



2009年3月30日

医药行业

业绩回顾

孙亮

分析员

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

中性

广州药业(600332.CH)

业绩符合预期

### 主要财务信息

| (百万元)      | 2007A  | 2008A   | 2009E  | 2010E   |
|------------|--------|---------|--------|---------|
| 主营业务收入     | 12,321 | 3,527   | 4,042  | 4,737   |
| (+/- %)    | 19.7%  | -71.4%  | 14.6%  | 17.2%   |
| 营业利润       | 423    | -11     | -17    | 7       |
| (+/- %)    | 9.1%   | -102.5% | 57.1%  | -142.7% |
| 净利润        | 335    | 182     | 154    | 207     |
| (+/- %)    | 41.1%  | -45.5%  | -15.4% | 34.4%   |
| 每股盈利(元)    | 0.41   | 0.23    | 0.19   | 0.26    |
| (港元)       | 0.44   | 0.26    | 0.22   | 0.29    |
| 市盈率 A 股    | 18.1   | 33.2    | 39.2   | 29.2    |
| H 股        | 6.3    | 10.8    | 12.8   | 9.5     |
| 每股经营现金流(元) | 0.46   | 0.13    | 0.14   | 0.16    |
| 净资产收益率     | 10.2%  | 5.7%    | 5.1%   | 6.5%    |
| 投入资本回报率    | 7.5%   | 5.1%    | 4.5%   | 5.7%    |
| 现金分红收益率    | 1.7%   | 1.7%    | 0.8%   | 1.0%    |

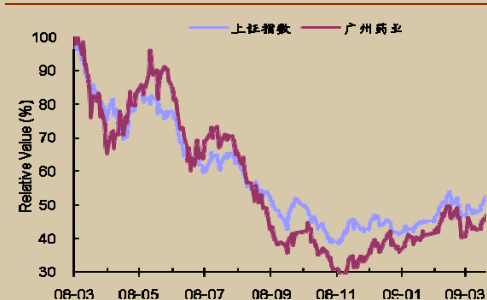
### 股票信息

| H 股          | A 股            |
|--------------|----------------|
| 港币 2.76 元    | 人民币 7.47 元     |
| 港币 2.2 元     | 目标价格           |
| 874HK        | 股票代码           |
| 0.56         | 日成交量(百万股)      |
| 港币 9.55/1.63 | 52 周最高/最低价     |
| 811          | 人民币 18.19/4.41 |
| 220          | 发行股数(百万股)      |
|              | 811            |
|              | 其中: 流通股(百万股)   |
|              | 203            |
|              | 主要股东(持股比例)     |
|              | 广州医药集团(49.76%) |

### 最近估值走势

|             | Last week | 1m     | 3m     | YTD    |
|-------------|-----------|--------|--------|--------|
| [广州药业]      | +0.94     | +13.68 | +11.98 | +27.21 |
| [上证指数]      | +3.53     | +13.39 | +17.01 | +29.71 |
| [沪深300医药指数] | +2.20     | +15.60 | +28.87 | +37.51 |

### 52 周股价走势



资料来源: 彭博资讯、公司信息、中金公司研究部

### 近来事件

### 经营业绩大幅下滑

2008 年实现销售收入 35.3 亿元, 同比下降 71%; 全年实现净利润 1.82 亿元, 同比下降 45.5%, 对应每股收益 0.225 元, 较我们预期 (1.74 亿元) 高约 4.6%。2008 年度分配预案是每 10 股派发红利 0.4 元。由于子公司王老吉药业和广州医药有限公司由比例并表变为权益并表, 报表口径变化较大。

正面:

- 广州医药有限公司改为权益并表, 导致制药工业收入在主营业务比例增大, 整体毛利率推升 13 个百分点至 29.6%。业务结构变化也导致营业费率上升 9 个百分点至 17%, 管理费用率上升 7 个百分点至 11.3%。几个子公司获得高新技术企业认证, 享受 15% 所得税率优惠, 2008 年实际税率同比下降约 12 个百分点至 14.9%。
- 王老吉药业和几个商业子公司是 2008 年的亮点, 利润实现了较快增长。子公司狂犬疫苗获得生产批文, 同时公司多个品种有望进入基本用药目录, 这些都会产生积极效应, 为发展带来新的增长点。
- 商业公司从报表拆离后, 整体资产状况有所改善。与年初比, 应收账款和票据大幅下降, 流动性负债项目得到大幅改善, 整体负债率从 47% 下降到 22%, 流动比率和速动比率得到提升。

负面:

- 报告期内, 非流动资产处置收益、政府补助以及增资扩股收益等项目金额合计达到约 9,500 万元, 扣除这些非经常性收益后的净利润仅为 8,770 万元。剔除非经常性收益的利润总额同比下降约 71%。
- 报告期内仅实现经营现金流 610 万元, 经营质量不高。剥离商业资产后公司存货周转率和资产周转率下降, 经营效率有待提升。

### 经营逐步恢复

报告期内公司针对前期销售环节出现的问题进行了梳理, 加强渠道管理、提升医院影响力, 推进营销创新和纵深开拓, 这都将对经营产生有益帮助, 随着渠道存货清理到位, 公司生产经营将逐渐恢复。

### 维持“中性”

我们维持原先判断, 2009 年、2010 年业绩预期分别为 0.19 和 0.26 元, 目前 A 股对应动态市盈率为 39x、29x, H 股对应动态市盈率为 13x 和 9.5x, 短期估值吸引力不足, 公司体制有待改善, 维持“中性”。

