



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

业绩回顾

证券研究报告

2011年8月8日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208030080
sunl@cicc.com.cn

周峰

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080208020078
zhoupeak@cicc.com.cn

上调至推荐

华海药业 (600521.SH)

沙坦市场爆发刚刚起步, 迎接2012 高潮

主要财务信息

(百万元)	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	928	1,023	1,611	2,306
(+/- %)	15.8%	10.2%	57.5%	43.2%
主营业务利润	378	422	704	1,048
(+/- %)	3.5%	11.5%	66.8%	48.9%
净利润	165	94	267	405
(+/- %)	10.1%	-43.3%	185%	51.9%
EPS (元)	0.31	0.17	0.50	0.75
P/E(x)	50.5	89.0	31.2	20.6
P/B(x)	3.9	3.6	1.8	1.7
ROE	13.6%	7.1%	10.5%	14.7%
现金分红收益率	0.6%	0.6%	1.8%	2.8%

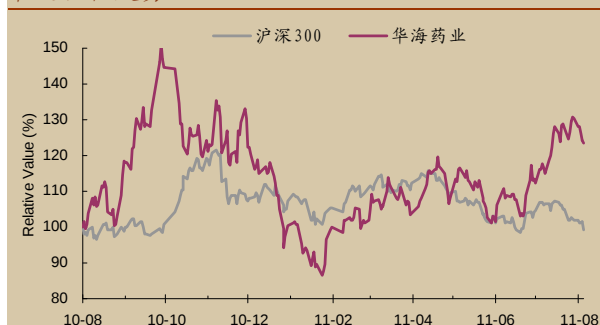
股票信息

	A股
股票代码	600521.SH
当前股价	人民币 15.46
日成交量 (百万股)	2.89
52周最高价/最低价	人民币 23.16/12.45
发行股数 (百万股)	539
总市值 (百万元)	8,327
其中: 流通股 (百万股)	539
主要股东 (持股比例)	陈保华、周明华 (26.1%、22.3%)

最近估值走势

	Last week	1m	3m	YTD
[华海药业]	-5.33	+6.47	+6.29	+25.19
[沪深300]	-2.51	-7.21	-7.32	-5.44
[沪深300医药]	-2.09	+0.37	-2.87	-13.74

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

公司近况: 中期业绩基本符合预期:

公司中期实现收入 9.2 亿元, 同比增长 109%; 实现净利润 1.32 亿元, 折合 EPS0.24 元, 同比增长 122%, 完全符合预期。

评论:

沙坦欧美市场爆发直接推动公司业绩爆发。自 2010 年 9 月氯沙坦钾第一个专利到期后, 公司沙坦迎来爆发性增长, 报告期沙坦类取得 2.58 亿元收入, 同比增长 130%, 主要来自缬沙坦和厄贝沙坦, 出口量增长 2~4 倍! 今年合计可达 500 吨。同时价格有显著提升。沙坦市场将是未来几年的主要增长动力。

缬沙坦和厄贝沙坦的仿制药市场刚刚起步, 原料药的需求高峰尚未来临。仿制药会在专利到期日以低价大幅抢占原研药市场, 因此观察原研药销售额下降幅度可以判断仿制药的市场拓展情况。从最新 2 个产品今年上半年情况来看, 销售额几乎未受影响, 可以判断仿制药市场才刚刚起步, 原料药的销售高峰尚未来临。

高潮在 2012。当前厄贝沙坦爆发主要是应对今年 9 月份美国专利到期; 而缬沙坦市场爆发主要是应对今年 2~5 月份欧洲专利到期。而 2 个品种 2012 专利到期市场规模比当前市场高 22%。

欧美市场的打开改变了公司发展模式。欧美市场的爆发充分发挥了公司优质优价的特点, 避免了与国内小厂相互杀价, 提升了盈利能力, 巩固了行业龙头地位。

预计华海最终获取沙坦市场容量约 1000 吨~1500 吨。仿制药商在杀价和原研药商竞争的时候, 市场容量也会因为价格下降而扩大。我们根据原研厂的产能, 分别按照中性和乐观两种价格测算, 整个沙坦原料药最终市场容量分别为 2475 吨和 3300 吨, 按华海最终全球 1/3 的市场份额计算, 加上其他沙坦和中间体, 公司沙坦最终市场容量约 1000 吨~1500 吨。而当前公司整体产能约 600 吨, 在 2015 年之前, 公司将会继续保持高速增长。

估值与建议:

上调公司评级至“推荐”, 维持当前盈利预测。沙坦市场爆发趋势已经明朗, 我们将公司评级从“审慎推荐”上调至“推荐”, 维持当前 2011 年、2012 年 EPS0.50 元和 0.75 元的预测, 对应 P/E 分别是 31x 和 21x。公司中短期发展增速高, 业绩确定性强, 未来可密切跟踪厄贝沙坦和缬沙坦专利到期后的市场情况。

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

目录

沙坦欧美市场爆发推动公司业绩提升.....	3
缬沙坦和厄贝沙坦仿制药市场刚刚起步.....	4
缬沙坦和厄贝沙坦的仿制药市场刚刚起步，原料药的需求高峰还未来临.....	4
欧美市场的打开改变了公司发展模式，巩固了行业龙头地位.....	6
上调公司评级至“推荐”，维持当前盈利预测.....	8
风险.....	9

