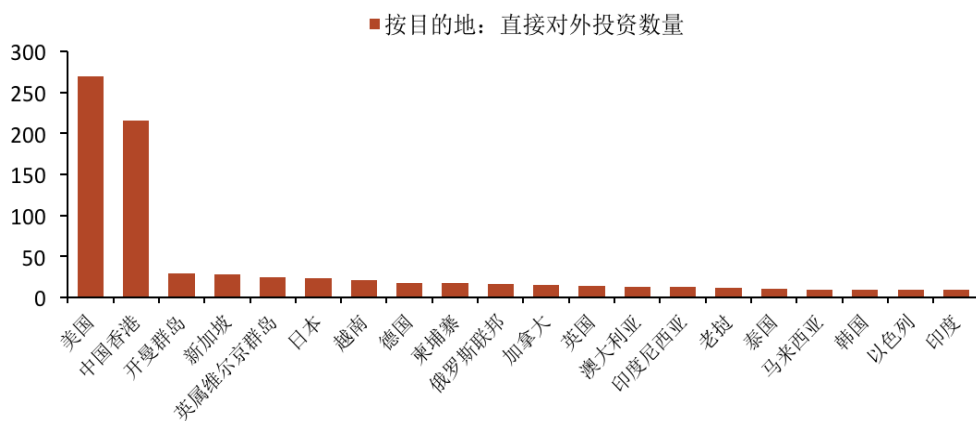
图 7: 对外投资项目数量



资料来源: 浙商证券研究所

虽然相对于医药产品出口,我国医药企业的对外直接投资无论是在数量、资金和效益上都不算理想,但是我国医药企业对外直接投资的热情和兴趣却越来越高。美国和香港还是我国医药行业投资的主要市场,对外投资数量基本等于其他地区的总和;在印度,例如南希、瑞迪等大型医药企业,其生产规模与我国的扬子江药业、华北制药集团等相当,但是这些企业在国际市场上的对外直接投资的成绩远远好于我国同等规模、同类型的大型企业。我国医药企业的对外直接投资尚处于起步阶段,还有相当长的路要走,有待更好地探索。

图 8: 2010 后中国医药行业对外直接投资项目目的地



资料来源：浙商证券研究所

中国医药行业对外直接投资涉及研发、生产和销售等方向，以央企为例，如表 1 所示。

表 1：中国医药行业对外直接投资经营范围

国家/地区	境内投资主体	境外投资企业（机构）	省市	经营范围	核准日期
俄罗斯联邦	中国化学工程股份有限公司	中国化学工程俄罗斯有限公司	中央企业	承包俄罗斯境内外建筑工程、基础设施工程；化工、石油、医药、电力、煤炭工业工程的承包；工程咨询、勘察、设计、施工及项目管理和售后服务；环境治理；进出口业务等	2010/12/1
委内瑞拉	中国医药保健品股份有限公司	中国医药保健品股份有限公司驻委内瑞拉代表处	中央企业	保证中国医药向委内瑞拉卫生部提供医疗卫生产品协议的顺利履行及开展一定的业务联系、合同谈判等工作	2011/7/21
越南	中国医药对外贸易公司	中国医药集团（越南）制药有限公司	中央企业	生产和销售注射液类产品	2011/8/3
委内瑞拉	中国医药保健品股份有限公司	中国医药保健品股份有限公司委内瑞拉公司	中央企业	药品及医疗器械的销售、产品注册、提供售后服务和其它配套支持	2011/10/20
越南	中国医药集团总公司	VCP 药品股份公司	中央企业	抗生素类粉针生产和销售	2012/6/12
美国	上海睿道生物医药科技有限公司	ADV 生物技术股份有限公司	中央企业	基因载体研究、蛋白高效表达技术、稳定高效产业细胞株构建及相关医药产品技术服务	2013/11/29
厄瓜多尔	中国国际医药卫生公司	国药国际（厄瓜多尔）有限公司	中央企业	中国品牌医疗产品、中国产原料药和中间体、化工等产品的出口和厄瓜多尔产特色农渔产品等医药化工相关产品的经营等。	2013/12/17
越南	中国医药集团总公司	VCP 药品股份公司	中央企业	抗生素类粉针生产和销售	2015/9/14
中国香港	中国医药保健品有限公司	美康（香港）国际有限公司	中央企业	进出口业务；咨询服务	2016/3/4

资料来源：商务部对外投资企业（机构）备案结果公开名录，浙商证券研究所

1.3. 并购发展逐渐增多

14 年以后海外并购的活跃程度明显上升，影响境外并购活跃的因素有多种。首先是宽松的政策以及国家对医药大健康产业的关注，国内公司希望获得海外先进技术的产品后抓住政策红利。其次，在国内近几年氛围影响下，并购整

合火热导致优质标的逐渐减少，同时估值价格水涨船高，国内企业纷纷向海外寻找拥有高技术高质量产品而估值合理的收购对象。加上人民币贬值的背景，收购海外资产对国内公司的吸引力增强。

表 2：2017 年上市企业出境并购情况

首次披露日	交易标的	交易买方	标的方所在行业	交易总价值(万元)	币种	最新进度
2017/6/27	司贝士部分股权	京新药业(002020.SZ)	西药	200	美元	董事会预案
2017/6/20	Newchem100%股权;Effechem100%股权	仙琚制药(002332.SZ)	生物科技,保健护理 产品经销商	11,000.00	欧元	股东大会通过
2017/6/2	Xcovery66.91%股权	贝达药业(300558.SZ)	生命科学工具和服务	1,999.26	美元	股东大会通过
2017/5/17	ACL 公司 100%股权	雅本化学(300261.SZ)	西药	2,445.80	欧元	完成
2017/5/9	Amsino Medical 38.66%股权	鱼跃科技发展; 鱼跃医疗(002223.SZ)	医疗保健设备	2,654.74	美元	完成
2017/5/5	PRP 公司 70%股权	恒康医疗(002219.SZ)	医疗保健设备	169,361.97	人民币元	完成
2017/5/3	Romaco 公司 75.1%股权	--	医疗保健设备	10,010.83	欧元	完成
2017/5/2	华昊中天 5.2632%股权;Tyrogenex 部分股权	贝达药业(300558.SZ)	医疗保健技术	11,895.60	人民币元	进行中
2017/4/18	VGX-3100 产品及该产 品专利,专有技术授 权;INO 公司部分股权	东方略(430187.OC)	生物科技	48,125.00	人民币元	董事会预案
2017/4/8	CML30%股权	复星医药 (600196.SH,600196. SH,2196.HK,2196.HK S)	医疗保健设备	26,358.93	人民币元	签署转让协议
2017/3/23	P2B 部分股权	京新药业(002020.SZ)	西药	500	美元	董事会预案
2017/3/23	Pharmula 6.167%股权	京新药业(002020.SZ)	西药	50	美元	董事会预案
2017/3/23	Perflow 部分股权	京新药业(002020.SZ)	医疗保健设备	400	美元	董事会预案
2017/3/17	香港永禾 95%股权	博济医药(300404.SZ) ; 物明博济医疗健康 基金	医疗保健技术	6,000.00	人民币元	达成转让意向
2017/3/9	弘和仁爱部分股权	东软集团 (600718.SH,600718.S HN)	保健护理设施	500	美元	董事会预案
2017/3/6	Cnoga23.81%股权	京东方 (000725.SZ,200725.S Z)	医疗保健设备	5,000.00	美元	董事会预案
2017/2/27	BCL16.5%股 权;BAI35%股权	荣泰健康 (603579.SH)	医疗保健设备	700	美元	达成转让意向
2017/2/22	Labrada30%的股权	金达威(002626.SZ)	医疗保健用品	810	美元	完成
2017/1/26	J-STAR 100%股权	博腾股份(300363.SZ)	医疗保健设备	2,600.00	美元	完成

