



CICC
中国国际金融有限公司
CHINA INTERNATIONAL CAPITAL
CORPORATION LIMITED

首次关注
研究报告

2010 年 7 月 15 日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号: S0080208030080
SFC CE Ref: AUZ741

sunl@cicc.com.cn

周峰

联系人

zhoupeak@cicc.com.cn

审慎推荐

科伦药业 (002422.CH)

快速扩张的行业鲶鱼

主要财务信息

(百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E
主营业务收入	2,621	3,246	4,042	5,036
(+/-)	29%	24%	25%	25%
主营业务利润	929	1,229	1,716	2,186
(+/-)	29%	32%	40%	27%
净利润	310	428	675	898
(+/-)	43%	38%	58%	33%
每股盈利 (元)	1.29	1.78	2.81	3.74
市盈率	73.7	53.4	33.8	25.5
市净率	14.6	14.6	3.4	3.1
EV/EBITDA	37.9	37.2	19.9	14.4
净资产收益率	26.4%	27.3%	10.0%	12.3%

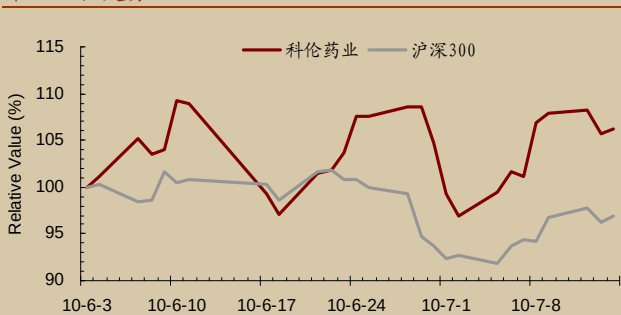
股票信息

	A股
当前股价	人民币 95.2
股票代码	002422.CH
日成交量 (百万股)	5.03
52周最高价/最低价	人民币 100.48 / 82.17
总市值 (百万元)	22,848
发行股数 (百万股)	240
其中: 流通股 (百万股)	48
主要股东 (持股比例)	刘革新 (25.81%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[科伦药业]	+4.52	-2.55	+6.20	+6.20
[沪深300指数]	+3.54	-3.82	-22.04	-25.44
[沪深300医药指数]	+2.35	-15.47	-17.60	-7.36

最近估值走势



资料来源: 彭博资讯, 公司信息, 中金公司研究部

近来事件

8/24/2010 2010 年中期报告
9/03/2010 一般法人获配股份上市

投资亮点:

科伦药业主要从事大输液研究、开发及生产,是中国输液行业中品种最为齐全和包装形式最为完备的医药制造企业之一,按销量统计公司位居第一位。

包装、产品双升级提升竞争优势。包装升级是大输液行业的必然方向,公司积极顺应趋势,扩张塑瓶和软袋输液产能,推出具备自主知识产权的直立式软袋和固液双室袋等产品,将有效保证产品竞争力,并提升整体盈利能力。预期未来两年,直立式软袋销量复合增长将超过 50%,而塑瓶销量复合增速将超过 30%。产品创新也是公司重要发展战略,借助创新有效提升产品结构,实现可持续发展。

积极并购扩张。大输液本身特性有利于行业集中度提升,欧美成熟市场集中度非常高。随着国内大输液行业逐步规范,集中度快速提升趋势已经形成,优势企业将有很大的发展空间。科伦药业体制灵活,发展战略明确,执行到位,成为行业整合的领先者。IPO 超募的 33 亿元资金,更是给公司未来的并购整合奠定了资金优势。

复制大输液发展路径,拓展多元发展空间。公司将把发展大输液的“制造”优势复制到小水针、粉针剂、冻干粉针剂等领域,以打开长期发展空间。

财务预测:

我们预计公司未来两年收入可以保持 25%以上的增长。预测公司 2010 年、2011 年 EPS 分别为 2.81 和 3.74 元。

估值与建议:

当前股市 2010、2011PE 分别是 34x 和 26x,预测未来 2 年,净利润增长 45%,对应的 PEG 是 0.75x,处于医药行业估值低端。首次覆盖给予“审慎推荐”评级。

风险:

大输液易在生产和使用环节易发生问题,带来品牌和信誉风险。覆盖区域招标失败导致生产线闲置风险。并购扩张导致产能分布地域分散,管理难度增大。

目录

大输液龙头.....	3
产销量第一的大输液龙头	3
大输液在行业规范过程中走向集中	3
快速扩张的行业鲶鱼	5
包装升级提升盈利能力	6
增长趋势和盈利分析	8
估值与建议	9
政策影响带来扩张机遇	9
利润高增长，首次给予“审慎推荐”评级	9
风险	11