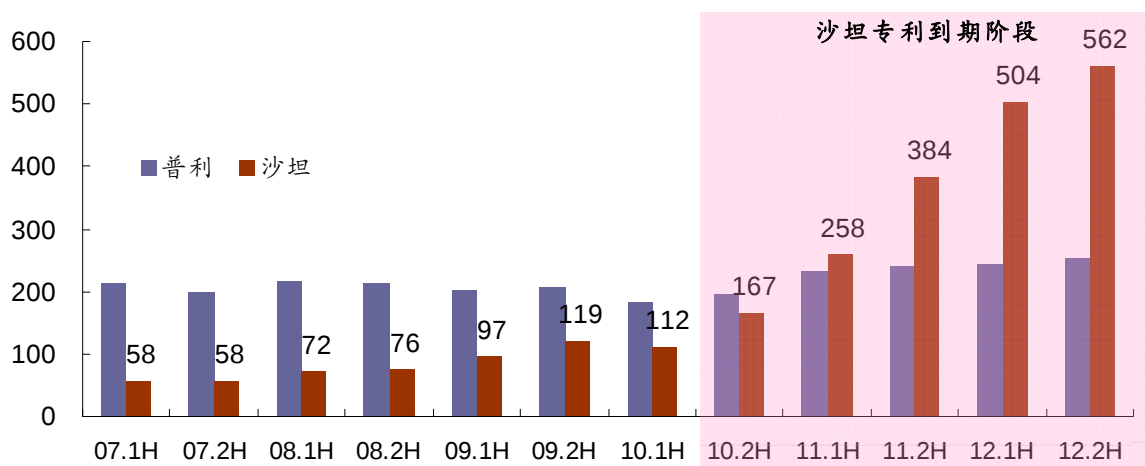
图表

图表 1: 沙坦和普利的半年度收入，其中自 2011 年下半年开始为我们预测.....	3
图表 2: 沙坦品种 3 年来出口量（吨）.....	3
图表 3: 主要品种的专利到期时间（更新）.....	4
图表 4: 厄贝沙坦和缬沙坦国际销售比例（2010 年）.....	4
图表 5: 原研药的最新销售数据（亿美元）.....	5
图表 6: 华海出口均价与国内整体出口比较.....	6
图表 7: 华海出口量与浙江天宇出口量比较.....	6
图表 8: 华海出口均价与浙江天宇出口价格比较.....	7
图表 9: 主要沙坦品种当前产能和未来市场容量需求.....	7
图表 10: 业绩季度拆解分析.....	8
图表 11: 公司主要财务数据.....	9
图表 12: 历史 P/E 和 P/B.....	9
图表 13: 可比公司估值表（2011-8-6）.....	10

沙坦欧美市场爆发推动公司业绩提升

沙坦欧美市场爆发直接推动公司业绩爆发。从公司披露的半年报数据（图表 1）即可看出，自 2010 年 9 月氯沙坦钾作为第一个品种专利到期后，公司的沙坦业务迎来了爆发性增长，报告期沙坦类取得 2.58 亿元收入，同比增长 130%，已接近去年全年 2.79 亿收入。与之对照的是：早已专利到期的普利业务增量不增价，发展平稳。沙坦原料药爆发是公司业务未来几年发展的主要动力。

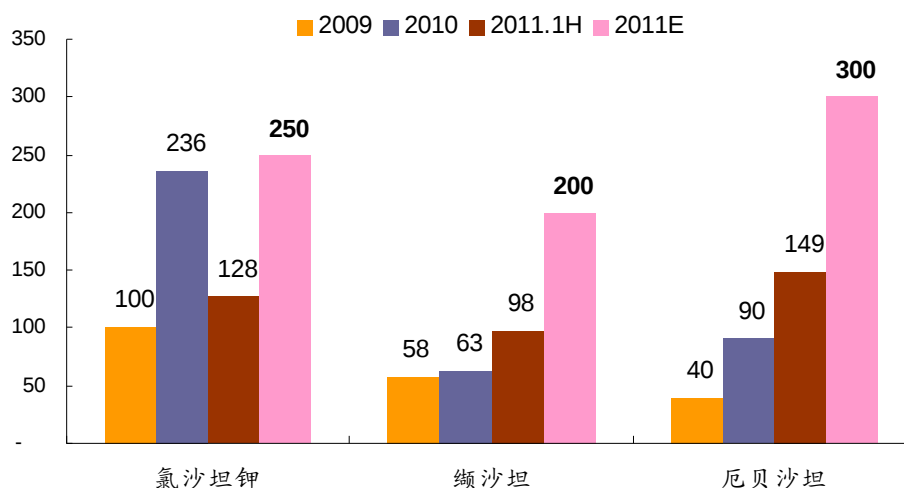
图表 1: 沙坦和普利的半年度收入，其中自 2011 年下半年开始为我们预测



资料来源：公司公告，中金公司研究部

缬沙坦和厄贝沙坦出口量增长 2~4 倍！，今年合计可达 500 吨。从下图可以看到 3 个主力品种 3 年来的出口情况。厄贝沙坦和缬沙坦在今年预计均可以同比增长 2~4 倍。这两个品种合计今年出口就有望达到 500 吨。加上氯沙坦钾和相关中间体，预计今年国内沙坦类出口突破 1000 吨。而预计公司今年年底产能可达到 700 吨，供求缺口大。