资料来源：浙商证券研究所

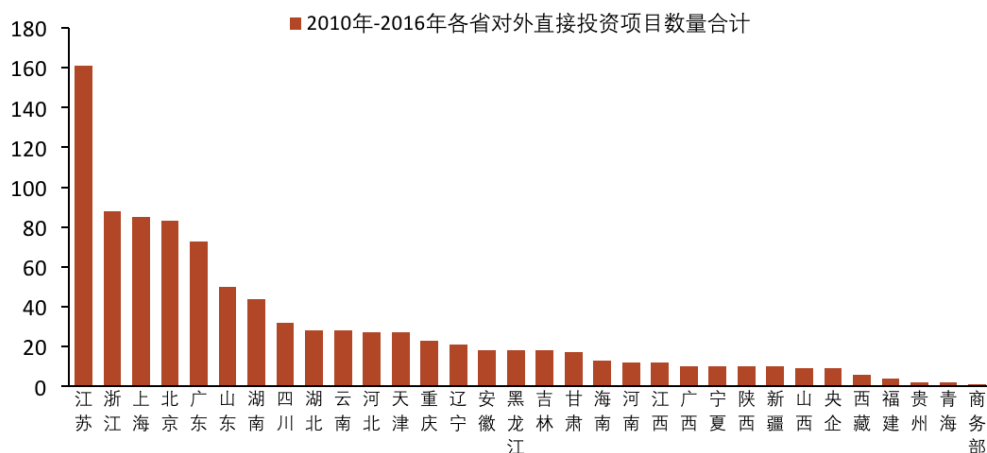
在经营方面国内公司对海外医药企业并购的原因也有多种，大致能分为以下几类。一是开拓中国以外的市场，用并购标的在其市场本有的渠道实现交叉销售。加速国际化和提高全球市场占有率是很多企业的并购原因。二是快速获

取相关技术来加快研发进程。三是横向丰富产品种类以及纵向延伸到不同的产业链。除了医药行业内的相关产业并购，投资型的公司也非常积极地参与在海外医药企业的并购之中以获取较高的回报。

1.4. 中国药企对外直接投资的省级特征

目前医药行业对外直接投资各省间差异较大，地区分布不平衡。北广江浙沪仍是对外直接投资数量排名前五的省份，这与经济发展状况也有密不可分的关系。

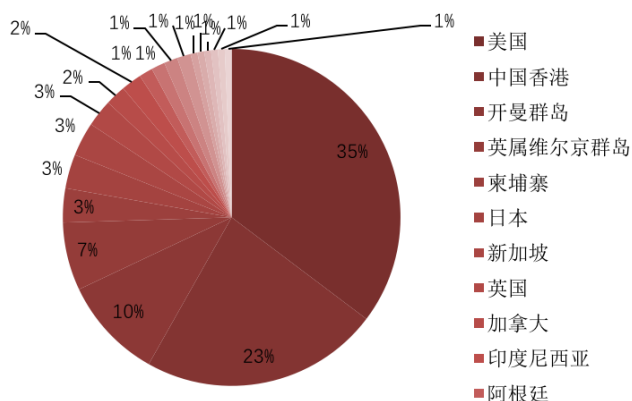
图 9：2010 年-2016 年各省对外直接投资项目数量合计



资料来源：浙商证券研究所

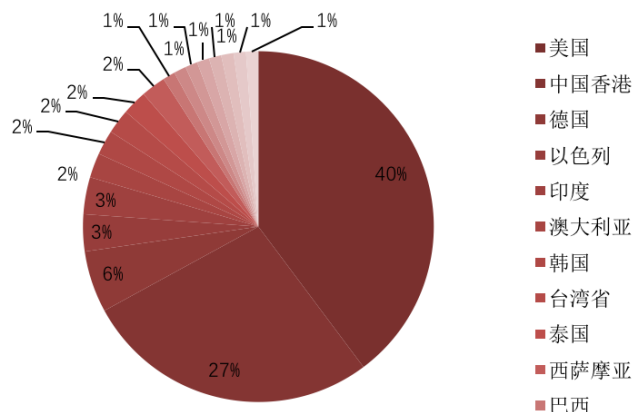
与此同时，我国医药企业进行对外直接投资的企业数量还不多、规模还不小，从 2010 年以来对外直接投资数量排名前五省和地区的实例来看，其目的地较为集中，主要集中在美国和中国香港，同时各地区主要目的地不同，如图 9-图 13 所示。