图表目录

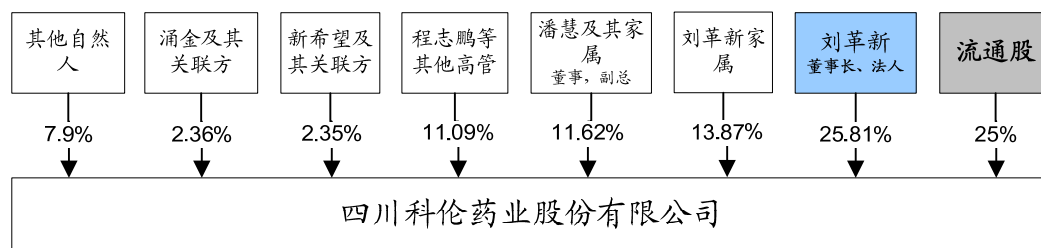
图表 1：公司发行后股权结构图	3
图表 2：1995~2008 年全国大输液产量统计	3
图表 3：国内大输液市场格局	4
图表 4：国内输液十强占有率和海外巨头占有率比较	4
图表 5：公司历年来并购情况（万瓶）	5
图表 6：双鹤药业和科伦药业覆盖区域比较	6
图表 7：主要大输液按包装品种分类介绍	6
图表 8：主要大输液按包装品种市场结构	7
图表 9：科伦分包装类型毛利率对比和产量结构	7
图表 10：科伦药业产业扩张之路	8
图表 11：国内大输液市场格局对比	8
图表 12：国内医药子板块代表公司毛利率和销售净利润率比较	9
图表 13：历史和预测的财务指标	10
图表 14：A 股医药公司估值表(其中绿色背景公司为中金覆盖公司)（2010-7-14）	11

大输液龙头

产销量第一的大输液龙头

公司主要从事大输液产品研究、开发及生产，拥有共计 96 个品种、219 种规格的大输液产品。是中国输液行业中品种最为齐全和包装形式最为完备的医药制造企业之一。2008 年按销量统计位居第一，占国内市场 22.1% 份额。公司实际控制人为董事长刘革新，其和其家属合计持有发行后 39.68% 的股份。

图表 1：公司发行后股权结构图



资料来源：招股书说明书，中金研究部

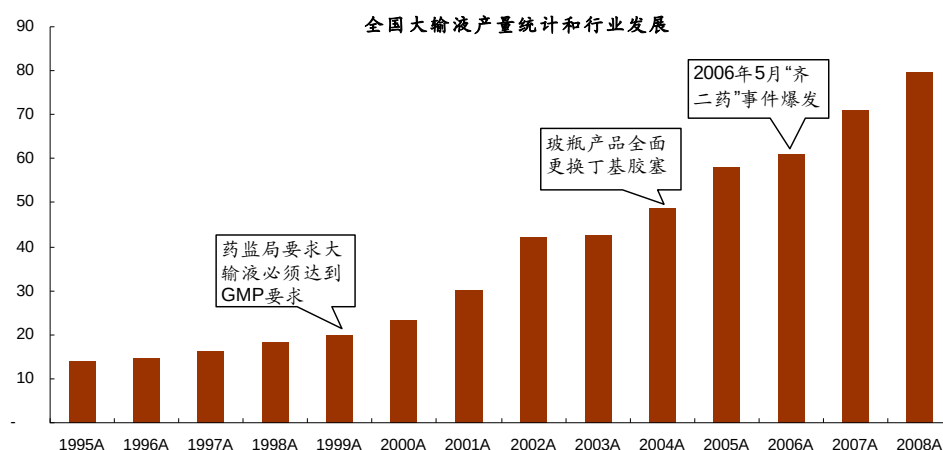
大输液在行业规范过程中走向集中

大输液是区别于小针剂的输液产品，是静脉给药的一种剂型，是医疗机构最普遍采用的一种制剂。大输液在临床上的应用范围主要为脱水症的治疗与预防；循环血液量、血浆量的急性丧失和休克的治疗；体液中电解质成分浓度异常的治疗；酸、碱平衡异常的治疗；补充热量、营养、高能输液；药物静脉给药的载体。

大输液在规范中发展

大输液临床需求多，生产规模大，早年行政干预多。从 90 年代大规模发展起，国内各地引进了多条生产线，地方保护比较严重，各地出现供过于求，竞争激烈。1999 年国家药监局要求大输液生产线必须通过 GMP 要求，2004 年玻璃瓶产品要求换丁基胶塞，2006 年新 GMP 检查展开，同年 5 月份，“齐二药”事件推动新一轮 GMP 严格检查，淘汰了部分落后产能。在一次次整顿中，大输液行业走向规范和升级，同时逐渐摆脱地方保护，出现全国性布局，市场集中度不断提升。

图表 2：1995~2008 年全国大输液产量统计



资料来源：招股书说明书，中金研究部

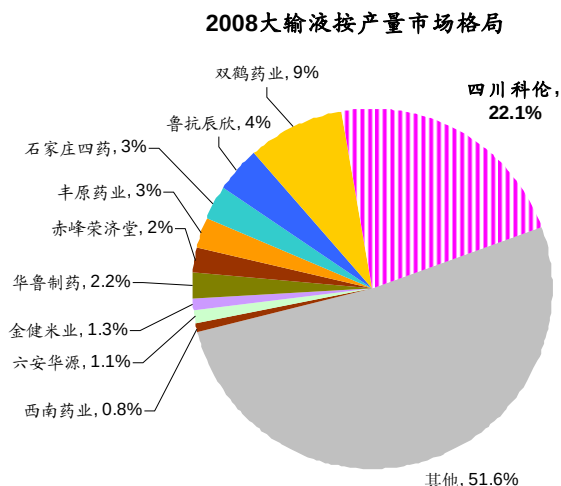
本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告亦可由(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供,及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合 Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations 定义下的 accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者，有关财务顾问将不需要根据新加坡之 Financial Advisers Act 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，新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。