图表 2: 沙坦品种 3 年来出口量（吨）

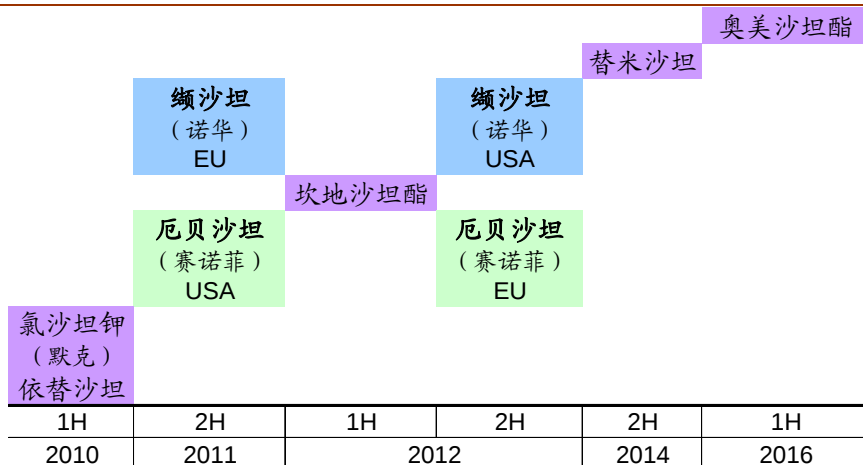


资料来源：中国海关，中金研究部

缬沙坦和厄贝沙坦仿制药市场刚刚起步

专利到期序幕刚刚拉开，2 大品种专利到期高潮在 2012 年，值得重点关注。仿制药商必须在各国专利到期日前 2~5 个月向原料药商下订单，因此可以通过专利到期时间判断原料药业务爆发的时点。主要沙坦品种到期时间如下（图表 3），今年厄贝沙坦爆发主要是应对今年 9 月份美国专利到期；而缬沙坦市场爆发主要是应对今年 2~5 月份欧洲专利到期。2012 年则会迎来缬沙坦 9 月份美国专利到期和厄贝沙坦 8 月欧洲专利到期，需要重点跟踪。

图表 3 主要品种的专利到期时间（更新）

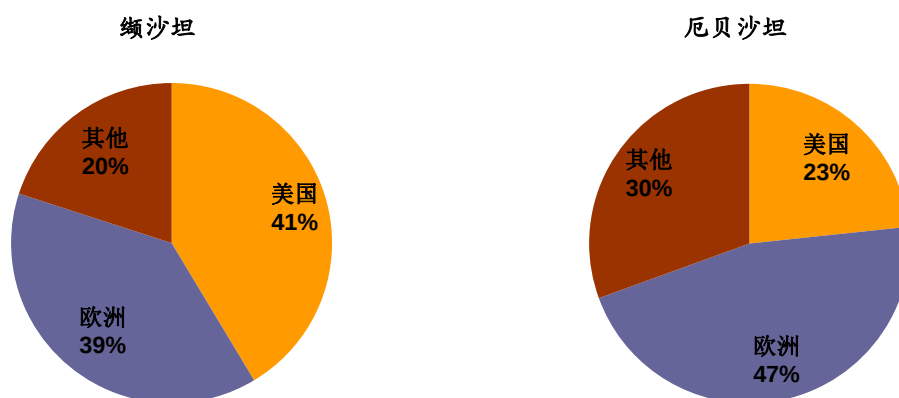


资料来源：公司公告，中金公司研究部

缬沙坦和厄贝沙坦的仿制药市场刚刚起步，原料药的需求高峰还未来临

- 2 大产品 2012 专利到期市场规模比当前市场还要高 22%。按各自区域对应的 2010 年市场销售额来看，2011 年到期的厄贝沙坦美国市场与缬沙坦欧洲市场均为各自产品的第二大市场，合计销售额为 30 亿美元；而 2012 年则为 2 个产品第一大市场专利到期，合计销售额为 37 亿美元。因此 2012 年专利到期仿制药市场容量更大。