图 10：江苏 2010 年以来对外直接投资主要目的地



资料来源：浙商证券研究所

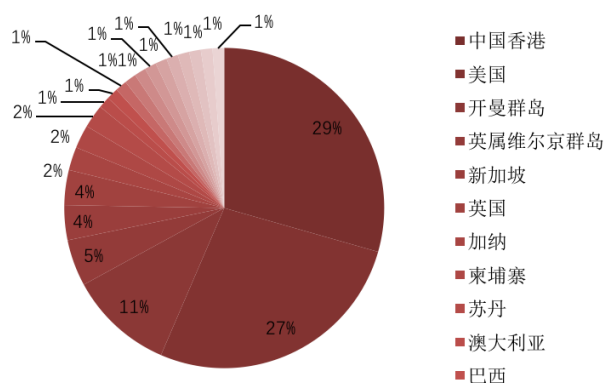
图 11：浙江 2010 年以来对外直接投资主要目的地



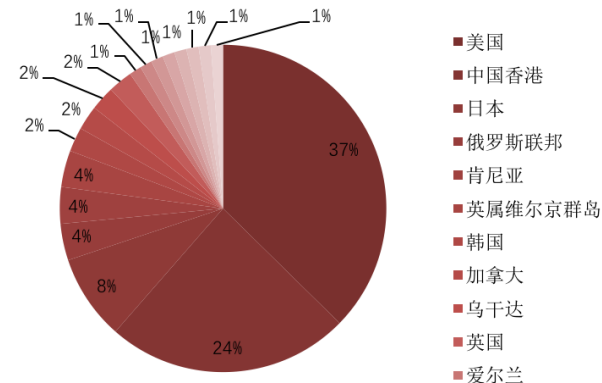
资料来源：浙商证券研究所

图 12：上海 2010 年以来对外直接投资主要目的地

图 13：北京 2010 年以来对外直接投资主要目的地

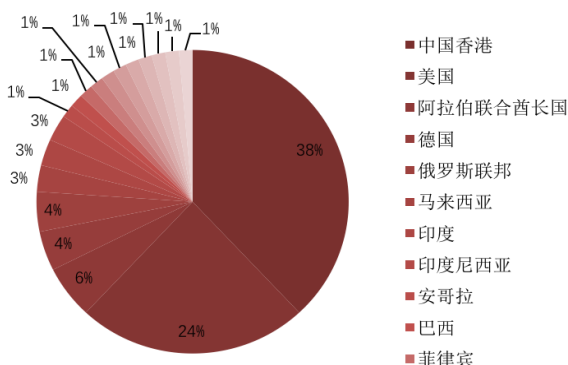


资料来源：浙商证券研究所



资料来源：浙商证券研究所

图 14：广东 2010 年以来对外直接投资主要目的地



资料来源：浙商证券研究所

各省对外投资的主要目的也有所差别，虽然都已以研发和销售为主（例如爱斯医药科技（南京）有限公司在美国境外投资机构的主要经营范围是新药研发、原料药生产销售、技术咨询、服务），但是浙江、江苏、北京的企业对外投资中研发的重要性更加凸显，存在较多只以研发为主要目的的企业（如精华制药集团股份有限公司境外投资机构主要从事肿瘤、单基因疾病、代谢病、自身免疫类疾病创新药的研究）。

广东企业对外投资直接投资集中于香港地区，主要是基于香港独特优势，出于增强对外贸易便利性、避税、便于海外再投资等目的。随着广东经济结构升级，近两年来出口贸易规模下降，特别是深圳已逐渐成为全国 IT、金融、电子、生物医药等高科技产业聚集区，传统出口贸易比重快速下降，因此广东企业在香港设立境外企业促进外贸发展的动机有所降低，然而相对于其他地区而言，广东省对于香港的医药类直接投资仍然占比较高。

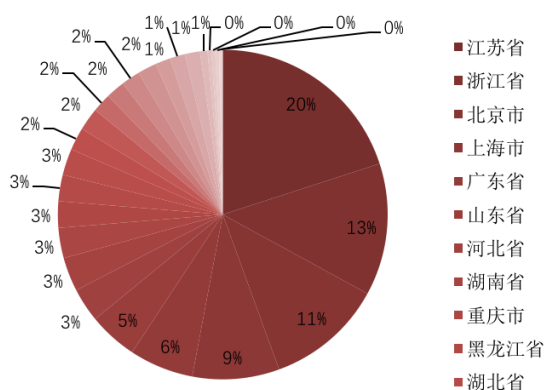
1.5. 中国药企对外投资直接投资的目的地特征

对于中国医药行业对外投资直接投资项目目的地进行分类，可以看出中国医药行业对外投资直接投资主要集中香港地区、美国和周边东南亚国家，主要是基于贸易促进和效率寻求动机的对外投资。我国目前每年审批的药品数量中 90% 是改剂型和仿制药，创新药的比例偏低。不仅如此，生物医药科研成果的产业转化状况困扰着产业发展。以设立分支或兼并、收购等方式去美国、日本、新加坡等科技创新高地直接投资是培育核心竞争力的有效方式之一，利用当地的技术溢出、人力资源和高端市场，提升技术创新水平、经营管理水平及品牌影响力等核心竞争力，争取发挥后发优势实现对发达国家企业的赶超，从而有足够竞争力进军发达国家巨大的市场。

同时对发展中国家投资集中在劳动力资源充足且廉价的国家，特别是邻近的东南亚国家，周边国家固然有地缘优势，但是同时这些国家的市场容量有限；在投资规模较大的离岸注册地(开曼群岛、英属维尔京群岛)设立境外企业数量较多，企业在离岸注册地投资主要是出于避税及投资便利等目的，并未涉及生产、投资实体经济等活动，对于避税天堂的直接投资以新建投资为主。

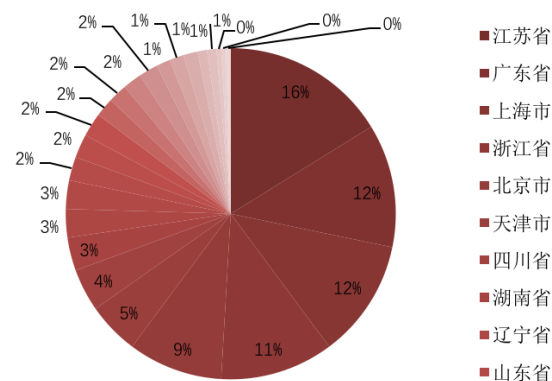
对于不同目的地其外商直接投资的来源省份构成也不同，以美国和中国香港为例即可看出。

图 15：2010 年以来中国对美国直接投资项目来源



资料来源：浙商证券研究所

图 16：2010 年以来中国对中国香港直接投资项目来源



资料来源：浙商证券研究所

2. 中国医药业对外直接投资的类型及发展原因

2.1. 中国医药行业对外直接投资的类型

对外直接投资方式主要有绿地投资和跨国并购两种，其动因主要分为四种类型：①资源导向型目的地，旨在获得自然资源，如矿物、农产品、非熟练或半熟练劳动力；②市场导向型，旨在进入东道国市场，或保护与扩大现有产品的国外市场；③效率导向型，旨在通过对外直接投资以实现一种更为有效的劳动分工和更高效的国内外资产组合；④战略资产导向型。目的在于从战略上保护或扩大现有的所有权优势，或者是为了减少竞争对手的数量并增强竞争优势。对于不同的动因目的地的选择也不相同。

从投资方向来看，大致可以分成三类。第一类是在发展中国家设立工厂和生产线，生产出来的药物销售于该国当地市场。在过去的 2013 年到 2016 年中，例如在中亚的乌兹别克斯坦、哈萨克斯坦还有非洲的埃塞俄比亚和纳米比亚的投资。生产的药物包括药片、胶囊、注射剂、药液、疫苗等。以人福医药在埃塞俄比亚的投资为例，公司的主要目的是拓展东非市场。影响该投资的因素有埃塞俄比亚众多的人口和该国的政策支持。在发展相对落后、人口比较密集的地区投资能够较快的在当地市场占领主导地位，掌握潜在市场。第二类是在发达国家设立研发中心，投资方在考虑项目的时候最主要会想到人才的招聘以及该地研发氛围。以尚华医药为例，该公司在美国加利福尼亚开设了一个两千多平方米的研究所，公司注释这项投资的原因是该地区有顶尖的行业人才以及良好的生物医药社区。前两类投资方向动用的资金大，创造的就业岗位多。第三类主要是在被投资国设立公司以进行推广和销售，涉及金额小，人员少。