图表 1: 08 年度业绩分析

|                 | 2007          | 1Q2008        | 2Q2008        | 3Q2008         | 4Q2008        | 2008A         | CICC Comments             |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|----------------|---------------|---------------|---------------------------|
| 中国会计准则 (人民币百万元) |               |               |               |                |               |               |                           |
| <b>主营业务收入</b>   | <b>12,321</b> | <b>2,516</b>  | <b>2,296</b>  | <b>658</b>     | <b>766</b>    | <b>3,527</b>  |                           |
| 同比增长率           | <b>19.7%</b>  | <b>-18.6%</b> | <b>-20.7%</b> | <b>-78.8%</b>  | <b>-76.2%</b> | <b>-71.4%</b> | 广州医药公司改为权益并表，口径变化较大       |
| 药品生产            | 2,833         |               |               |                |               | 1,835         |                           |
| 同比增长率           | 17.4%         |               |               |                |               | -22.6%        | 制造业收入同比下降23%              |
| 占销售收入的 %        | 23.0%         |               |               |                |               | 52.0%         |                           |
| 医药流通            | 9,428         |               |               |                |               | 1,615         |                           |
| 同比增长率           | 20.4%         |               |               |                |               | -83.0%        | 广州医药公司改为权益并表              |
| 占销售收入的 %        | 76.5%         |               |               |                |               | 45.8%         |                           |
| <b>主营业务成本</b>   | <b>10,252</b> | <b>2,051</b>  | <b>1,863</b>  | <b>480</b>     | <b>490</b>    | <b>2,458</b>  |                           |
| 主营业务税金及附加       | 37            | 9             | 7             | 4              | 6             | 26            |                           |
| 占销售收入的 %        | 0.3%          | 0.4%          | 0.3%          | 0.7%           | 0.8%          | 0.7%          |                           |
| <b>主营业务利润</b>   | <b>2,032</b>  | <b>456</b>    | <b>426</b>    | <b>174</b>     | <b>269</b>    | <b>1,044</b>  |                           |
| 毛利率             | <b>16.5%</b>  | <b>18.1%</b>  | <b>18.6%</b>  | <b>26.4%</b>   | <b>35.2%</b>  | <b>29.6%</b>  | 业务结构变化，主营利润率提升13个百分点      |
| 同比增长率           | <b>15.2%</b>  | <b>1.2%</b>   | <b>-5.9%</b>  | <b>-63.2%</b>  | <b>-59.0%</b> | <b>-48.6%</b> |                           |
| 药品生产            | 1,452         |               |               |                |               | 862           |                           |
| 毛利率             | <b>51.2%</b>  |               |               |                |               | <b>47.0%</b>  | 制造业毛利率同比下降4.2个百分点         |
| 同比增长率           | <b>15.3%</b>  |               |               |                |               | <b>-40.6%</b> |                           |
| 医药流通            | 567           |               |               |                |               | 142           |                           |
| 毛利率             | <b>6.0%</b>   |               |               |                |               | <b>8.8%</b>   | 医药商业毛利率同比上升2.8个百分点        |
| 同比增长率           | <b>11.1%</b>  |               |               |                |               | <b>-75.0%</b> |                           |
| 资产减值损失          | -22           | -1            | -17           | -1             | -25           | -39           | 资产减值较去年同期增长1700万元         |
| <b>三项费用</b>     | <b>1,587</b>  | <b>367</b>    | <b>352</b>    | <b>232</b>     | <b>245</b>    | <b>1,016</b>  |                           |
| 三项费用率           | 12.9%         | 14.6%         | 15.3%         | 35.2%          | 32.0%         | 28.8%         |                           |
| 营业费用            | 1,020         | 227           | 234           | 133            | 141           | 601           |                           |
| 营业费用率           | 8.3%          | 9.0%          | 10.2%         | 20.2%          | 18.4%         | 17.0%         | 业务结构变化，营业费率同比上升9个百分点      |
| 管理费用            | 507           | 130           | 111           | 96             | 100           | 399           |                           |
| 管理费用率           | 4.1%          | 5.2%          | 4.8%          | 14.5%          | 13.0%         | 11.3%         | 业务结构变化，管理费率同比上升7个百分点      |
| 财务费用            | 60            | 11            | 8             | 3              | 5             | 15            |                           |
| 财务费用率           |               | 0.4%          | 0.3%          | 0.4%           | 0.6%          | 0.4%          |                           |
| 营业利润            | 423           | 87            | 57            | -59            | 0             | -11           |                           |
| 营业利润率           | 3.4%          | 3.5%          | 2.5%          | -8.9%          | 0.0%          | -0.3%         |                           |
| 同比增长率           | <b>9.1%</b>   | <b>-18.3%</b> | <b>-51.0%</b> | <b>-183%</b>   | <b>-100%</b>  | <b>-103%</b>  |                           |
| 投资收益            | 38            | 65            | 3             | 23             | 20            | 187           | 金融资产投资收益、处理长期股权投资收益、合     |
| 补贴收益            | 0             | 0             | 0             | -1             | 0             | 0             | 资溢价收益合计7759万元，同比增加4700余万元 |
| 营业外收入           | 19            | 2             | 6             | 3              | 21            | 31            | 政府补助和不用偿还款项增加近1200万元      |
| 营业外支出           | 7             | 1             | 2             | 1              | 2             | 5             |                           |
| <b>税前利润</b>     | <b>472</b>    | <b>154</b>    | <b>64</b>     | <b>-35</b>     | <b>39</b>     | <b>202</b>    |                           |
| 税前利润率           | <b>3.8%</b>   | <b>6.1%</b>   | <b>2.8%</b>   | <b>-5.3%</b>   | <b>5.1%</b>   | <b>5.7%</b>   |                           |
| 同比增长率           | <b>20.8%</b>  | <b>80.2%</b>  | <b>-53.4%</b> | <b>-140.6%</b> | <b>-70.6%</b> | <b>-57.2%</b> |                           |
| <b>所得税</b>      | <b>128</b>    | <b>33</b>     | <b>10</b>     | <b>-8</b>      | <b>13</b>     | <b>30</b>     |                           |
| 有效税率            | 27.0%         | 21.2%         | 15.0%         | 23.4%          | 31.9%         | 14.9%         | 有效税率下降12个百分点              |
| 少数股东权益          | 10            | 8             | -1            | -5             | -11           | -11           |                           |
| <b>净利润</b>      | <b>335</b>    | <b>114</b>    | <b>55</b>     | <b>-21</b>     | <b>38</b>     | <b>182</b>    |                           |
| 净利润率            | <b>2.7%</b>   | <b>4.5%</b>   | <b>2.4%</b>   | <b>-3.2%</b>   | <b>4.9%</b>   | <b>5.2%</b>   |                           |
| 同比增长率           | <b>41.1%</b>  | <b>50.8%</b>  | <b>-33.1%</b> | <b>-138.0%</b> | <b>-68.8%</b> | <b>-45.5%</b> |                           |
| 每股收益 (元)        | <b>0.413</b>  | <b>0.140</b>  | <b>0.068</b>  | <b>-0.027</b>  | <b>0.047</b>  | <b>0.225</b>  |                           |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 2: 主要子公司的财务状况