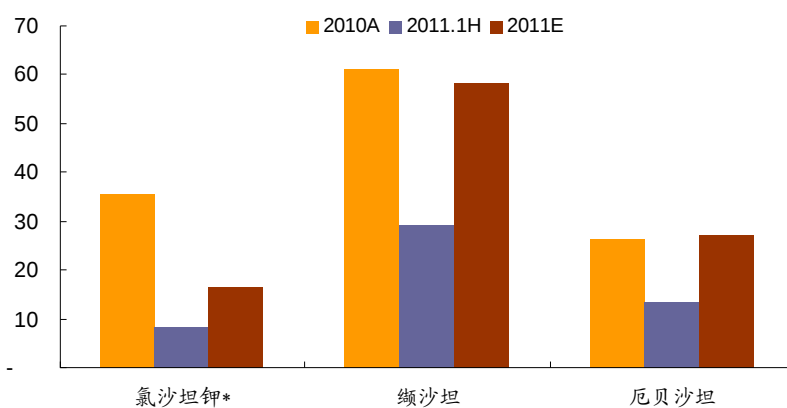
图表 4：厄贝沙坦和缬沙坦国际销售比例（2010 年）



资料来源：公司网站，中金研究部

- 2 大产品仿制药市场刚刚起步，原料药需求高峰尚未来临。判断仿制药市场爆发的一个重要指标就是看原研药的市场销售额受影响情况。仿制药会在专利到期日以低价大幅抢占原研药市场，因此观察原研药销售额下降幅度可以判断仿制药的市场拓展情况。从最新 2 个产品今年上半年情况来看，销售额几乎未受到仿制药影响，相对照：氯沙坦钾原研药的销售额在专利到期后销售额下降了 53%。因此可以判断 2 大产品的仿制药市场才刚刚起步，原料药的销售高峰尚未来临。

图表 5: 原研药的最新销售数据 (亿美元)

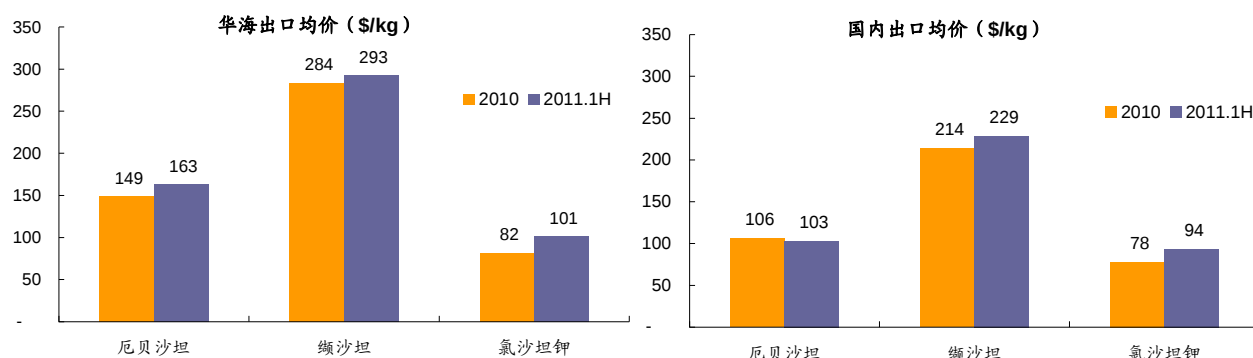


资料来源：公司网站，中金研究部，*氯沙坦钾因 2010 年专利已到期，因此原研药销售额采取 2009 年数据

欧美市场的打开改变了公司发展模式，巩固了行业龙头地位

欧美市场的爆发，直接提升了公司的盈利能力。原料药出口都欧美市场需要严格的认证。质量要求高，近年来对环保和员工环境等其他要求也在提高，未来生产门槛会越来越高。因此欧美仿制药厂商倾向于与原料药厂商维持长期的合作关系，对产品质量、交货能力更侧重，定价较高。公司在 2007~2008 即取得了美国 FDA 和欧盟 COS 认证。多年来与欧美主要仿制药厂商维持良好的合作关系，生产体系得到诺华、默克等国际知名药企的验证。此次沙坦原料药欧美市场的爆发，公司已准备多年。从近两年出口价格来看（图表 6），华海的均价均高于国内均价 20%~50% 以上。大大提升了公司盈利能力。