市场集中度快速提高

大输液本身特性有利于行业集中：1、大输液直接静脉注射，对产品质量要求极高，市场需求倾向于知名度高，产品质量好的企业；2、大输液需求量大，单价低，生产环节需要具备一定的规模效应；3、作为医院常用标准化产品，大输液绝大多数均需通过大范围的集中采购招标，对生产商的供应规模和品种数量有一定要求。

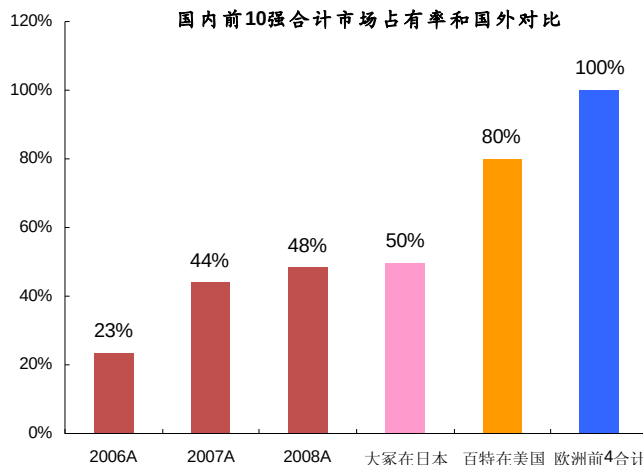
从图表 3 可以看出，欧美成熟市场集中度非常高。国内大输液集中度快速提升趋势已经形成，优势企业将有很大的发展空间。

图表 3：国内大输液市场格局



资料来源：招股书说明书，中金研究部

图表 4：国内输液十强占有率和海外巨头占有率比较



资料来源：招股书说明书，中金研究部

快速扩张的行业鲶鱼

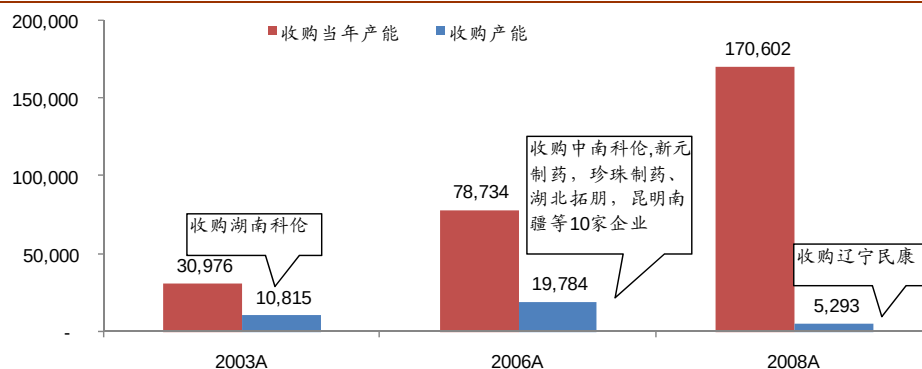
鲶鱼效应推动市场整合。前期大输液地方割据的状态，公司因民营体制受到市场限制。自药品包材要求越来越严后，众多民营企业利用产品升级之机，在全国开展价格战，极端时期一瓶 500ml 大输液价格低于纯净水。导致国内大量运行机制僵化的国有企业亏损，关闭产能甚至退出市场，部分体制灵活的民营企业趁机扩大市场占有，而科伦药业则是受益最大的“鲶鱼”。

民营体制体现经营优势。公司民营体制，管理层持股，激励政策到位。发展战略明确，而且运营过程执行到位，对成本控制和盈利要求非常严格。目前国内规模较大的竞争对手，均是国有体制（双鹤药业、山东鲁抗晨欣、丰原药业等）或从国企转变而来（利君国际旗下石药四厂）。主要竞争对手除双鹤药业外，近几年扩张动作较少，主要策略多是保住其所在的本地市场，或在自己优势地区开展静脉药品配置服务（PIVAS）等附加值服务（科伦、丰原药业）。

积极推行并购整合

科伦积极并购扩张战略。前期公司积极利用行业调整机会开展大规模并购，截至 2008 年 2 月，公司已并购产能占公司全部产能的 21%。大输液具有一定地域性特点，从国外市场格局演变过程分析，我们认为当前市场环境下，开展并购是公司未来成长必然选择，也是行业内结构调整的需要。

图表 5：公司历年来并购情况（万瓶）



资料来源：招股书说明书，中金研究部

超募资金提升并购整合实力。公司本次 IPO 募集净资 47.72 亿元，其中超募资金接近 33 亿元，这将使得公司具备良好的资金实力，在并购整合中获得先机。

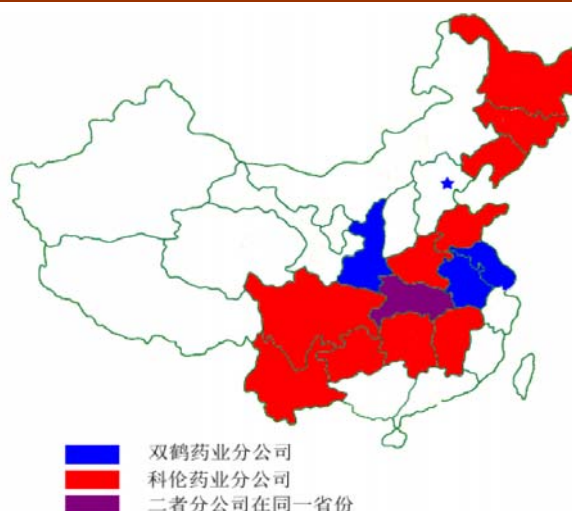
并购是扩大覆盖区域的主要途径

在招标制度下，大输液地方割据特征明显。大输液临床使用量大，但是国内企业产品同质化严重，进入门槛低，造成各省市招标中竞争非常激烈。随着医改的推进，各地出现市区县多级集中招标的现象，地域性特色更明显。在招投标制度影响下，形成了各优势厂商地方割据的状态，如石药四厂在华北，丰原在安徽，金健在湖南等等。加上大输液单品价值低、重量高，具备一定的运输半径，因此并购是扩大地域覆盖，进行区域整合的快捷合适方法。