| 医药工业    |      | 销售额(亿元) |       |       | 税前利润(万元) |       |       | 净利润(万元) |       |       | 中金评论               |
|---------|------|---------|-------|-------|----------|-------|-------|---------|-------|-------|--------------------|
| 下属公司    | 持股比例 | 2008A   | 2007A | 2006A | 2008A    | 2007A | 2006A | 2008A   | 2007A | 2006A |                    |
| 中一药业    | 100% | 5.62    | 7.50  | 6.52  | 4022     | 14544 | 12477 | 2923    | 12146 | 8421  | 中一药业收入降25%，净利润降72% |
|         | 增速   | -25%    | 15%   | 14%   | -72%     | 17%   | 21%   | -76%    | 44%   | 23%   |                    |
| 王老吉药业   | 48%  | 12.89   | 9.77  | 6.62  | 19739    | 12531 | 7311  | 17258   | 11054 | 7311  | 王老吉药业经营持续高增长       |
|         | 增速   | 32%     | 48%   | 61%   | 58%      | 71%   | 109%  | 56%     | 51%   | 126%  |                    |
| 奇星药厂    | 75%  | 2.28    | 3.73  | 3.57  | -1942    | 4942  | 5427  | -1949   | 3691  | 4030  | 齐星药业收入利润大幅下滑       |
|         | 增速   | -39%    | 5%    | 1%    | -139%    | -9%   | 14%   | -153%   | -8%   | 18%   |                    |
| 星群药业    | 89%  | 1.89    | 3.47  | 3.28  | -6750    | 3351  | 4200  | -5913   | 2792  | 2859  | 星群药业收入利润大幅下滑       |
|         | 增速   | -46%    | 6%    | 20%   | -301%    | -20%  | -7%   | -312%   | -2%   | 5%    |                    |
| 潘高寿药业   | 88%  | 2.49    | 3.09  | 2.72  | 1200     | 3443  | 2253  | 668     | 2264  | 1680  | 潘高寿药业收入利润大幅下滑      |
|         | 增速   | -20%    | 14%   | 13%   | -65%     | 53%   | 78%   | -70%    | 35%   | 154%  |                    |
| 陈李济药厂   | 100% | 1.97    | 2.31  | 1.77  | 2589     | 2836  | 2034  | 1932    | 2409  | 1252  | 陈李济药业收入利润均有下降      |
|         | 增速   | -15%    | 31%   | -21%  | -9%      | 39%   | -47%  | -20%    | 92%   | -48%  |                    |
| 敬修堂药业   | 88%  | 1.88    | 2.28  | 2.07  | 1756     | 2758  | 1730  | 1348    | 1899  | 1730  | 敬修堂药业收入利润均有下降      |
|         | 增速   | -18%    | 10%   | 30%   | -36%     | 59%   | 726%  | -29%    | 10%   | 779%  |                    |
| 环叶制药    | 100% | 0.50    | 0.39  | 0.35  | 3        | -254  | 16    | 3       | -278  | 6     | 环叶制药扭亏为赢           |
| 广西盈康    | 51%  | 0.28    | 0.27  | 0.24  | -114     | -79   | 32    | -114    | -79   | 32    |                    |
| 合计      |      | 23.10   | 27.75 | 23.69 | 10250    | 37561 | 31682 | 7192    | 30156 | 23522 |                    |
|         |      | -17%    | 10%   | 30%   | -73%     | 59%   | 726%  | -76%    | 10%   | 779%  | 制造业合计效益大幅下降        |
| 医药商业    |      |         |       |       |          |       |       |         |       |       |                    |
| 医药公司    | 50%  | 98.5    | 85.3  | 73.8  | 12568    | 11108 | 10002 | 8793    | 7077  | 6110  | 医药公司收入和利润稳定增长      |
|         | 增速   | 16%     | 16%   | 15%   | 13%      | 11%   | 46%   | 24%     | 16%   | 28%   |                    |
| 采芝林     | 100% | 14.0    | 13.3  | 10.9  | 1004     | 494   | -81   | 1346    | 462   | -86   | 采芝林收入微增，利润大增       |
|         | 增速   | 5%      | 21%   | 38%   | 103%     | -711% | -112% | 191%    | 639%  | -115% |                    |
| 医药进出口公司 | 100% | 3.0     | 2.92  | 3.21  | 262      | 287   | 346   | 187     | 157   | 184   | 进出口公司收入利润均有所增长     |
|         | 增速   | 2%      | -9%   | 5%    | -9%      | -17%  | 13%   | 19%     | -15%  | 15%   |                    |
| 盈邦公司    | 100% | 5.1     | 0.43  | 0.29  | 406      | -56   | -56   | 406     | 350   | -62   |                    |
| 合计      |      | 22.07   | 59.27 | 51.35 | 7955     | 6335  | 5210  | 6334    | 4507  | 3091  |                    |
| 药品研发    |      |         |       |       |          |       |       |         |       |       |                    |
| 拜迪生物    | 97%  | 0.01    | 0.01  | 0.01  | -2261    | -1752 | -1278 | -2261   | -1752 | -1278 | 两家研发企业亏损加剧         |
| 汉方中药    | 97%  | 0.20    | 0.02  | 0.065 | -1453    | -3228 | -2376 | -1453   | -3228 | -2376 |                    |

资料来源：公司数据，中金公司研究部

图表 3: 主要产品分类经营情况

| Rmb mn  | 主营收入 | 变动金额 | 变动幅度   | 主营成本 | 变动金额 | 变动幅度   | 主营利润率 | 同比增减  | 百分点 |
|---------|------|------|--------|------|------|--------|-------|-------|-----|
| 清热解毒药   | 241  | 125  | -34.1% | 137  | 58   | -29.6% | 45.7% | -3.54 |     |
| 糖尿病药    | 434  | 93   | -17.7% | 154  | 25   | -14.1% | 65.0% | -1.39 |     |
| 止咳化痰利肺药 | 248  | 79   | -24.2% | 120  | 25   | -17.5% | 54.5% | -3.84 |     |
| 疏风活血药   | 191  | 112  | -37.0% | 91   | 41   | -31.1% | 55.3% | -4.01 |     |
| 胃肠用药    | 50   | 23   | -31.1% | 25   | 7    | -22.1% | 55.0% | -5.67 |     |
| 其他产品    | 671  | 105  | -13.5% | 445  | 19   | -4.0%  | 39.3% | -6.46 |     |