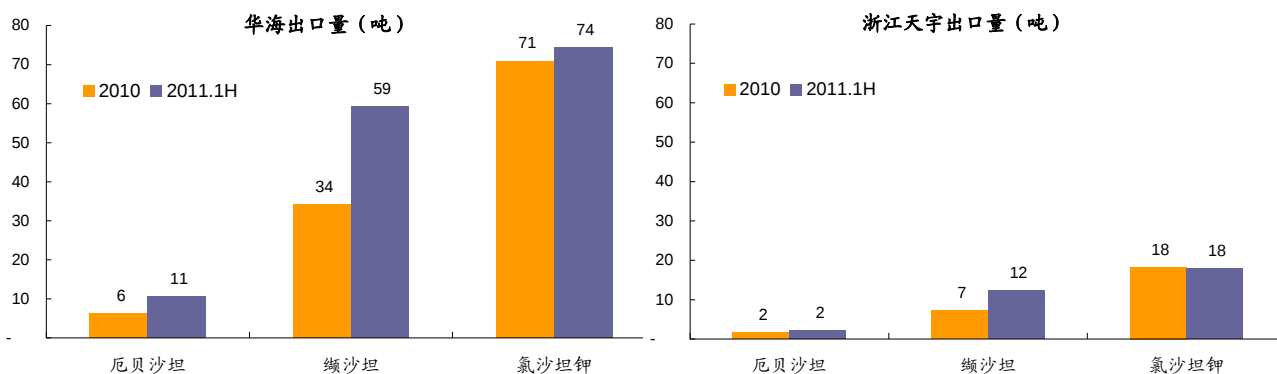
图表 6：华海出口均价与国内整体出口比较



资料来源：中国海关，中金研究部，注：此处只统计了华海自营出口的数据，华海也有部分通过经销商出口

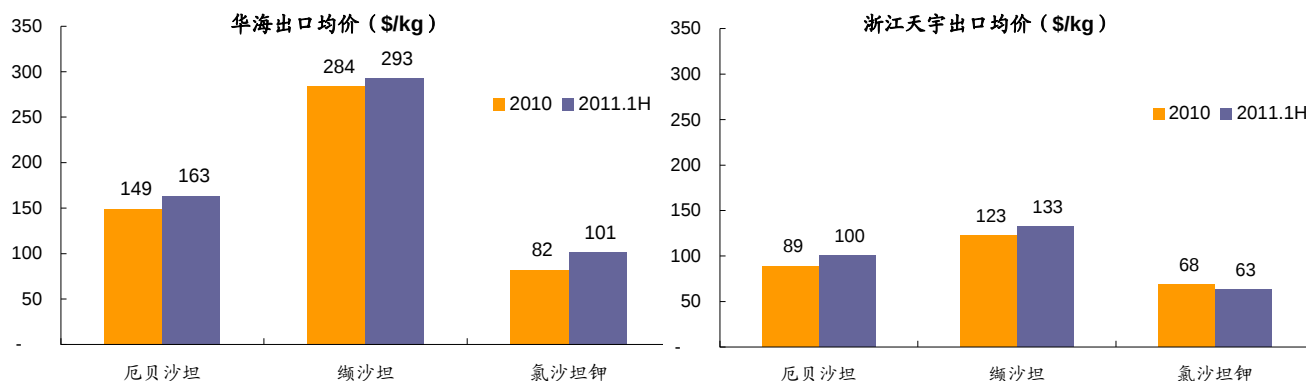
欧美市场的爆发充分发挥了公司优质优价的特点，进一步巩固了公司在产业内的龙头地位。在沙坦专利到期之前，公司只能与国内其他小厂在亚非拉等非规范地区竞争，价格低，盈利低，未能发挥公司高质量，高标准的生产优势。欧美市场爆发后，公司出口量大幅增加，出口价格也远高于其他小厂。目前在沙坦类原料药市场，国内只有华海取得欧美认证；从产能上看，公司最大的竞争对手为同在台州的浙江天宇药业，目前只有在去年取得欧美 COS 认证，但尚未打开市场。从图表 7、8 可以看出，欧美市场的打开，从产量和价格上远远拉开了公司与竞争对手的距离，巩固了龙头的地位。

图表 7：华海出口量与浙江天宇出口量比较



资料来源：公司网站，中金研究部，注：此处只统计了华海自营出口的数据，华海也有部分通过经销商出口

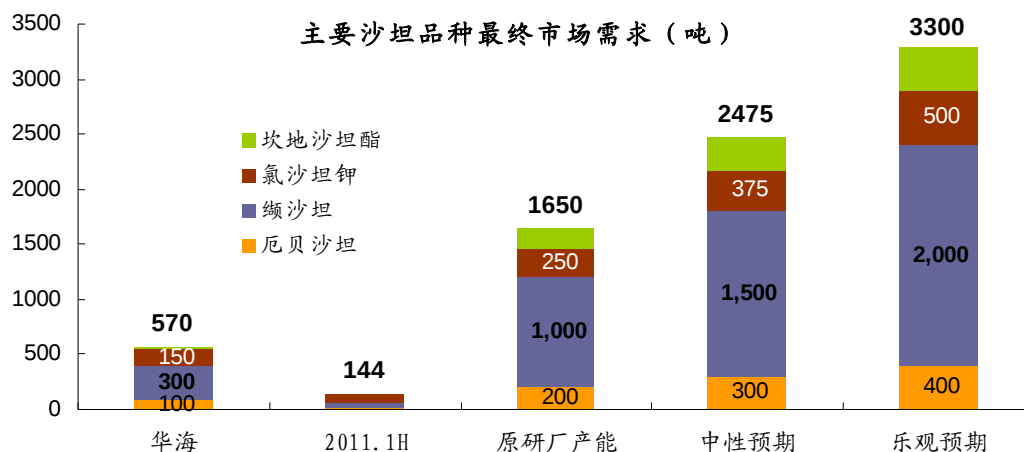
图表 8：华海出口均价与浙江天宇出口价格比较



资料来源：中国海关，中金研究部，注：此处只统计了华海、天宇自营出口的数据，华海、天宇也有部分通过经销商出口

预计华海最终市场容量约 1000 吨~1500 吨。一般仿制药商在杀价和原研药商竞争的时候，市场容量也会因为价格下降而扩大。我们根据原研厂的产能，分别按照中性和乐观两种价格测算，整个沙坦原料药品种最终市场容量分别为 2475 吨和 3300 吨，按华海最终全球 1/3 的市场占有率计算，加上其他沙坦品种和中间体，公司沙坦最终市场容量约 1000 吨~1500 吨。而当前公司整体产能约 600 吨，在 2015 年之前，公司将会继续保持高速增长。

图表 9：主要沙坦品种当前产能和未来市场容量需求



资料来源：公司网站，中金研究部，注：原研厂产能和公司产能是根据行业和公司交流得出

上调公司评级至“推荐”，维持当前盈利预测

沙坦市场爆发趋势已经明朗，我们将公司评级从“审慎推荐”上调至“推荐”，维持当前 2011 年、2012 年分别 0.50 元和 0.75 元的预测，对应当前 P/E 分别是 31x 和 21x。公司中短期发展增速远高于行业，业绩确定性高，未来可密切跟踪厄贝沙坦和缬沙坦分别在欧洲和美国专利到期后的市场情况。