2.2. 中国医药行业对外直接投资发展的内部推动因素

2.2.1. 迅速获取战略性资产

从全球医药行业的竞争看，焦点在于新药研发能力和营销渠道，而这些也正是我国医药企业所欠缺的。相对于跨国医药业在我国研发的加速，我国本土医药研发能力较弱。通过对发达经济体的直接投资有助于迅速获得某些战略性资产自己开发需要大量资本与时间的战略性资产，如技术诀窍、专利、商标、品牌、资本等；可迅速进入目标市场，获

得现有的分销体系及其与各方沟通联系的渠道。横向并购还可提高医药企业的市场占有率，借助竞争对手的减少来增加对国际市场的控制力；纵向并购可使医药企业控制关键原料药的供应和产品销售渠道，有力地控制竞争对手的活动，提高企业所在领域的进入壁垒。

例如：2008 年迈瑞医疗国际有限公司并购了美国 Datascope 公司的生命信息监护业务。Datascope 公司具有 40 多年的技术积淀，在美国 300 床以下中小医院监护市场占据了 50% 的份额，在欧美拥有高效的直销和服务网络，这些营销网络可帮助迈瑞开拓更广阔的国际市场，使其成为在全球生命信息监护领域的第三大品牌。

2.2.2. 利用香港作为平台

由于香港投资推广署为内地企业到香港投资提供了无偿的一站式服务，内地企业站投资推广署协助投资的专案比重逐年上升。而且香港特区政府为配合国家“走出去”的政策，会举行一些介绍会，旨在通过介绍香港的投资和经商环境，吸引内地医药和生物科技企业走进香港地区并走向国际市场。

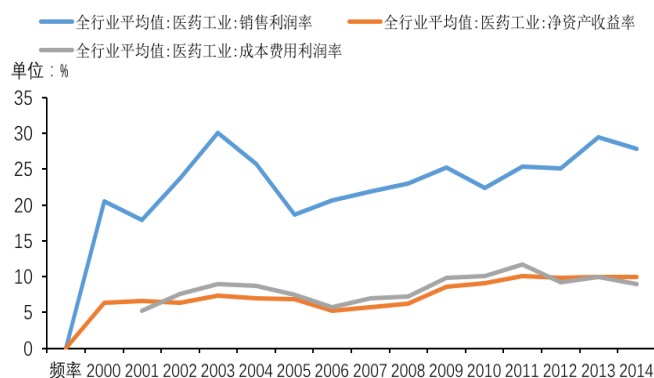
2.2.3. 分散经营风险

通过跨国并购，我国医药企业可依靠产品或地域市场的多样化来分散经营风险，降低各种不确定性。随着国际市场竞争越来越激烈，企业面临的不确定性也在增加。通过跨国并购，可在增大市场力量的同时降低市场竞争风险。在众多的并购案例中，并购双方大多是所在行业的巨头企业，实力相当，并购后形成的新实体，在市场份额、产品开发、人才资源等方面的实力都会加强，在全球市场的覆盖面更广，由此使其国际竞争力与分散风险能力同步提升。

2.2.4. 化解国内产能过剩危机，拓展海外市场

在 2003 年结束的 GMP 改造中，医药行业设备的质量和数量都有了一定程度的提高，医药企业相应扩大了生产能力，通过生产更多品种来增加设备使用率，但行业设备空置率仍然较高，加之部分医药企业营销手段单一、营销方式类似，导致医药领域产能过剩，面临日趋激烈的价格竞争。同时，我国医药行业尚未摆脱粗放式经营格局，药品市场同质化现象较为普遍，药品核心竞争力不足。为化解国内产能过剩危机，国内医药企业通过对外投资，拓展海外市场。

图 17：国有企业医药工业利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 18：中小企业医药制造业资金利润率



资料来源：wind，浙商证券研究所

2.3. 中国医药行业对外直接投资发展的外部因素

2.3.1. 经济因素

规避技术转移中的限制。直接投资可以规避普通技术转移中涉及的授权范围、授权时效、后续开发等方面的种种限制。但并购所涉及的工作也比单纯的技术合作要广泛的多，需要收购企业花费更多的时间和精力进行尽职调查，同时也意味着更高的费用和更大的风险。因此，这种方式对企业自身的商务和技术实力有更为严格的要求。

自美国次贷危机引发全球经济危机以来，全球陷入经济寒冬期，大量国外优秀跨国企业倒闭和资产缩水，而中国依然保持较高的外汇储备，这也为拥有较多资产、急需提升企业知名度、进行企业扩张的中国企业提供了对外直接投资的绝佳机会。

2.3.2. 政治因素

“走出去”企业税收政策

表 3：对外投资企业税收政策

1	《中华人民共和国企业所得税法》 《中华人民共和国企业所得税法实施条例》	中国采取限额抵免制度对企业来源于境外的所得进行课税
2	《关于企业境外所得税收抵免有关问题的通知》(财税(2009) 125 号)	境外缴纳税款的抵扣、特殊扶持政策、申报管理及违规处罚措施等方面对所得税法规定的境外所得税收抵免制度做了较为全面的规定。
3	《国家税务总局关于境外注册中资控股企业依据实质重于形式原则认定居民企业有关问题的通知》(国税发(2009) 82 号)	明确了境外注册中资控股企业由于实际管理机构在中国境内而被认定为居民企业有关问题的通知。中国居民企业的，可以适用居民企业税收政策。
4	《关于发布〈境外所得税收抵免操作指南〉的公告》(国家税务总局公告 2010 年 1 号)	通过 11 个示例，从具体操作角度对财税(2009) 125 号文进行了解释。
5	《财政部国家税务总局关于高新技术企业境外所得适用税率及税收抵免问题的通知》(财税(2011)47 号)	明确了高新技术企业其来源于境外的所得可以适用 15% 的优惠税率，在适用税率及税收抵免问题的通知。计算境外抵免限额时，可按照 15% 的税率计算境内外应纳税总额。
6	《财政部国家税务总局关于我国石油企业在境外对“走出去”的特定行业做了特殊规定：一是试行“不分国不分项”的抵免事油(气)资源开采所得税收抵免有关问题的通知》(财税(2011) 23 号)	计算方法，二是间接抵免层级增加至五层
7	《国家税务总局关于企业境外所得适用简易征收和简化税务行政审批，将原税务审批规定调整为事后备案管理，符合条件的饶让抵免的核准事项取消后有关后续管理问题的公告》(国家税务总局公告 2015 年第 70 号)	企业可在年度汇算清缴期内，向主管税务机关报送备案资料。
8	《国家税务总局关于开具〈中国税收居民身份证明〉有关事项的公告》(国家税务总局公告 2016 年第 40 号)	简化办理流程，明确办理时限和资料要求，便利企业和个人开具《中国税收居民身份证明》，享受税收协定优惠待遇。