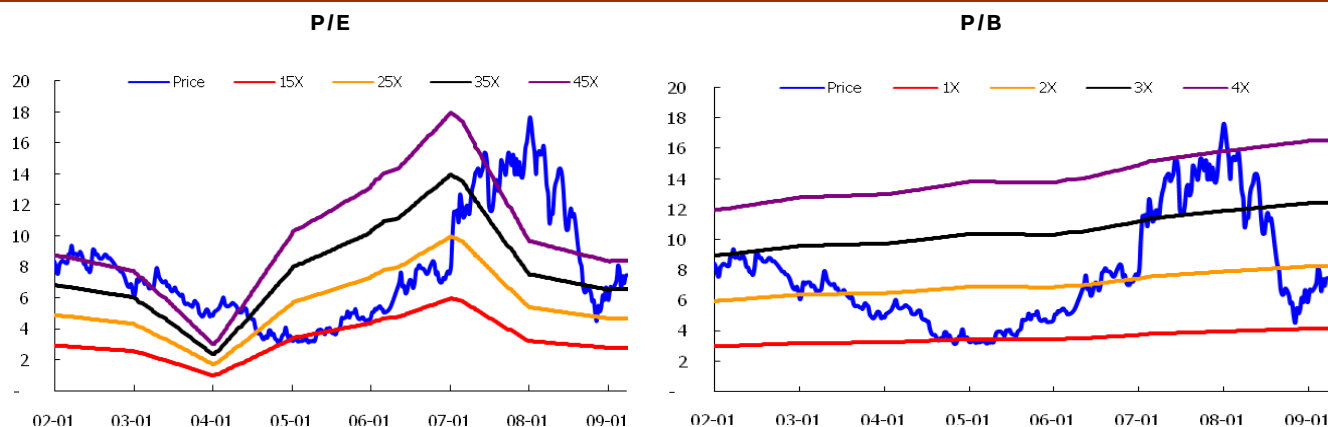
资料来源：公司报告，中金公司研究部

图表 4：公司主要资产项目变动情况

|          | 年末额   | 年初额   | 增减额    | 增减幅度 |           | 年末额   | 年初额   | 增减额    | 增减幅度 |
|----------|-------|-------|--------|------|-----------|-------|-------|--------|------|
| 货币资金     | 381   | 619   | -238   | -38% | 短期借款      | 243   | 968   | -725   | -75% |
| 应收票据     | 157   | 518   | -362   | -70% | 应付票据      | 62    | 289   | -227   | -79% |
| 应收账款     | 455   | 1,637 | -1,182 | -72% | 应付账款      | 267   | 1,265 | -998   | -79% |
| 预付账款     | 56    | 166   | -109   | -66% | 其它应付预收项目  | 36    | 100   | -64    | -64% |
| 其它应收预付项目 | 53    | 56    | -3     | -6%  | 其他应付款     | 125   | 114   | 11     | 10%  |
| 存货       | 633   | 1,378 | -745   | -54% | 流动负债合计    | 751   | 2,750 | -1,998 | -73% |
| 委托贷款     | 150   | 0     | 150    | -    | 长期借款      | 30    | 0     | 30     | -    |
| 流动资产合计   | 1,886 | 4,374 | -2,488 | -57% | 负债合计      | 906   | 2,871 | -1,965 | -68% |
| 长期股权投资   | 817   | 280   | 537    | 192% | 股东权益合计    | 3,225 | 3,294 | -69    | -2%  |
| 非流动资产合计  | 2,245 | 1,792 | 453    | 25%  | 负债和股东权益总计 | 4,131 | 6,166 | -2,035 | -33% |