图表 10：业绩季度拆解分析

损益表	2009	1Q10	2Q10	3Q10	4Q10	2010A	1Q11	2Q11	1H11	评论
(百万元)										
主营业务收入	928	229	212	249	333	1,023	526	394	920	收入同比增长130%，其中房地产确认收入2.29亿元，扣除房地产，2季度收入环比增长32%。
同比增长率	15.8%	17.3%	1.1%	6.4%	15.2%	10.2%	130.3%	86.0%	109%	
环比增长率		-21.0%	-7.4%	17.8%	33.7%		58.0%	-25.2%		
主营业务成本	541	133	121	151	189	594	326	229	555	其中沙坦业务因为价量齐升，毛利率仍提高7.4pp，普利业务毛利率下降3.6pp
成本率	58.3%	58.1%	57.0%	60.5%	56.8%	58.0%	62.0%	58.2%	60.4%	
主营业务税金及附加	9	2	1	2	2	7	18	4	22	沙坦业务的爆发降低了公司的营业费用率。
占销售收入的 %	0.9%	1.0%	0.6%	0.8%	0.6%	0.7%	3.5%	0.9%	2.4%	
主营业务利润	378	93	90	97	142	422	182	161	343	本期摊销了股权激励费用2,331万元
毛利率	40.8%	40.9%	42.4%	38.7%	42.6%	41.2%	34.5%	40.9%	37.3%	
同比增长率	3.5%	5.7%	0.3%	15.7%	21.5%	11.5%	94.3%	79.8%	282.4%	沙坦业务毛利率提高有效地提高了盈利能力
环比增长率							511%	-28.5%		
其他业务利润	-6	0	0	0	-7	-7	-2	-4	-5	
营业费用	27	9	12	8	13	43	10	12	23	
营业费用率	2.9%	4.1%	5.7%	3.4%	3.8%	4.2%	2.0%	3.1%	2.4%	
管理费用	167	50	52	61	105	268	69	69	138	
管理费用率	17.9%	21.9%	24.4%	24.6%	31.5%	26.2%	13.1%	17.5%	15.0%	
财务费用	8.6	1.5	1.7	2.2	1.6	6.9	2.0	5.6	7.6	
营业利润	170	32	24	24	16	97	99	71	170	
营业利润率	18.4%	14.1%	11.6%	9.8%	4.9%	9.5%	18.8%	18.0%	18.4%	
同比增长率	1.2%	-12.4%	-45.8%	-34.5%	-68.5%	-43.0%	207.8%	188.9%	200%	
环比增长率		-37.4%								
营业外收入	32	13	5	12	6	35	0	1	1	
营业外支出	7	0	1	1	2	4	1	2	4	
税前利润	195	44	28	35	20	128	98	70	167	
税前利润率	21.1%	19.4%	13.3%	14.1%	6.0%	12.5%	18.6%	17.7%	18.2%	
同比增长率	16.6%	17.2%	-38.0%	-3.6%	-73.4%	-34.6%	120.5%	147.1%	131%	
所得税	31	4	9	6	15	34	22	14	36	
有效税率	15.9%	8.7%	33.4%	18.2%	72.7%	26.8%	22.4%	20.2%	21.5%	
归属于母公司的净利润	165	41	19	29	5	94	76	56	132	
净利润率	17.8%	17.7%	8.9%	11.6%	1.6%	9.1%	14.4%	14.2%	14.3%	
同比增长率	10.1%	15.8%	-48.0%	-3.0%	-91.6%	-43.3%	87.1%	196.3%	122%	
环比增长率		-36.7%	-53.5%	52.9%	-81.4%		1312%	-26.3%		
摊薄每股收益 (元)	0.31	0.08	0.04	0.05	0.01	0.17	0.14	0.10	0.24	