资料来源：浙商证券研究所

对外投资综合性政策。作为对外投资合作的主管部门，2015 年以来，商务部进一步加强了该领域的政策制度体系建设，完善了多项规范性政策文件，更加全面的为“走出去”战略提供政策指引。印发《关于境外投资备案实行无纸化管理和简化境外投资注销手续的通知》，进一步便利企业办理境外投资备案和注销手续。

2012 年 7 月由发改委牵头，13 个部门联合发布的《关于鼓励和引导民营企业积极开展境外投资的实施意见》。2015 年以来，发改委充分发挥多双边产能和投资合作机制作用，推动合作国出台便利措施，在劳工准入、工作签证、业资质和标准互认等方面减少企业实际困难，着力降低企业跨国经营的制度性交易成本。2016 年 1-6 月备案登记企业境外发债规模 715 亿美元，有效支持企业获取境外低成本资金。

3. 中国药企对外直接投资案例

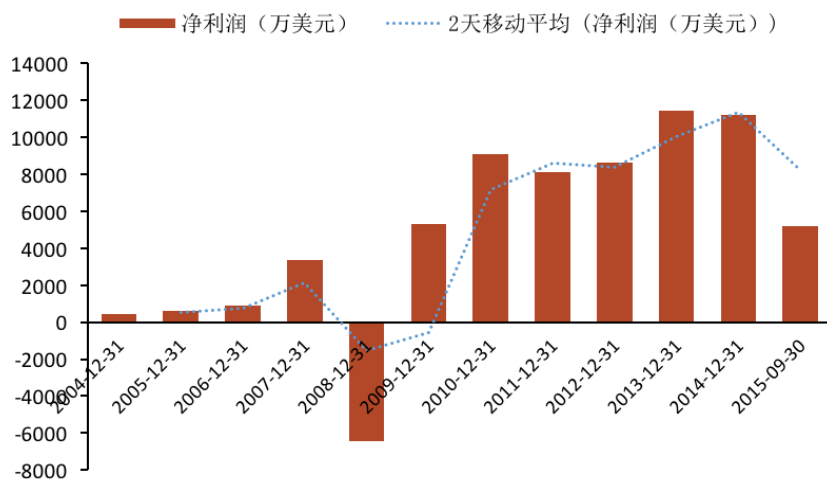
3.1. 渠道类（外延式增长）

3.1.1. 药明康德

借助国际资本市场的力量，药明康德得以通过并购手段迅速建立规模优势。药明康德是为数不多的几家借助国际市场力量完成跨国并购的中国企业之一。药明康德 2007 年在美国上市，筹得约 1.52 亿美元，隔年即 1.51 亿美元收购美国生物制药和医疗器械研发公司 AppTec Laboratory Services。

但由于时机选择的问题，收购 AppTec 让药明康德在短期内承受很大压力。收购完成后不久，金融危机爆发，AppTec 资产严重缩水，迫使药明康德在收购完成当年(2008 年)就一次性减记商誉 6,050 万美元，导致当年公司大亏。严峻的经济形势迫使 AppTec 中止了生物制剂生产业务，并以 250~350 万美元的代价裁员约 100 人，AppTec 年销售额也由正增长转为负增长，缩水约 19%。

图 19：药明康德净利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

从长期效果来看，收购 AppTec 对药明康德的竞争力有提升作用。AppTec 主营业务包括生物制药和医疗器械研发，与药明康德主营的小分子化学药业务形成互补。AppTec 在 2007 年为超过 700 家制药企业提供服务，这一广泛的客户网络帮助药明康德在美国这一全球最大医药市场拓展业务。2008 年药明康德中国业务的客户总数为 105 家制药企业，到 2010 年底，这一数字变为约 260 家。从各项财务指标来看，2009 年药明康德的财务指标已经恢复，之后的实现了持续增长。

表 4：药明康德国内外实验室收入情况

报告期	2016 年报	2015 年报	2014 年报
中国区实验室服务			
收入	326,977.53	255,387.05	199,565.86
成本	189,088.19	168,935.54	124,820.21
毛利	137,889.34	86,451.51	74,745.65
毛利率(%)	42.17	33.85	37.45
美国区实验室服务			
收入	93,523.12	70,358.81	60,753.93
成本	61,018.31	42,877.04	36,893.81

毛利	32,504.81	27,481.77	23,860.12
毛利率(%)	45%	45%	45%

资料来源: wind, 浙商证券研究所

3.1.2. 上海医药集团股份有限公司

上海医药的并购标的主要集中在医药流通领域,也都集中在国内,境外投资也以绿地投资为主。相比复星医药以及其他医药集团出海并购纪录其实是非常少的。

表 5: 上海医药集团股份有限公司对外投资

国家/地区	境外投资企业(机构)	经营范围	核准日期
开曼群岛	上海实业医药科技(集团)有限公司	投资控股	2011/5/19
苏丹	上海市医药-苏丹制药有限公司	从事胶囊、片剂、颗粒剂、糖浆、青霉素等产品的生产和销售	2011/7/21
美国	上药集团美国公司	生物医药技术的研发,集团产品的中试,临床实验及国际注册报批;进出口贸易,及市场信息服务等。	2011/12/13
苏丹	上海市医药-苏丹制药有限公司	从事胶囊、片剂、颗粒剂、糖浆、青霉素等产品的生产和销售	2012/7/31
中国香港	中国国际医药(控股)有限公司	医药工业产品、生产原料、技术、设备等的进出口贸易及医药产品的研发	2014/2/21
开曼群岛	上海实业医药科技(集团)有限公司	投资控股	2014/4/9
开曼群岛	上海实业医药科技(集团)有限公司	投资控股	2014/9/5
开曼群岛	上海实业医药科技(集团)有限公司	投资控股	2014/11/21

资料来源: wind, 浙商证券研究所

上海医药第一次真正意义上的出海并购,是 2016 年 8 月斥资 9.38 亿元收购澳大利亚保健品公司 Vitaco,进军保健品领域。根据上海医药发布的 2016 年度报告,其实现营业收入 1207.65 亿元,同比增长 14.45%,可能揭开对外并购的大幕。

表 6: 上海医药国外收入情况

报告期	2016	2015	2014	2013	2012	2011	2010
国外收入	72,858.08	76,439.99	67,998.88	108,616.37	83,625.64	82,569.35	79,594.04
国外成本	54,391.05	57,199.95	48,504.99	85,295.70	64,899.15	68,914.30	66,689.04
国外毛利	18,467.03	19,240.04	19,493.89	23,320.67	18,726.49	13,655.05	12,905.00
国外毛利率(%)	25.35	25.17	28.67	21.47	22.39	16.53	16.21

资料来源: 浙商证券研究所

3.2. 资源技术类(内涵式增长)