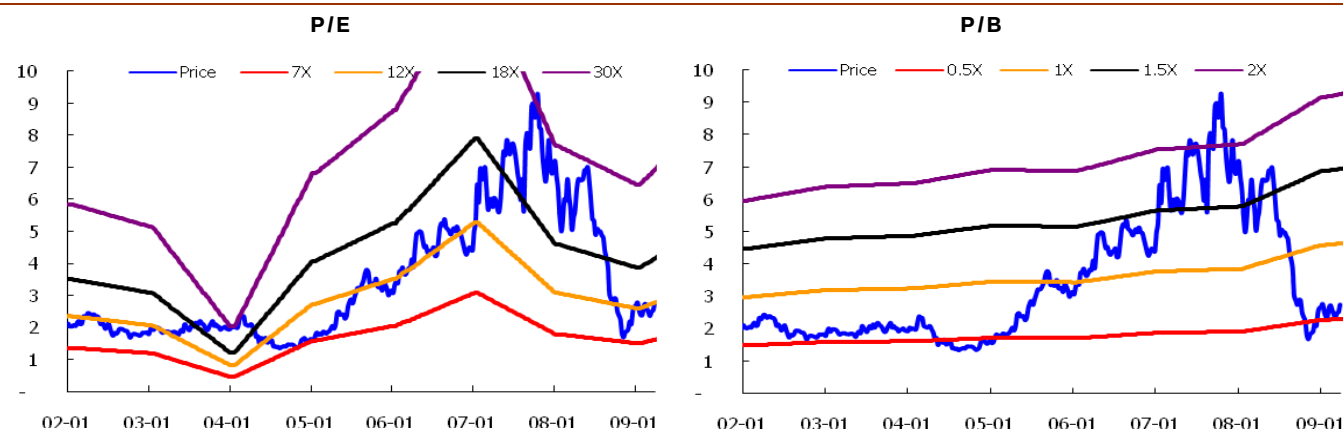
资料来源：公司公告，中金公司研究部

图表 5：广州药业 A 股历史市盈率、市净率情况



资料来源：Wind，中金公司研究部

图表 6：广州药业 H 股历史市盈率、市净率情况



资料来源：wind，中金公司研究部

图表 7: 公司主要财务数据和预测

| 单位: 人民币百万元   | 2006A  | 2007A   | 2008A  | 2009E  | 2010E  |                | 2006A | 2007A | 2008E  | 2009E  | 2010E |
|--------------|--------|---------|--------|--------|--------|----------------|-------|-------|--------|--------|-------|
| <b>损益表</b>   |        |         |        |        |        | <b>成长性指标</b>   |       |       |        |        |       |
| 主营业务收入       | 10,296 | 12,321  | 3,527  | 4,042  | 4,737  | 主营业务收入增长率      | 14.1% | 19.7% | -71.4% | 14.6%  | 17.2% |
| 医药工业         | 2,412  | 2,833   | 1,835  | 2,111  | 2,427  | 主营业务利润增长率      | 15.4% | 15.2% | -48.6% | 8.5%   | 16.8% |
| 医药商业         | 7,829  | 9,428   | 1,615  | 1,932  | 2,310  | 净利润增长率         | 28.7% | 41.1% | -45.5% | -15.4% | 34.4% |
| 主营业务成本       | -8,507 | -10,252 | -2,458 | -2,880 | -3,380 | <b>盈利性指标</b>   |       |       |        |        |       |
| 主营业务利润       | 1,764  | 2,032   | 1,044  | 1,133  | 1,323  | 毛利率            | 17.1% | 16.5% | 29.6%  | 28.0%  | 27.9% |
| 医药工业         | 1,259  | 1,452   | 862    | 994    | 1,153  | 三项费用率          | 13.8% | 12.9% | 28.8%  | 28.1%  | 27.5% |
| 医药商业         | 510    | 567     | 364    | 430    | 205    | 税前利润率          | 3.8%  | 3.8%  | 5.7%   | 4.2%   | 4.8%  |
| 营业费用         | -753   | -1,020  | -601   | -679   | -782   | 净利率            | 2.3%  | 2.7%  | 5.2%   | 3.8%   | 4.4%  |
| 管理费用         | -620   | -507    | -399   | -437   | -497   | <b>收益率指标</b>   |       |       |        |        |       |
| 财务费用         | -45    | -60     | -15    | -19    | -22    | 资产收益率          | 4.2%  | 4.8%  | 4.8%   | 5.4%   | 5.4%  |
| 营业利润         | 388    | 423     | -11    | -17    | 7      | 净资产收益率         | 8.0%  | 10.2% | 5.7%   | 5.1%   | 6.5%  |
| 税前利润         | 391    | 472     | 202    | 168    | 229    | <b>营运效率指标</b>  |       |       |        |        |       |
| 净利润          | 238    | 335     | 182    | 154    | 207    | 应收帐款回收期 (天)    | 50    | 49    | 52     | 51     | 50    |
| <b>现金流量表</b> |        |         |        |        |        | 存货周转期 (天)      | 55    | 50    | 93     | 93     | 93    |
| 经营活动现金流      | 60     | 376     | 6      | 112    | 128    | 资产周转率          | 1.9   | 2.0   | 0.9    | 0.9    | 1.0   |
| 营运资本的减少 (增加) | -332   | -194    | 99     | -120   | -160   | <b>负债指标</b>    |       |       |        |        |       |
| 投资活动现金流      | -56    | -101    | -225   | -150   | -150   | 净债务/所有者权益      | 20.7% | 9.8%  | 0.4%   | 3.7%   | 6.2%  |
| 资本支出         | -90    | -99     | -127   | -150   | -150   | 资产负债率          | 45.8% | 46.9% | 21.9%  | 25.8%  | 27.5% |
| 自由现金流        | -31    | 277     | -121   | -38    | -22    | 流动比率           | 1.55  | 1.64  | 2.51   | 2.28   | 2.16  |
| 融资活动现金流      | -110   | -43     | -0     | 4      | -12    | 速动比例           | 1.00  | 1.13  | 1.67   | 1.46   | 1.34  |
| 货币资金增加额      | -107   | 232     | -219   | -35    | -34    | <b>估值指标</b>    |       |       |        |        |       |
| <b>资产负债表</b> |        |         |        |        |        | 每股收益 (元)       | 0.293 | 0.413 | 0.225  | 0.190  | 0.256 |
| 货币资金         | 409    | 753     | 381    | 331    | 297    | 市盈率            | 25.5  | 18.1  | 33.2   | 39.2   | 29.2  |
| 应收款项         | 1,435  | 1,689   | 505    | 568    | 652    | 市净率            | 2.2   | 2.0   | 1.9    | 2.0    | 1.9   |
| 存货           | 1,293  | 1,419   | 633    | 742    | 871    | EV/ EBITDA     | 9.6   | 8.9   | 33.6   | 53.2   | 41.7  |
| 固定资产         | 1,303  | 1,232   | 1,202  | 1,263  | 1,320  | 市售率 (EV/Sales) | 0.53  | 0.42  | 1.41   | 1.23   | 1.07  |
| 短期借款         | 903    | 956     | 243    | 293    | 343    | 现金分红收益率        | 1.1%  | 1.7%  | 1.7%   | 0.8%   | 1.0%  |
| 应付款项         | 1,378  | 1,778   | 506    | 593    | 696    |                |       |       |        |        |       |
| 股东权益         | 2,790  | 3,060   | 3,125  | 2,961  | 3,138  |                |       |       |        |        |       |
| 总资产          | 5,453  | 6,206   | 4,130  | 4,489  | 4,850  |                |       |       |        |        |       |