资料来源：WIND, 中金研究部

风险

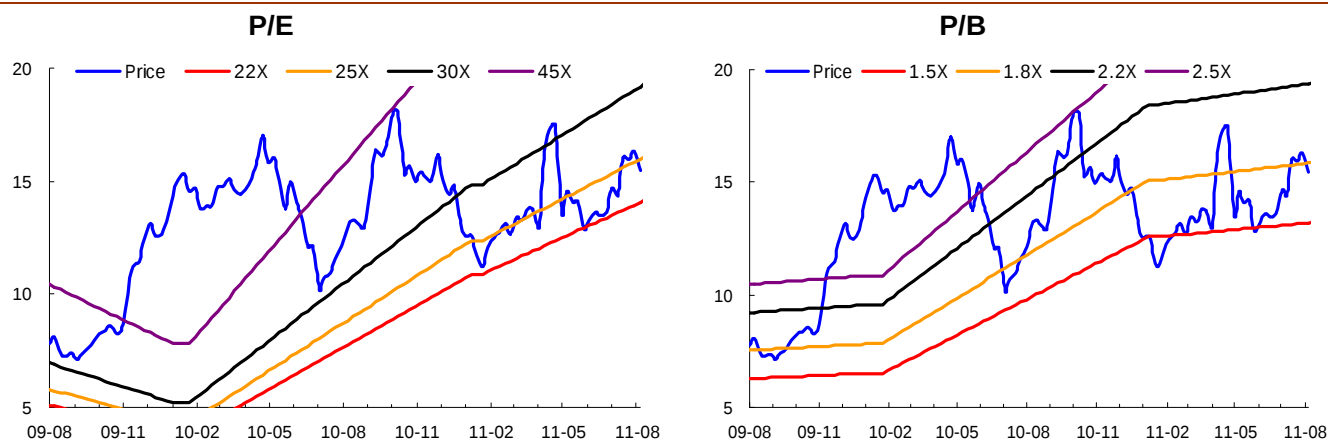
产品质量风险, 沙坦业务订单大幅波动风险。

图表 11: 公司主要财务数据

单位: 人民币百万元	2009A	2010A	2011E	2012E		2009A	2010A	2011E	2012E
损益表					财务指标				
主营业务收入	928	1,023	1,611	2,306	成长性指标				
主营业务成本	-541	-594	-895	-1,242	主营业务收入增长率	15.8%	10.2%	57.5%	43.2%
主营业务利润	378	422	704	1,048	主营业务利润增长率	3.5%	11.5%	66.8%	48.9%
营业费用	-27	-43	-65	-89	净利润增长率	10.1%	-43.3%	185.1%	51.9%
管理费用	-167	-268	-393	-491	盈利性指标				
财务费用	-9	-7	-7	-11	毛利率	40.8%	41.2%	43.7%	45.4%
营业利润	170	97	293	466	三项费用	21.8%	31.0%	25.5%	24.3%
税前利润	195	128	333	506	息税前利润率	18.4%	9.5%	18.4%	20.4%
净利润	165	94	267	405	净利率	17.8%	9.1%	16.6%	17.6%
现金流量表					收益率指标				
经营活动现金流	317	299	27	468	资产收益率	9.5%	4.6%	8.9%	10.1%
营运资本的增加	82	-8	-311	-29	净资产收益率	13.6%	7.1%	10.5%	14.7%
投资活动现金流	-87	-264	-610	-610	营运效率性指标				
资本支出	-89	-264	-600	-600	应收和其他应收帐款回收期	81	101	95	90
自由现金流	229	35	-573	-132	存货周转期(天)	328	354	300	351
融资活动现金流	-96	-90	833	-130	负债指标				
货币资金增加额	131	-61	250	-271	净债务/所有者权益	净现金	净现金	净现金	净现金
资产负债表					资产负债率	30.1%	35.8%	14.7%	29.4%
货币资金	283	223	473	202	流动比率	2.85	1.62	3.79	1.77
应收款项	208	287	425	577	速动比例	1.44	0.78	2.27	0.71
存货	492	584	616	1,211	估值指标				
固定资产	621	797	1,328	1,840	摊薄每股收益(元)	0.31	0.17	0.50	0.75
短期借款	-	40	50	60	每股经营现金流(元)	1.06	0.67	0.05	0.87
应付款项	157	220	332	460	市盈率	50.5	89.0	31.2	20.6
股东权益	1,193	1,299	2,509	2,732	市净率	3.9	3.6	1.8	1.7
总资产	1,735	2,054	3,003	4,006	EV/EBITDA	19.8	43.4	22.8	14.9
					现金分红收益率	0.6%	0.6%	1.8%	2.8%

资料来源: WIND, 中金研究部

图表 12: 历史 P/E 和 P/B



资料来源: WIND, 中金研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 13: 可比公司估值表 (2011-8-6)