3.2.1. 绿叶制药

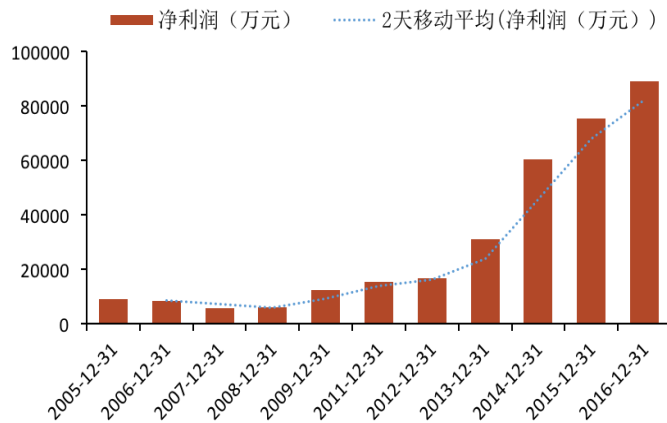
绿叶制药近年也在加速海外布局,扩大产品组合。2007 年,绿叶制药成功并购了在新加坡的分销合作伙伴 WBM 公司(后更名 Asiapharm Biotech),借此拓展了在新加坡和马来西亚的药品和保健品的自营分销网络,现在已凭借该公司的业务网络不断经营扩充,在东南亚区域形成了专业的本土化自营业务网络,东南亚业务已成为集团整体业务的有力补充。

但是 2010 年以后，绿叶制药海外直接投资的重心在对于技术的获得上。2011 年绿叶制药收购新加坡生物技术公司 A-Bio，并借此进入生物制药领域。2013 年绿叶制药多个新制剂开始海外临床注册研究，其中 5 个产品目前已经在美国进入临床试验阶段。2016 年 7 月 26 日，绿叶制药集团宣布与瑞士 Acino 公司签约，以 2.45 亿欧元（约合 18.11 亿元人民币）购买其旗下透皮释药业务，即 Acino AG 和 Acino Supply AG（下称标的公司）全部发行之股本。标的公司是位于欧洲的全球领先的先进透皮释药系统（TDS）公司，并且是欧洲最大的独立 TDS 制造商之一。绿叶此次收购的透皮释药业务包括开发、生产、分销系列先进释药系统的产品及服务，特别是透皮释药及植入体释药系统。

绿叶制药的创新药品开发主要集中在四大领域：肿瘤、心血管、代谢和中枢神经系统（“CNS”）领域。标的公司业务主要来自于发达国家市场，其拥有美国 FDA 和欧盟 GMP 认证的高质量工厂。其产品线主要集中于中枢神经系统和疼痛领域，有望与绿叶现有业务线产生协同效应。且透皮释药和皮下植入产品的市场竞争相对较少，其现有和在研发的产品都具备较大的增长潜力。

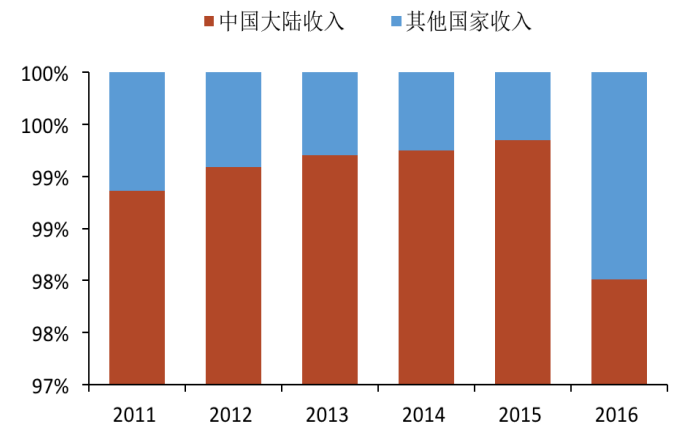
从财务指标来看，2011 年以来各项指标均呈现改善趋势。

图 20：绿叶制药净利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

图 21：绿叶制药收入构成

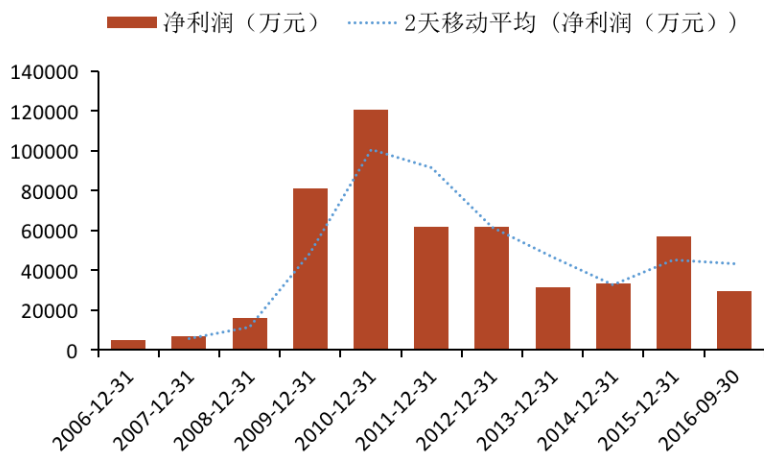


资料来源：wind，浙商证券研究所

3.2.2. 海普瑞并购加拿大 PLI

2014 年利用 20.75 亿元收购美国 SPL 公司的海外并购事件，是上市公司直接在海外设立 SPV，通过“自有资金+银行贷款”直接收购国外公司的典型案例。收购完成后，海普瑞 2014 年、2015 年净利润分别增长 6.6%、79.67%，并且完成肝素产业链整合，实现医药研发企业的成功转型。然而，2012 年底，海普瑞曾以约 1000 万美元的对价参与了加拿大上市公司 PLI 公司的增发事项，持有其 10.02% 股权。但这是一次广伴质疑的收购，“溢价收购资不抵债资产”。从各项财务指标来看，虽然 2012 当年利润率等指标还维持着较高水平，但是次年显著下降。然而这种下降趋势很快被扭转，之后的发展趋势基本向好。

图 22：海普瑞净利润



资料来源：wind，浙商证券研究所

并购 SPL 将使海普瑞在全球市场的掌握更强的市场话语权，也有利于海普瑞更积极的开拓国际市场，逐渐改善毛利率水平。SPL 有望作为该胰酶制剂的商业化获得 FDA 批准后的原料药供应商，是海普瑞重金收购的主要原因之一。此外，SPL 经过近 40 年的行业经营，较为熟悉欧美地区等肝素类药物主要市场，整体市场竞争力较强。如此大手笔收购，显然是海普瑞“走出去战略”的延伸，这一战略寄望于通过跨国并购提振肝素原料药市场的疲软带来的利润滑坡，并且借此迅速切入欧美市场。完成对 SPL 后的收购后，海普瑞近几年通过实施肝素产业链整合，促使公司由单一肝素原料药企业向肝素全产业链一体化经营企业转变。