资料来源: 公司数据, 中金公司研究部



图表 8: 全部 A 股医药公司估值对比

| 公司名称    | 编码     | 收盘价(元)    | 总市值    | 流通市值   | 摊薄后每股收益(元) |       |       | P/E  |       |       | 股息收益率 | 净资产收益率 |       |       | 市净率  |       |       |
|---------|--------|-----------|--------|--------|------------|-------|-------|------|-------|-------|-------|--------|-------|-------|------|-------|-------|
|         |        | 2009-3-27 | (百万元)  | (百万元)  | 2007       | 2008E | 2009E | 2007 | 2008E | 2009E | 2007  | 2007   | 2008E | 2009E | 2007 | 2008E | 2009E |
| 大宗原料药   |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 海正药业    | 600267 | 15.74     | 7,072  | 7,072  | 0.31       | 0.44  | 0.58  | 51   | 36    | 27    | 0.6%  | 10%    | 13%   | 16%   | 5.1  | 4.7   | 4.3   |
| 华海药业    | 600521 | 14.25     | 4,315  | 4,315  | 0.44       | 0.50  | 0.65  | 33   | 29    | 22    | 0.7%  | 11%    | 14%   | 16%   | 3.4  | 3.9   | 3.6   |
| 华北制药    | 600812 | 9.42      | 9,689  | 7,957  | 0.06       | 0.28  | 0.40  | 157  | 34    | 23    | 0.0%  | 4.9%   | 18.4% | 20.9% | 7.8  | 6.1   | 4.8   |
| 浙江医药    | 600216 | 19.65     | 8,844  | 8,842  | 0.13       | 2.29  | 2.76  | 151  | 8.6   | 7.1   | 0.2%  | 6.8%   | 70%   | 55%   | 10.2 | 5.7   | 3.8   |
| 新和成     | 002001 | 30.62     | 10,474 | 3,818  | 0.23       | 4.77  | 4.38  | 133  | 6.4   | 7.0   | 0.3%  | 9.6%   | 79%   | 45%   | 12.6 | 5.1   | 3.3   |
| 普洛股份    | 000739 | 6.20      | 1,592  | 1,298  | 0.12       | 0.00  | 0.00  | 50   |       |       | 0.0%  | 5.5%   |       |       | 2.2  |       |       |
| 新华制药    | 000756 | 5.38      | 2,460  | 643    | 0.07       | 0.00  | 0.12  | 77   |       | 45    | 0.6%  | 2.2%   |       |       | 1.5  |       |       |
| 天药股份    | 600488 | 7.80      | 4,235  | 2,820  | 0.05       | 0.23  | 0.31  | 163  | 34    | 25    | 0.3%  | 2.1%   | 3.6%  | 10.4% | 3.0  | 2.8   | 2.6   |
| 鲁抗医药    | 600789 | 4.83      | 2,809  | 1,684  | 0.04       | 0.00  | 0.00  | 121  |       |       | 0.0%  | 1.8%   |       |       | 1.9  |       |       |
| 东北制药    | 000597 | 19.54     | 6,523  | 5,858  | 0.16       | 0.98  | 1.10  | 125  | 20    | 18    | 0.4%  | 5.1%   |       |       | 7.4  |       |       |
| 中间值     |        |           | 5,642  | 4,120  | 0.13       | 0.36  | 0.49  | 126  | 29    | 21    | 0.3%  | 5.3%   | 16.1% | 18.4% | 4.3  | 5.0   | 3.8   |
| 品牌中药    |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 云南白药    | 000538 | 35.49     | 18,953 | 8,689  | 0.63       | 0.87  | 1.14  | 56   | 41    | 31    | 0.3%  | 25%    | 14%   | 16%   | 14.1 | 6.0   | 5.1   |
| 同仁堂     | 600085 | 15.89     | 8,276  | 8,276  | 0.45       | 0.50  | 0.55  | 36   | 32    | 29    | 0.6%  | 9%     | 9%    | 9%    | 3.1  | 2.9   | 2.8   |
| 广州药业    | 600332 | 7.47      | 6,057  | 1,520  | 0.41       | 0.21  | 0.19  | 18   | 35    | 40    | 1.7%  | 11%    | 5%    | 5%    | 2.0  | 1.9   | 1.8   |
| 东阿阿胶    | 000423 | 16.37     | 8,574  | 6,588  | 0.39       | 0.55  | 0.68  | 42   | 30    | 24    | 1.2%  | 17%    | 21%   | 23%   | 7.0  | 6.4   | 5.8   |
| 片仔癀     | 600436 | 24.28     | 3,399  | 1,545  | 0.68       | 1.00  | 0.91  | 36   | 24    | 27    | 2.1%  | 13%    | 18%   | 16%   | 4.7  | 4.3   | 4.2   |
| 九芝堂     | 000989 | 11.13     | 3,312  | 2,307  | 0.52       | 0.39  | 0.52  | 22   | 28    | 21    | 2.7%  | 11.8%  | 9%    | 0%    | 2.8  | 2.7   |       |
| 独一味     | 002219 | 18.54     | 1,732  | 434    | 0.48       | 0.51  | 0.67  | 39   | 37    | 28    | 0.0%  | 26.9%  |       |       | 12.1 | 5.4   | 4.6   |
| *ST中新   | 600329 | 13.45     | 4,972  | 1,192  | -0.20      | 0.51  | 0.60  | (67) | 26    | 22    | 0.0%  | -6.2%  | 14%   | 14%   | 4.5  | 3.8   | 3.4   |
| 马应龙     | 600993 | 24.81     | 2,285  | 1,688  | 2.19       | 0.94  | 1.14  | 11   | 26    | 22    | 1.2%  | 20.2%  |       |       | 3.2  | 3.1   | 2.9   |
| 中间值     |        |           | 4,868  | 1,695  | 0.48       | 0.51  | 0.67  | 36   | 31    | 27    | 1.2%  | 13.2%  | 13.6% | 13.8% | 4.4  | 3.7   | 3.8   |
| 现代中药    |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 天士力     | 600535 | 14.61     | 7,130  | 7,130  | 0.36       | 0.52  | 0.64  | 40   | 28    | 23    | 2.1%  | 10%    | 13%   | 14%   | 3.9  | 3.7   | 3.2   |
| 康缘药业    | 600557 | 18.17     | 4,841  | 3,577  | 0.36       | 0.53  | 0.71  | 50   | 34    | 26    | 0.6%  | 10%    | 15%   | 16%   | 5.1  | 4.3   | 4.2   |
| 益佰制药    | 600594 | 10.58     | 2,488  | 2,488  | 0.51       | 0.40  | 0.55  | 21   | 26    | 19    | 1.4%  | 19.9%  |       |       | 4.9  | 4.3   | 3.6   |
| 亚宝药业    | 600351 | 19.05     | 3,014  | 3,014  | 0.34       | 0.56  | 0.76  | 56   | 34    | 25    | 0.0%  | 12.9%  | 16%   | 14%   | 8.2  | 4.4   | 3.4   |
| 仁和药业    | 000650 | 11.80     | 2,597  | 1,011  | 0.18       | 0.32  | 0.78  | 66   | 37    | 15    | 0.0%  | 18.1%  | 25.9% | 18%   | 11.0 | 8.5   | 3.9   |
| 江中药业    | 600750 | 14.00     | 4,142  | 2,542  | 0.33       | 0.45  | 0.54  | 42   | 31    | 26    | 1.2%  | 12.2%  | 14%   | 16%   | 4.9  | 4.5   | 4.0   |
| 千金药业    | 600479 | 21.06     | 3,821  | 3,179  | 1.15       | 0.73  | 0.84  | 18   | 29    | 25    | 2.5%  | 22.6%  | 14%   | 15%   | 4.4  | 3.7   | 3.4   |
| 沃华医药    | 002107 | 31.48     | 2,581  | 691    | 0.51       | 1.32  | 0.94  | 62   | 24    | 33    | 0.9%  | 14.5%  | 23%   | 17%   | 7.5  | 5.9   | 5.2   |
| 康恩贝     | 600572 | 7.18      | 2,326  | 1,209  | 0.63       | 0.35  | 0.40  | 11   | 20    | 18    | 2.1%  | 13.8%  | 12%   | 12%   | 2.7  | 2.5   | 2.3   |
| 羚锐股份    | 600285 | 7.38      | 1,481  | 1,481  | 0.35       | 0.00  | 0.00  | 21   |       |       | 0.7%  | 13.3%  | 0%    | 0%    | 2.6  |       |       |
| 中间值     |        |           | 2,828  | 2,504  | 0.36       | 0.48  | 0.67  | 40   | 30    | 25    | 1.1%  | 13.6%  | 14.2% | 14.6% | 4.9  | 4.3   | 3.7   |
| 化学制剂药   |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 恒瑞医药    | 600276 | 38.79     | 20,066 | 13,735 | 0.80       | 0.82  | 1.36  | 49   | 47    | 28    | 0.3%  | 26%    | 21%   | 28%   | 12.4 | 10.0  | 6.7   |
| 白云山A    | 000522 | 7.18      | 3,368  | 2,513  | 0.27       | 0.23  | 0.32  | 26   | 31    | 23    | 0.4%  | 19.5%  | 11%   | 13%   | 4.6  | 3.6   | 3.3   |
| 现代制药    | 600420 | 7.69      | 2,213  | 1,600  | 0.36       | 0.19  | 0.28  | 21   | 40    | 27    | 1.3%  | 19.2%  | 0%    | 0%    | 4.2  |       |       |