截止到 2007 年 6 月，国内有 397 家大输液生产企业通过 GMP 认证，2008 年我国前十强企业生产集中度约为 48.4%，与欧美市场比产能比较分散。基本药物制度和招投标制度的推进会更加压缩小厂商的生存空间，给公司跨地域扩张提供了很多潜在并购机会。

通过十多次并购，科伦生产基地遍布于九省份，初步形成了全国性产业布局。公司采用代理销售体系，在全国成立了 57 个销售片区（一级区域总代理商），与约 2150 家二级以上医院直接建立长期业务关系，覆盖 25000 家包括二级以下医院在内的终端渠道。公司与美国 SAGENT 公司于 2006 年 12 月签署了《关于联合开拓美国输液产品市场的合作协议》，如果进展顺利，公司产品有望打入国际市场。

图表 6：双鹤药业和科伦药业覆盖区域比较



资料来源：招股书说明书，中金研究部

包装升级提升盈利能力

包装升级是大趋势

大输液按包装类型分类和各自优缺点如下表格，从临床使用看，大部分玻瓶市场最终将会被塑瓶和软袋取代。

图表 7：主要大输液按包装品种分类介绍

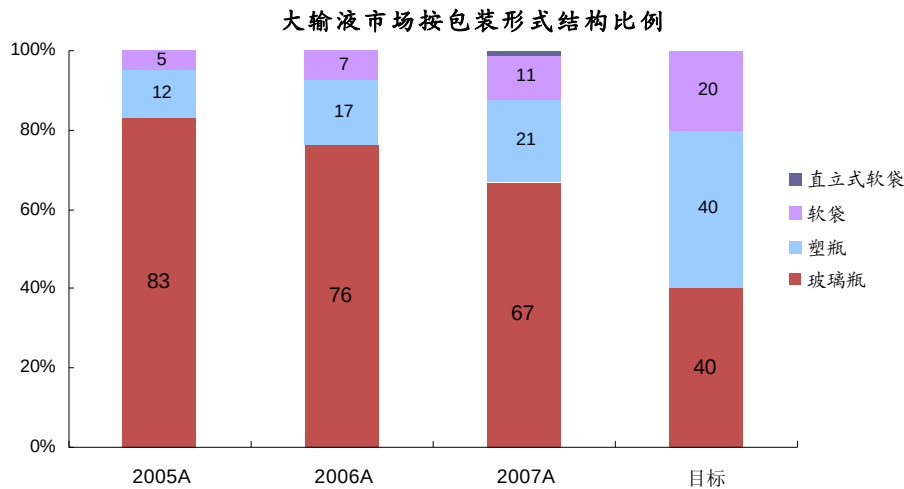
包装形式	玻璃瓶	塑瓶	软袋	直立式软袋
化学稳定性	较好	好	好	好
抗冲击	差	好	好	好
透明度	好	较好	好	好
口部密封性	较差，易污染	好，不易污染	好，不易污染	好，不易污染
胶塞接触药液	是，易污染	否，不易污染	否，不易污染	否，不易污染
是否易破损	是，脱落物和隐形裂伤易污染	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤	否，无脱落物和隐形裂伤
使用方法	需空气回路，易二次污染	需空气回路，易二次污染	自身产生负压，无需空气回路，安全性高	自身产生负压，无需空气回路，安全性高
临床使用习惯	习惯	习惯	不习惯	习惯

资料来源：招股书说明书，中金研究部

目前国内市场玻璃瓶包装仍是主流。占整体市场超过 60%，目前在欧美等发达国家，软袋、塑瓶包装的输液产品已经成为市场主流，美国达到 90%，欧洲达到 70%，印度也达到了 50% 以上。

制度环境改变助推包装升级。国内玻璃瓶占据主流一个很重要的原因就是玻璃瓶工艺成熟，成本低，门槛低。而塑瓶和软袋原料需进口，工艺较高，进入门槛高，导致平均成本较高，因此在竞争中处于劣势。近年来龙头企业通过塑瓶和软袋生产线的规模化扩张，降低了单位成本。而玻璃瓶遭遇到换丁基胶塞，纯碱和能源涨价等一系列问题，导致生产成本上升。管理机构和患者对药品质量要求的提高也推动包装升级。