表 7：海普瑞国内外收入情况

报告期	国外				中国大陆			
	收入	成本	毛利	毛利率(%)	收入	成本	毛利	毛利率(%)
2010	371,826.61	212,512.04	159,314.57	42.84	13,477.00	10,655.04	2,821.95	20.93
2011	223,517.09	154,395.78	69,121.31	30.92	25,901.85	23,058.02	2,843.83	10.97
2012	156,584.71	93,684.12	62,900.60	40.17	19,571.32	15,760.08	3,811.24	19.47
2013	128,407.00	92,804.02	35,602.98	27.73	22,828.72	20,747.48	2,081.24	9.12
2014	171,598.24	118,052.92	53,545.32	31.20	24,250.23	21,295.77	2,954.46	12.18
2015	205,738.67	125,019.55	80,719.12	39.23	23,401.75	19,310.71	4,091.03	17.48
2016	198,052.21	132,692.96	65,359.25	33.00	28,005.83	21,060.98	6,944.84	24.80

资料来源：浙商证券研究所

3.2.3. 爱尔眼科

2017 年 4 月 12 日，爱尔眼科医院集团股份有限公司发布《关于拟向 Clínica Baviera, S.A. 股东发起要约的公告》。标的公司是欧洲最大的连锁眼科医疗机构，已有 25 年的运营历史，在西班牙、德国、意大利、奥地利等国家共经营 76 家眼科医疗中心；其屈光手术在西班牙、德国市场占有率第一；有 174 名眼科医生和 110 名视光医生，包括创始人 Julio Baviera 医生在内的骨干医生在欧洲享有很高声誉；公司自主开发了高效的实时医疗管理和信息系统，为远程诊断、会诊、临床科研交流提供了良好的平台。

爱尔眼科欲通过此举形成在欧洲和全球的领先地位，大幅度提升爱尔品牌的国际影响力，实现临床、科研、人才的全球一体化，加快推进全球化基础上的眼健康生态圈战略；引进欧洲先进的诊疗技术和服务体系，公司提升医疗水平和服务品质，满足中国日益增长的高端医疗服务需求；并完善分级连锁体系，进一步强化公司的创新优势。

3.2.4. 人福医药

2016 年 3 月人福医药集团股份公司同意全资子公司 Humanwell Healthcare USA,LLC (“人福美国”)以 5.29 亿美元收购 Epic Pharma, LLC100%的股权,以 0.21 亿美元收购 Epic RE Holdco, LLC100%的股权。美国管制类药物市场准入十分严格,不允许进口,Epic Pharma 具备美国管制类药物质资,依托 Epic Pharma 生产资质,未来人福将把国内核心麻醉药引入美国,美国上市管制类药物引入国内。

3 月 23 日人福子公司普克药业宣布成立普克国际,并收购 Blu 制药和 Blu Caribe,获得了其厂区以及物流和仓储中心,同时还获得了 Blu 的 ANDA 产品所有权。普克国际的总裁 Sean Weeks 认为,本次并购不仅使得普克获得了仿制药生产、零售渠道,而且有助于打通美国政府招标采购通道。然而由于时间较短,并购对于公司的长期影响尚未从各项财务指标中体现出来。

3.3. 中国医药企业对以色列的直接投资

3.3.1. 以色列医疗产业

虽然以色列国土面积不大,但不论是从满足医疗还是研发需求的角度来说,它在全球都发挥着不可忽视的作用。以色列有 1000 多家从事生命科学或健康科学的企业,人均医疗器械领域的专利数位居世界前列,在跨领域创新方面表现尤为突出。

1967 年,被阿拉伯国家联合抵制的以色列处于政治孤立期,但本土制药企业却拥有了难得的发展机会。为解决药品短缺的问题,Teva 创造性地提出了本地解决方案,并很快掌握了生产工艺,不仅为药品本地生产作出了贡献,也为以色列仿制药的逐步崛起奠定了基础。

生物制药行业的飞速发展一直持续到 20 世纪 80 年代。以色列两大生物制药初创企业——以色列生物技术有限公司(Bio-Technology Ueneral)和 Inter Pharm 也在这一大背景下应运而生。这两家企业的业务覆盖了生物制药的全产业链,证明了以色列在先进药物研发方面的实力。到 20 世纪 90 年代,在政府的激励政策下,出现了一大批生物技术初创型企业。以色列政府还成立了一个生物技术的指导小组,为新创建的生物技术企业提供孵化器和资金支持。

实际上,过去二十多年来,以色列药品出口数量一直保持着快速的增长,近 10 年来已经成为以色列对外出口的重要产品。1990 年,以色列药品出口额为 1.4 亿美元,2013 年已经增长到 68 亿美元,翻了 48 倍,年均增幅达到 18%。2011 年和 2012 年,以色列对美药品出口总额分别达到 56 亿美元和 54 亿美元,以色列也成为美国的第四大药品进口来源地。2011 年,以色列药品销售额达到 29.8 亿美元,这很大程度上得益于人口自然增长和对特殊产品的需求不断增加。在此方面代表性企业有 Alcobra、Avraham 和 Ualmed 等制药公司。

以色列经济的一系列特点为其生物技术和制药企业创造了良好的环境,包括高素质、多元化的人才队伍,强大的科研基础,高程度的本土创新,本土企业蓬勃发展,先进的本地医疗护理和保健体系及较低的创业成本。

3.3.2. 中国医药企业并购以色列公司概况

近年来,中国医药企业并购以色列公司的数量开始增加,对于中国企业的影响也逐渐显现。2013 年 5 月,复星医药携手复星一保德信基金以 22163 万美元收购以色列飞顿激光公司 95.20%的股权,标志着复星医药将迈向国际化发展的道路,并控股收购了首个国际化产业。以色列飞顿激光公司主营医用激光、射频及超声,2012 年销售额近 1 亿美元,市场领域遍及美国、德国等 60 多个国家和地区。根据第三方报告,在全球高端医疗美容激光器械领域,Alma 已占据约 15%的市场份额。以色列飞顿激光公司发展的源动力是技术创新,临床的紧密结合、丰富的市场经验及强大的科学队伍,使飞顿公司成为医疗激光行业的领导者,且不断研发出医疗激光市场所需要的尖端科技。