| 康美药业    | 600518 | 12.32     | 9,417  | 9,417  | 0.32       | 0.34  | 0.51  | 39   | 37    | 24    | 0.1%  | 8.4%   | 10%   | 13%   | 4.1  | 3.6   | 2.9   |
| 恩华药业    | 002262 | 16.27     | 1,952  | 488    | 0.30       | 0.35  | 0.50  | 54   | 47    | 33    | 0.0%  | 20.4%  | 12%   | 15%   | 13.4 | 5.2   | 4.9   |
| 华邦制药    | 002004 | 19.19     | 2,533  | 1,118  | 1.56       | 0.64  | 0.78  | 12   | 30    | 25    | 0.0%  | 36.5%  | 11%   | 12%   | 3.8  | 3.4   | 2.9   |
| 华东医药    | 000963 | 11.75     | 5,100  | 2,895  | 0.40       | 0.43  | 0.56  | 29   | 27    | 21    | 0.0%  | 32.7%  | 25%   | 23%   | 8.8  | 6.8   | 4.1   |
| 中间值     |        |           | 3,372  | 2,516  | 0.36       | 0.35  | 0.51  | 30   | 37    | 24    | 0.1%  | 20.4%  | 11.3% | 13.1% | 4.6  | 4.5   | 3.7   |
| 生物制药    |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 双鹭药业    | 002038 | 33.70     | 8,371  | 4,670  | 0.54       | 0.91  | 1.27  | 62   | 37    | 27    | 0.3%  | 12%    | 30%   | 32%   | 7.6  | 6.4   | 5.0   |
| 科华生物    | 002022 | 20.77     | 6,554  | 5,479  | 0.56       | 0.56  | 0.69  | 37   | 37    | 30    | 0.2%  | 28.2%  | 30%   | 29%   | 14.3 | 10.2  | 8.9   |
| 天坛生物    | 600161 | 17.71     | 8,647  | 4,214  | 0.32       | 0.27  | 0.44  | 55   | 65    | 40    | 1.1%  | 16.8%  | 18%   | 19%   | 13.3 | 11.3  | 6.8   |
| 通化东宝    | 600867 | 16.16     | 5,956  | 3,900  | 0.21       | 0.26  | 0.50  | 77   | 62    | 32    | 0.0%  | 5.5%   | 6%    | 11%   | 4.0  | 3.7   | 3.3   |
| 华兰生物    | 002007 | 40.30     | 9,071  | 8,748  | 0.55       | 0.87  | 1.22  | 73   | 46    | 33    | 0.0%  | 20.1%  | 17%   | 20%   | 14.2 | 8.2   | 6.6   |
| 上海莱士    | 002252 | 27.15     | 4,344  | 1,086  | 0.68       | 0.65  | 0.86  | 40   | 42    | 31    | 0.0%  | 50.4%  | 19%   | 20%   | 25.8 | 7.1   | 6.4   |
| 达安基因    | 002030 | 9.65      | 1,936  | 1,855  | 0.28       | 0.21  | 0.28  | 34   | 46    | 34    | 1.3%  | 12.0%  | 12%   | 14%   | 6.3  | 5.9   | 5.0   |
| 天康生物    | 002100 | 14.46     | 1,822  | 924    | 0.50       | 0.56  | 0.74  | 29   | 26    | 20    | 0.2%  | 13.2%  |       |       | 4.7  |       |       |
| 中牧股份    | 600195 | 15.68     | 6,115  | 2,846  | 0.40       | 0.46  | 0.60  | 39   | 34    | 26    | 1.6%  | 14.9%  | 17%   | 19%   | 5.6  | 5.2   | 4.7   |
| 金宇集团    | 600201 | 8.39      | 2,356  | 2,000  | 0.33       | 0.47  | 0.00  | 25   | 18    |       | 2.4%  | 14.3%  | 17%   | 0%    | 3.4  | 2.9   |       |
| 中间值     |        |           | 6,265  | 3,476  | 0.45       | 0.51  | 0.64  | 41   | 39    | 31    | 0.3%  | 14.6%  | 17.2% | 18.7% | 7.0  | 6.4   | 5.7   |
| 保健品     |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 健康元     | 600380 | 6.04      | 6,631  | 3,689  | 1.19       | 0.45  | 0.00  | 5    | 13    |       | 1.7%  | 28.5%  | 19%   | 0%    | 2.3  | 1.2   |       |
| 交大昂立    | 600530 | 5.40      | 1,685  | 1,685  | 0.02       | 0.00  | 0.00  | 270  |       |       | 0.0%  | 0.5%   |       |       | 1.7  |       |       |
| 人福科技    | 600079 | 7.19      | 2,798  | 2,339  | 0.18       | 0.19  | 0.25  | 40   | 37    | 29    | 0.2%  | 7.7%   |       |       | 3.0  | 2.8   | 2.6   |
| 中间值     |        |           | 2,727  | 2,280  | 0.18       | 0.19  | 0.00  | 39   | 13    |       | 0.2%  | 7.7%   | 19.3% | 0.0%  | 2.3  | 1.2   |       |
| 医疗器械    |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 鱼跃医疗    | 002223 | 27.40     | 2,822  | 712    | 0.54       | 0.58  | 0.82  | 51   | 47    | 33    | 0.7%  | 26.9%  | 0%    | 0%    | 20.5 |       |       |
| 万东医疗    | 600055 | 8.24      | 1,784  | 1,043  | 0.19       | 0.18  | 0.22  | 43   | 47    | 37    | 0.3%  | 6.1%   | 0%    | 0%    | 3.8  |       |       |
| 新华医疗    | 600587 | 10.57     | 1,421  | 1,085  | 0.23       | 0.24  | 0.29  | 46   | 44    | 36    | 0.0%  | 4.9%   | 4%    | 6%    | 2.4  | 1.7   | 2.1   |
| 山东药玻    | 600529 | 10.81     | 2,782  | 2,782  | 0.44       | 0.52  | 0.65  | 25   | 21    | 17    | 0.0%  | 9.9%   | 10%   | 12%   | 2.1  | 2.0   | 1.8   |
| 中间值     |        |           | 2,375  | 1,109  | 0.34       | 0.38  | 0.47  | 47   | 47    | 36    | 0.1%  | 8.0%   | 1.9%  | 3.0%  | 3.2  | 1.9   | 2.0   |
| 综合性制药企业 |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 丽珠集团    | 000513 | 20.17     | 6,173  | 3,195  | 1.66       | 0.18  | 0.98  | 12   | 114   | 21    | 2.5%  | 26%    | 3%    | 14%   | 3.2  | 3.4   | 2.9   |
| 哈药股份    | 600664 | 12.25     | 15,215 | 9,926  | 0.48       | 0.61  | 0.74  | 26   | 20    | 17    | 0.8%  | 12.5%  | 14%   | 14%   | 3.0  | 2.7   | 2.3   |
| 复星医药    | 600196 | 13.61     | 16,846 | 8,586  | 0.51       | 0.68  | 0.68  | 27   | 20    | 20    | 0.7%  | 18.1%  | 15%   | 12%   | 4.4  |       |       |
| 双鹤药业    | 600062 | 23.77     | 11,324 | 5,304  | 0.99       | 0.86  | 1.08  | 24   | 28    | 22    | 0.8%  | 21.7%  | 15%   | 16%   | 5.2  | 3.9   | 3.5   |
| 三精制药    | 600829 | 14.80     | 5,722  | 2,585  | 0.69       | 0.71  | 0.85  | 21   | 21    | 17    | 0.7%  | 23.8%  | 0%    | 0%    | 4.6  |       |       |
| S三九     | 000999 | 15.40     | 15,075 | 5,205  | 0.29       | 0.51  | 0.66  | 54   | 30    | 24    | 0.0%  | 10.8%  | 16%   | 17%   | 5.4  | 4.7   | 4.0   |
| 上实医药    | 600607 | 14.92     | 5,488  | 3,368  | 0.38       | 0.46  | 1.05  | 40   | 33    | 14    | 0.8%  | 7.6%   | 9%    | 18%   | 2.9  | 2.6   | 2.1   |
| 中间值     |        |           | 11,520 | 5,317  | 0.51       | 0.61  | 0.85  | 25   | 28    | 19    | 0.8%  | 18.1%  | 13.7% | 14.2% | 4.1  | 3.6   | 3.1   |
| 医药流通企业  |        |           |        |        |            |       |       |      |       |       |       |        |       |       |      |       |       |
| 国药股份    | 600511 | 26.86     | 6,430  | 3,729  | 0.55       | 0.80  | 1.05  | 49   | 34    | 26    | 1.3%  | 19%    | 24%   | 27%   | 9.3  | 8.1   | 7.0   |
| 广州药业    | 600332 | 7.47      | 6,057  | 1,520  | 0.41       | 0.23  | 0.38  | 18   | 33    | 20    | 1.7%  | 11%    | 6%    | 8%    | 2.0  | 1.9   | 1.7   |
| 上海医药    | 600849 | 9.30      | 5,293  | 3,457  | 0.12       | 0.21  | 0.26  | 80   | 44    | 36    | 0.5%  | 4.1%   | 6%    | 7%    | 3.2  | 3.1   | 2.9   |
| 南京医药    | 600713 | 8.28      | 2,076  | 1,640  | 0.19       | 0.23  | 0.33  | 45   | 36    | 25    | 1.0%  | 9.6%   | 9%    | 11%   | 4.1  | 3.2   | 2.8   |
| 桐君阁     | 000591 | 6.48      | 1,271  | 703    | 0.16       | 0.19  | 0.13  | 40   | 34    | 52    | 0.0%  | 6.2%   |       |       | 3.6  |       |       |