图表 8: 主要大输液按包装品种市场结构

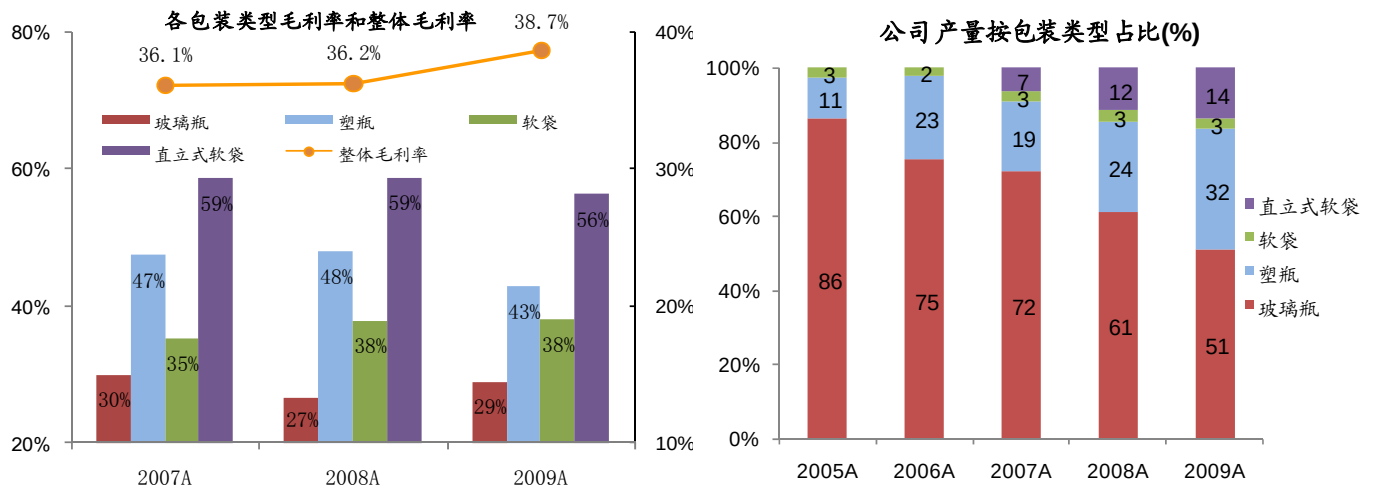


资料来源: 招股书说明书, 中金研究部

包装升级提升盈利能力

公司积极顺应包装升级趋势, 从近 5 年的产品产量结构中可以看出, 公司玻璃瓶所占比例下降迅速。同时公司推出自主知识产权的“直立式软袋”, 2009 年已经占据公司产量的 14%。公司主要产品分类中, 玻璃瓶毛利率不到 30%, 而其他类型毛利率均比较高, 其中直立式软袋 2009 年毛利率达到 56%。高毛利产品销售增长提升了整体盈利水平, 公司毛利率从 2007 年的 36% 提高到 2009 年的 39%。

图表 9: 科伦分包装类型毛利率对比和产量结构



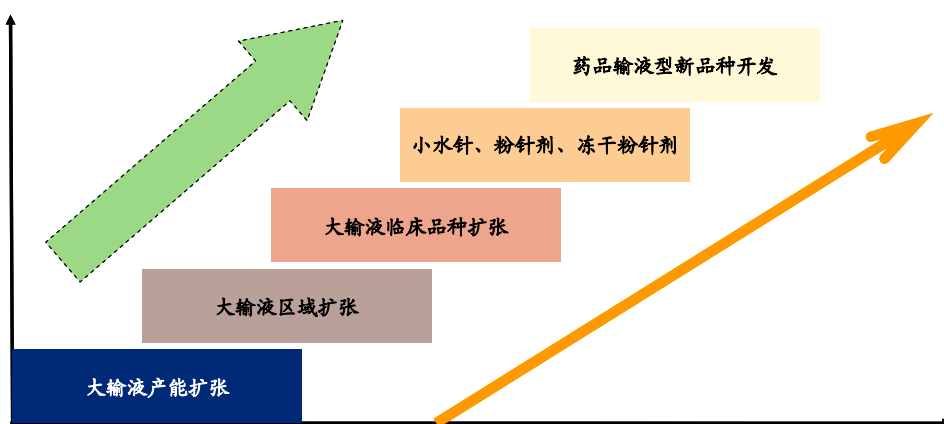
资料来源: 招股书说明书, 中金研究部

未来公司将进一步缩减玻璃瓶产量, 新建、扩建塑瓶和直立式软袋生产线, 并将推出“液固双腔袋输液”高端品种, 设计单品价格超过 6 元/袋, 毛利率达到 70%, 可进一步提高公司盈利能力。

增长趋势和盈利分析

1. 塑瓶、直立式软袋是主要增长点。大输液包装升级是公司未来几年主要的着眼点，公司将逐步缩减玻璃瓶产量，对塑瓶和软袋品种产能进行扩张。未来两年公司将重点推广自主研发的直立式软袋，预期将出现爆发式增长。塑瓶输液是另外一个发展重心，产量将会保持 30% 以上增长。固液双室袋需要等待药监局批文，预期要等到 2011 年下半年才能进入市场。而玻璃瓶输液产量将会稳中有降。
2. 非输液行业复制大输液发展路径，未来几年积极开发非输液品种。公司成功地在大输液医药行业发挥“制造业”优势，即通过规模和低价对行业进行整合，未来公司计划以新元制药和珍珠制药为载体，在小水针、粉针剂、冻干粉针剂行业复制大输液发展路径，打开发展瓶颈。