借助以色列飞顿激光公司的行业优势和先进技术,复星医药实现从产品代理到研发制造的转型,建筑高端医疗器械的研发制造和销售管理平台,为企业全球化发展的道路奠定基础。

表 8: 2016 年-2017 年中国医药企业并购以色列公司

股票名称	出让方	名称	买方支付现金(万元)	对公司经营的影响	首次公告日期
康弘药业	BioLight Israeli Life Sciences Ltd.	IOptima Ltd.100%股权	--	--	2017-04-19
京新药业	Perflow Medical Ltd.,	Perflow Medical Ltd.,不 超过 16%的股 权,Perflow Medical Ltd., 产品 Stream 在中国市场 的权益	400.00	通过本次投资,公司将成为以色列 Perflow 公司的股 东,有利于巩固合作关系,为公司储备潜在优势项目。 公司预计,该项投资对公司当期财务状况和经营成果 不会产生重大影响,不存在损害公司及其他股东合法 利益的情形,从长远来看对公司的发展有着积极的影 响,符合全体股东的利益和公司长远发展战略。	2017-03-23
京新药业	Pharma Two B Ltd.,	Pharma Two B Ltd.,不超 过 5%的股权,Pharma Two B Ltd.,产品 P2B001 在中国市场的权益	500.00	通过本次投资,公司将成为以色列 P2B 公司的股东,有 利于巩固合作关系,为公司储备潜在优势项目。公司预 计,该项投资对公司当期财务状况和经营成果不会产 生重大影响,不存在损害公司及其他股东合法利益的 情形,从长远来看对公司的发展有着积极的影响,符合 全体股东的利益和公司长远发展战略。	2017-03-23
恩华药业	Mapi Pharma Ltd.	Mapi Pharma Ltd.1.68% 优先 B 股股权	200.00	公司此次对外投资属于战略投资,资金来源于公司自 有资金,不影响公司日常经营所需资金。公司对 Mapi 公司投资有助于公司加强药品研发的国际合作,不断 丰富公司在中枢神经用药领域的产品线,增强公司的 核心竞争力。该项投资存在一定风险。根据有关资料, 标的企业目前经营情况正常,具有较强的医药研发实 力。但是,企业研发及经营情况会受到市场因素,政策 因素和其它不确定因素影响,如果标的企业由于各种 因素导致今后的研发及经营情况出现困难,本公司将 难以获得预期收益,存在不能收回投资的风险。本次交 易事项不会导致公司合并报表范围发生变化。	2016-09-09
以岭药业	HealthWatch Ltd.	HealthWatch Ltd.23.15% 优先 B 股	1,500.00	本次对外投资的资金全部来源于以岭健康城自有资 金,对以岭健康城和以岭药业本年度的财务状况和经 营业绩不会产生重大影响,不存在损害上市公司及股 东利益的情形。	2016-09-09

资料来源：浙商证券研究所

4. 中国药企对外直接投资机会与风险并存

绿叶制药于 2007 年收购了一家新加坡医药商业公司 WBM（后更名 Asiapharm Biotech），现在已凭借该公司的业务网络不断经营扩充，在东南亚区域形成了专业的本土化自营业务网络，东南亚业务已成为集团整体业务的有力补充。2008 年药明康德收购美国 AppTec，深圳迈瑞收购美国 Datascope，到 2012 年的华大基因收购美国 Complete Genomics，再到 2013 年 5 月，复星收购以色列医疗美容器械商 Alma Lasers，迈瑞再度收购美国 ZONARE 医疗，微创医疗收购以 2.9 亿美元收购美国 Wright 髌膝关节业务，创医药医疗行业海外收购新高，都产生了不错的效果。分析这些成功的案例，其共同的特点是：收购的目的明确；事前准备充分；充分借助中介机构的力量；事后进行了有效整合。

2015 年以来，中国企业海外并购屡创纪录。2015 年，中国企业共实施对外投资并购项目 579 起，涉及 62 个国家(地区)和 18 个行业大类，实际交易总额 544.4 亿美元。2016 年前三季度，中国企业共实施海外并购项目 521 个，实际交易金额 674.4 亿美元，超过去年全年总额。与屡创纪录相伴，中国企业海外并购遭遇挫折的案例也逐渐增多。根据 Dealogic 发布的数据，2016 前 5 个月，中资企业在海外并购中被中途取消的交易达 15 起，交易总规模 240 亿美元。据国资委研究中心、商务部研究院联合发布的《中国企业海外可持续发展报告 2015 》，完成海外并购的中国企业中盈利可观的占比仅 13%，基本盈利的占 39%，处于持平状态和暂处于万损状态的合计占比为 48% 。

图 23：风险防范



资料来源：wind，浙商证券研究所

5. 中国药企海外并购会愈加慎重，但趋势不会改变

由于国内市场竞争的日趋激烈和优质标的的减少，中国医药类企业寻找国外优质资源（研发、渠道）将会成为不可阻挡的大趋势。我们预计，未来中国生命科学与医疗行业并购将延续之前的历史趋势，交易数量与交易金额均有望保持平稳上升。

海外并购虽然依旧拥有多重机会，但资本管控将给出境并购活动带来影响。为遏制由于美联储加息及人民币走弱带来的资本外流，中国政府已于 2016 年下半年对中企境外投资施加限制。长期来看我国对于境内资本出境的控制日趋严格，跨国并购的难度增加，企业对于对外直接投资更加慎重，资本外逃型的对外投资会得到遏制并逐渐减少，因此以后进行的跨国并购和绿地投资的项目极有可能被企业是强烈看好的，企业投资该项目的意愿可能相比以往来说更加强烈。手中有核心技术希望进一步拓宽海外市场的企业，以及需要海外企业资源技术完成产业链整合的企业进行对外直接投资的可能性更大，前者对外直接投资方向主要集中于其原本主要销售市场、出口目的地，后者更加倾向于技术发达的美国和欧洲公司。

因此总体来看未来国内企业做出对外投资决策对于企业本身是一个有利的消息。对于渠道类的对外直接投资，其将会促进公司海外销售额，帮助企业占领海外市场，获得更大的全球份额，得到更强的定价能力和溢价权。对于研发类的对外直接投资，其将帮助公司拥有更领先的技术获得一个相对的技术垄断地位，从而确保其行业内的优势地位。

股票投资评级说明

以报告日后的 6 个月内，证券相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、买入：相对于沪深 300 指数表现 +20% 以上；
- 2、增持：相对于沪深 300 指数表现 +10% ~ +20%；
- 3、中性：相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 之间波动；
- 4、减持：相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业指数相对于沪深 300 指数的涨跌幅为标准，定义如下：

- 1、看好：行业指数相对于沪深 300 指数表现 +10% 以上；
- 2、中性：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% ~ +10% 以上；
- 3、看淡：行业指数相对于沪深 300 指数表现 -10% 以下。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重。

建议：投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者不应仅仅依靠投资评级来推断结论

法律声明及风险提示

本报告由浙商证券股份有限公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格，经营许可证编号为：Z39833000）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，但浙商证券股份有限公司及其关联机构（以下统称“本公司”）对这些信息的真实性、准确性及完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不发生任何变更。本公司没有将变更的信息和建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本报告仅供本公司的客户作参考之用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告仅反映报告作者的出具日的观点和判断，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，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。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本公司的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。本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。本公司的资产管理部门、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。

本报告版权均归本公司所有，未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、发布、传播本报告的全部或部分内容。经授权刊载、转发本报告或者摘要的，应当注明本报告发布人和发布日期，并提示使用本报告的风险。未经授权或未按要求刊载、转发本报告的，应当承担相应的法律责任。本公司将保留向其追究法律责任的权利。

浙商证券研究所

上海市浦东南路 1111 号新世纪办公中心 16 层

邮政编码：200120

电话：(8621)80108518

传真：(8621)80106010

浙商证券研究所：<http://research.stocke.com.cn>