## 北京

中国国际金融有限公司  
中国 北京 100004  
建国门外大街 1 号  
国贸大厦 2 座 28 层  
电话: (8610) 6505-1166  
传真: (8610) 6505-1156

中国国际金融有限公司  
北京建国门外大街证券营业部  
中国 北京 100022  
北京市朝阳区建国门外大街甲 6 号  
SK 大厦 1 层  
电话: (8610) 8567-9238  
传真: (8610) 8567-9169

## 上海

中国国际金融有限公司  
上海分公司  
中国 上海 200120  
陆家嘴环路 1233 号  
汇亚大厦 32 层  
电话: (8621) 5879-6226  
传真: (8621) 5879-7827

中国国际金融有限公司  
上海淮海中路证券营业部  
中国 上海 200020  
淮海中路 398 号  
世纪巴士大厦裙楼 1-B、2-B  
电话: (8621) 6386-1195  
传真: (8621) 6386-1196

## 香港

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

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

## 深圳

中国国际金融有限公司  
深圳福华一路证券营业部  
中国 深圳 518048  
福田区福华一路 6 号  
免税商务大厦裙楼 107、201  
电话: (86755) 8832-2388  
传真: (86755) 8254-8243



本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由中国国际金融香港证券有限公司于香港提供。本报告的版权仅为我公司所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、发表或引用。