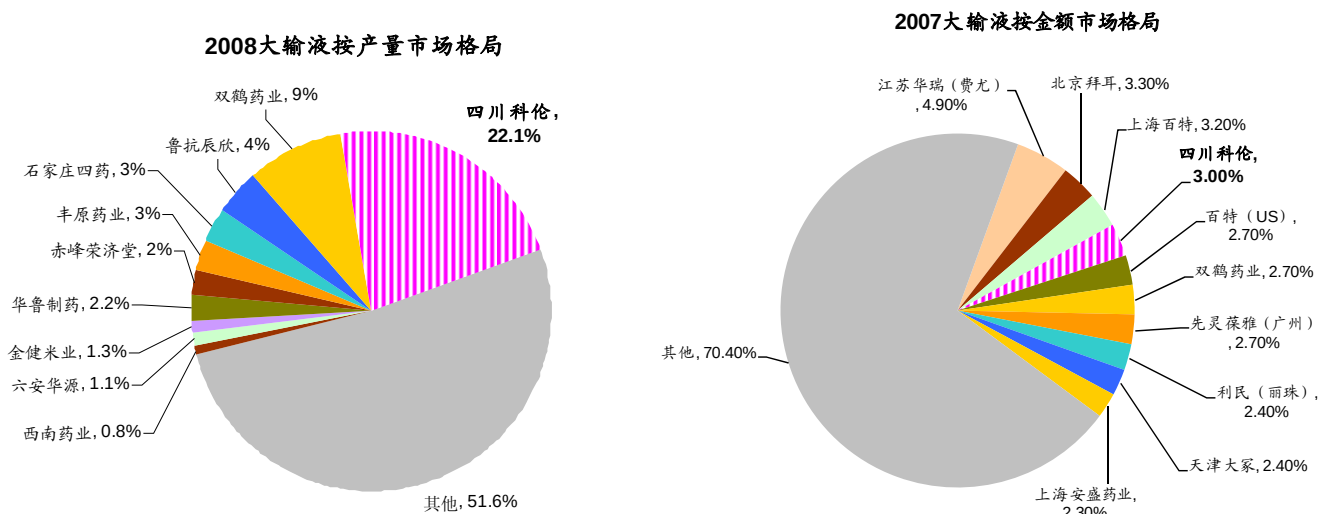
图表 10：科伦药业产业扩张之路



资料来源：中金研究部

3. 创新是引领行业发展的驱动力。公司主要产品是葡萄糖输液、氯化钠输液、葡萄糖氯化钠输液等低端产品。2008 年公司总产量位居国内第一，但按销售金额位居三家外资企业之后（2007 年）。原因在于跨国药企主要品种均是专利药或者具备独创输液剂型，可以享受单独定价，利润率与专利药相仿。国内多数针剂尤其是中成药领域，输液剂型研究刚刚起步，未来仍然具备发展机会和潜在市场，发展临床创新产品是未来必然方向。

图表 11：国内大输液市场格局对比



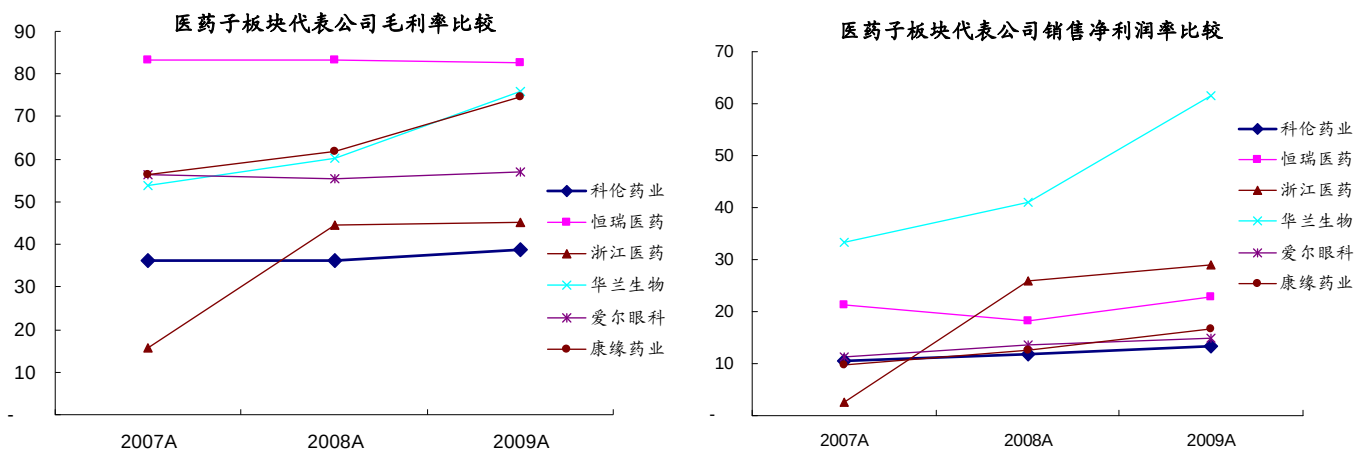
资料来源：招股书说明书，IMS，中金研究部

估值与建议

政策影响带来扩张机遇

近期社会舆论对药价关注再次升温，市场预期即将出台的《药价管理办法》对医药行业影响较大。从政策角度看，政策影响对象主要是高价格、高利润仿制药。公司产品单价较低，毛利率不高，受政策调控影响有限。而政策调控对很多小规模输液企业造成经营压力，为公司并购扩张提供机遇。

图表 12：国内医药子板块代表公司毛利率和销售净利率比较



资料来源：招股书说明书，中金研究部

利润高增长，首次给予“审慎推荐”评级

基于大输液行业整合的背景下，我们预计未来 2 年公司收入和净利润会高速增长，而盈利能力也会因为产品结构的变化而提升。预计公司 2010 年和 2011 年净利润分别为 6.75 亿元和 8.98 亿元，同比分别增长 58% 和 33%，对应 EPS 分别为 2.81 和 3.74 元。截至 2010-7-14 日，公司收盘价为 95.2 元，对应 2010 年和 2011 年 PE 分别为 33.8x 和 25.5x。

大输液单价低，品种多，行业属性更接近于普药类的化学制剂药，当前公司 2010 年和 2011 年 PE 较行业平均 37x、28x 分别略有折价，而公司预计 2009~2011 年净利润 CAGR 为 45%，大大高于行业平均 28% 的增速，应享有更高的估值。首次给予公司“审慎推荐”评级。

图表 13：历史和预测的财务指标

单位：人民币百万元	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E		2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
损益表						成长性指标					
主营业务收入	2,029	2,621	3,246	4,042	5,172	主营业务收入增长率		29%	24%	25%	25%
主营业务成本	-1,298	-1,673	-1,991	-2,293	-2,884	毛利率	36%	36%	39%	43%	44%
主营业务利润	732	948	1,255	1,749	2,288	三项费用	23%	22%	22%	22%	22%
营业费用	-311	-394	-501	-626	-807	营业利润率	12%	13%	16%	20%	22%
管理费用	-122	-131	-172	-222	-284	税前利润率	13%	13%	16%	20%	22%
财务费用	-31	-47	-46	-57	-32	息税前利润率	17%	18%	19%	24%	26%
营业利润	246	353	506	810	1,124	净利润率	11%	12%	13%	17%	18%
税前利润	256	352	522	820	1,134	收益率指标					
净利润	216	310	428	675	928	资产收益率	12%	12%	13%	8%	11%
现金流量表						净资产收益率	32%	26%	27%	10%	12%
经营活动现金流	-175	-227	-275	-1,092	-344	营运效率性指标					
营运资本的增加	-407	-472	-325	-346	497	应收及其他帐款回收期(天)	89	119	128	133	67
投资活动现金流	-173	-234	-319	-1,056	-301	存货周转期(天)	86	80	67	62	61
资本支出	175	227	275	1,092	344	负债指标					
自由现金流	-287	-273	-56	-581	1,296	净债务/所有者权益	净现金	净现金		净现金	
融资活动现金流	22	146	189	4,039	-803	资产负债率	62%	56%	53%	18%	15%
货币资金增加额	-326	-316	-406	1,892	-1,448	流动比率	0.6	0.9	1.0	4.1	5.1
资产负债表						速动比例	1.1	1.3	1.4	4.6	5.8
货币资金	103	341	517	4,021	4,567	估值指标					
应收款项	497	857	1,135	1,472	955	摊薄每股收益(元)	0.90	1.29	1.78	2.81	3.74
存货	479	577	595	691	869	每股经营现金流(元)	2.25	1.23	1.04	2.17	6.86
固定资产	471	646	746	1,748	1,955	市盈率	105.6	73.7	53.4	33.8	25.5
短期借款	416	814	1,077	677	277	市净率	10.6	14.6	14.6	3.4	3.1
应付款项	435	524	496	577	726	EV/EBITDA	23	38	37	20	14
股东权益	675	1,173	1,568	6,745	7,302	现金分红收益率	0.00%	0.00%	0.00%	1.18%	1.57%
总资产	1,787	2,656	3,333	8,213	8,561						

资料来源：wind，中金研究部，

风险

大输液易在生产和使用环节易发生问题，带来品牌和信誉风险。覆盖区域招标失败导致生产线闲置风险。并购扩张导致产能分布地域分散，管理难度增大。

图表 14: A 股医药公司估值表(其中绿色背景公司为中金覆盖公司) (2010-7-14)

公司名称	代码	收盘价 2010-7-14	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA			股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
				2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2010E	2011E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2011E
品牌中药																		
云南白药	000538	65.30	34,874	1.13	1.55	2.03	58	42	32	45.4	34.5	26.3	0.3%	18%	29%	12.1	1.24	34%
同仁堂	600085	22.20	11,562	0.55	0.65	0.78	40	34	29	21.6	18.8	16.2	0.0%	10%	11%	3.7	1.81	19%
广州药业	600332	8.97	5,301	0.26	0.37	0.43	34	24	21	42.6	42.6	42.6	0.6%	7%	9%	2.2	0.84	29%
东阿阿胶	000423	35.80	23,414	0.60	0.88	1.17	60	41	31	46.3	32.3	24.6	0.0%	21%	22%	9.2	1.03	40%
片仔癀	600436	35.07	4,910	0.93	1.18	1.47	38	30	24	29.6	24.2	19.7	1.4%	17%	19%	5.7	1.14	26%
康美药业	600518	12.42	21,044	0.30	0.44	0.59	42	28	21	31.1	28.3	22.9	0.3%	14%	15%	4.7	0.68	42%
中新药业	600329	11.64	6,278	0.35	0.44	0.57	33	27	21	19.9			0.0%	19%	18%	5.3	0.96	28%
中恒集团	600252	28.00	7,642	0.49	1.45	2.11	57	19	13		16.1	12.3	0.0%	25%	35%	12.3	0.18	107%
中间值			5,133				39	28	21	30	27	20	0.3%	15%	14%	5.1	1.14	28%
现代中药																		
天士力	600535	26.54	12,952	0.65	0.84	1.03	41	32	26	27.1	21.3	18.1	1.5%	16%	20%	6.2	1.21	26%
康缘药业	600557	17.44	5,576	0.50	0.72	0.95	35	24	18	22.7	18.4	14.9	0.8%	16%	21%	5.0	0.64	38%
上海凯宝	300039	28.28	4,959	0.39	0.66	0.94	72	43	30	55.8	40.6	25.2	1.1%	11%	9%	4.3	0.79	55%
桂林三金	002275	21.26	9,652	0.68	0.83	1.02	31	26	21	24.0	20.8	17.4	2.6%	24%	19%	6.1	1.12	23%
亚宝药业	600351	7.37	4,665	0.20	0.31	0.44	36	24	17	23.9	15.5	11.3	1.4%	15%	20%	5.1	0.50	47%
江中药业	600750	30.28	8,959	0.68	0.88	1.12	45	35	27	28.2	24.6	19.7	1.0%	20%	20%	8.2	1.21	29%
中间值			4,118				42	33	26	28	22	18	1.0%	16%	15%	5.1	1.06	31%
化学制剂药																		
恒瑞医药	600276	38.00	28,306	0.89	1.10	1.37	43	35	28	41.2	27.0	21.9	0.0%	29%	30%	10.3	1.46	24%
科伦药业	002422	95.20	22,848	1.78	2.81	3.74	53	34	25	37.6	24.4	18.6	0.0%	27%	6%	13.8	0.75	45%
华东医药	000963	22.24	9,653	0.87	0.80	1.02	26	28	22	16.2	16.6	13.2	1.5%	33%	26%	8.0	3.38	8%
信立泰	002294	67.10	15,232	0.95	1.43	1.95	71	47	34	57.8	37.7	26.6	1.5%	23%	18%	8.9	1.09	43%
康芝药业	300086	50.30	5,030	0.98	1.37	1.81	52	37	28	41.4	29.7	21.9	0.0%	50%	16%	18.9	1.01	36%
恩华药业	002262	18.44	4,315	0.23	0.33	0.50	79	55	37	50.9	41.3	28.3	0.3%	15%	17%	10.6	1.21	46%
华邦制药	002004	50.52	6,669	0.97	1.08	1.25	52	47	40	34.5			0.0%	16%	15%	7.8	3.42	14%
中间值			5,963				50	37	28	36	28	22	0.0%	23%	17%	8.4	1.15	28%
生物制药																		
双鹭药业	002038	34.80	8,765	0.97	1.42	1.88	36	25	19	31.6	21.2	16.0	0.0%	28%	35%	8.6	0.63	39%
天坛生物	600161	20.28	9,902	0.43	0.53	0.58	47	39	35	23.6	20.4	18.4	0.0%	29%	26%	11.4	2.42	16%
华兰生物	002007	43.04	24,800	1.06	1.33	1.53	41	32	28	29.9	26.2	24.1	0.7%	44%	32%	13.3	1.58	21%
科华生物	002022	14.20	6,990	0.42	0.53	0.68	34	27	21	27.3	23.9	18.7	1.4%	30%	27%	8.7	0.96	28%
通化东宝	600867	9.88	5,681	0.13	0.25	0.36	77	39	27	30.4	26.5	20.1	0.0%	5%	8%	3.5	0.57	69%
中牧股份	600195	23.91	9,325	0.58	0.85	1.02	41	28	23	24.5	19.2	16.4	0.6%	19%	21%	6.7	0.88	32%
中间值			6,576				43	32	26	30	24	19	0.6%	18%	21%	8.4	0.89	36%

资料来源: Wind, 中金公司研究部; (粗体为中金预测, 其他均为 WIND 一致预期)

北京

中国国际金融有限公司

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: (8610) 6505-1166

传真: (8610) 6505-1156

上海

中国国际金融有限公司上海分公司

上海市陆家嘴环路1233号

汇亚大厦32层

邮编: 200120

电话: (8621) 5879-6226

传真: (8621) 5888-8976

香港

中国国际金融香港证券有限公司

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

香港

中国国际金融香港资产管理有限公司

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

新加坡

中国国际金融(新加坡)有限公司

新加坡百得利路6号39层4号

邮编: 049909

电话: (65) 6572-1999

传真: (65) 6327-1278

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: (8610) 8567-9238

传真: (8610) 8567-9235

上海淮海中路证券营业部

上海市淮海中路398号

世纪巴士大厦裙楼1-B、2-B

邮编: 200020

电话: (8621) 6386-1195

传真: (8621) 6386-1180

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107、201

邮编: 518048

电话: (86755) 8832-2388

传真: (86755) 8254-8243

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: (86571) 8849-8000

传真: (86571) 8735-7743

南京中山北路证券营业部

南京市中山北路1号

绿地广场2层

邮编: 210008

电话: (8625) 8316-8988

传真: (8625) 8316-8397

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: (8620) 8396-3968

传真: (8620) 8516-8198

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: (8628) 8612-8188

传真: (8628) 8444-7010



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(1)中国国际金融香港证券有限公司于香港提供, 及(2)中国国际金融(新加坡)有限公司提供于符合Financial Advisers Regulations and the Securities and Futures Act and Regulations定义下的accredited investors and/or institutional investors。发布本报告于此类投资者, 有关财务顾问将不需要根据新加坡之Financial Advisers Act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, 新加坡的收件人可向中金新加坡公司提出。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。