公司名称	代码	收盘价 2011-8-7	总市值 (百万元)	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率 2010A	净资产收益率		P/B		PEG 2011E
				LTM	2011E	2012E	LTM	2011E	2012E	2010A	2011E		LTM	2011E	LTM	2011E	
海正药业	600267	39.04	20,489	0.76	0.91	1.20	51x	43x	33x	30x	8x	0.4%	9.6%	15%	4.9x	6.3x	1.37
华海药业	600521	15.46	8,327	0.24	0.50	0.75	65x	31x	21x	43x	30x	0.6%	9.5%	6.1%	6.1x	1.9x	0.29
海翔药业	002099	22.73	3,648	0.61	0.88	1.20	37x	26x	19x	25x	19x	0.9%	15%	18%	5.4x	5.0x	0.52
华邦制药	002004	48.50	6,402	1.02	0.98	1.19	47x	49x	41x	34x		0.0%	13%	14%	6.1x	5.6x	5.34
天药股份	600488	7.90	4,289	0.17	0.22	0.29	46x	36x	27x	28x	20x	0.4%	5.7%	7.1%	2.6x	2.5x	1.13
浙江医药	600216	33.48	15,068	2.45	2.94	3.28	14x	11x	10x	10x	9x	2.1%	27%	27%	3.7x	3.1x	0.84
新和成	002001	27.50	19,964	1.56	2.03	2.34	18x	14x	12x	14x	10x	1.8%	22%	25%	3.9x	3.3x	0.56
西南合成	000788	9.38	5,467	0.47	0.29	0.38	20x	32x	25x	17x		1.1%	33%	17%	6.6x	3.7x	3.33
千红制药	002550	33.22	5,315	0.84	1.21	1.57	39x	27x	21x	28x	19x	0.8%	8%	14%	3.2x	2.6x	0.94
海普瑞	002399	33.44	26,759	1.39	1.88	2.49	24x	18x	13x	19x	15x	6.0%	14%	11%	3.3x	1.5x	0.62
华北制药	600812	12.23	12,580	0.12	0.58	0.89		21x	14x	22x		0.0%	10%	38%	10.5x	7.6x	0.22
鑫富药业	002019	16.80	3,703	-0.95	0.32	0.79		52x	21x		39x	0.0%	-30%	7%	5.3x	4.9x	
九九久	002411	15.60	3,622	0.21	0.25	0.39		62x	40x	46x		0.5%	6.3%	0%	4.7x		1.18
兄弟科技	002562	26.47	2,824	0.50	0.82	1.16	53x	32x	23x	31x	22x	0.0%	6.6%	10%	3.5x	3.2x	0.57
福安药业	300194	32.53	4,340	0.95	1.22	1.64	34x	27x	20x	27x	20x	0.0%	7.9%	18%	2.7x	2.9x	0.80
天马精化	002453	31.40	3,768	0.58	0.93	1.51	55x	34x	21x	40x	24x	0.6%	9.6%	13%	5.2x	4.3x	0.43
建新股份	300107	16.58	2,218	0.34	0.39	0.66	49x	43x	25x	31x		2.7%	5.6%	6%	2.7x	2.6x	1.45
联化科技	002250	32.45	8,588	0.93	1.09	1.52	35x	30x	21x	29x	21x	0.6%	27%	18%	9.5x	5.2x	0.73
美罗药业	600297	8.88	3,108	0.05	0.25	0.46		36x	19x	49x		0.0%	2.3%	6%	3.8x	1.9x	0.15
永太科技	002326	27.20	6,536	0.28	0.67	1.11		41x	24x	65x	30x	0.0%	7.4%	18%	7.2x	4.0x	0.36
新开源	300109	18.90	1,361	0.31	-	1.52	61x		12x	41x		1.1%	6.6%	0%	4.0x		-
海南海药	000566	23.45	4,991	0.16	0.69	0.82		34x	29x	64x	19x	0.0%	6.6%	24%	9.7x	8.6x	0.27
联环药业	600513	15.72	1,839	0.18	-	-				53x		0.3%	6.6%	-	5.9x		
鲁抗医药	600789	7.82	4,548	0.22	0.25	0.32	36x	32x	25x	16x	16x	0.0%	7.3%	8%	2.6x	2.5x	1.63
普洛股份	000739	9.37	2,406	0.09	-	0.38			25x	22x		0.2%	2.7%	-	3.0x		-
新华制药	000756	7.05	2,167	0.22	-	0.35	32x		20x	12x		0.0%	5.7%	-	1.9x		-
东北制药	000597	14.41	4,810	-0.15	1.07	1.58		14x	9x	20x		0.0%	-2.5%	17%	2.3x	2.0x	
化学原料药——中值			4,444				38x	32x	21x	29x	20	0.4%	7.6%	12%	4.4x	3.3	0.56
品牌中药——中值			9,483				44x	31x	22x	39x	18	1.0%	11%	12%	5.2x	3.2	0.78
现代中药——中值			4,583				41x	32x	24x	33x	23	0.8%	11%	13%	4.4x	4.3	0.89
恒瑞医药	600276	31.55	35,467	0.69	0.84	1.11	46x	38x	28x	39x	8	0.3%	21%	15%	9.4x	5.6	1.21
科伦药业	002422	68.80	33,024	1.49	4.29	5.54	46x	16x	12x	39x	26	0.7%	10%	10%	4.6x	2.3	0.16
华东医药	000963	27.39	11,889	0.75	0.95	1.22	37x	29x	22x	23x	17	0.0%	23%	27%	8.6x	7.2	0.99
康芝药业	300086	19.51	3,902	0.63	0.74	1.00	31x	26x	19x	25x	22	1.5%	6%	9%	2.0x	6.0	1.31
仙琚制药	002332	14.00	4,780	0.36	0.47	0.70	39x	30x	20x	26x	18	2.5%	11%	14%	4.2x	4.1	0.73
普华药业	002437	24.92	6,978	0.55	0.66	0.88	45x	38x	28x	35x	24	2.0%	7%	10%	2.0x	2.0	1.44
力生制药	002393	42.66	7,784	1.63	0.00	1.47	26x		29x	30x		2.1%	11%		2.8x		-
华仁药业	300110	14.47	3,091	0.37	0.45	0.58	39x	32x	25x	23x		0.0%	7%	7%	2.8x	2.3	1.20
白云山A	000522	14.64	6,867	0.48	0.60	0.77	31x	24x	19x	21x	17	0.0%	18%	21%	5.5x	5.1	0.74
现代制药	600420	13.61	3,916	0.38	0.51	0.66	35x	27x	21x	22x	16	0.7%	13%	17%	4.6x	4.2	0.82
北陆药业	300016	11.18	1,708	0.26	0.30	0.41	43x	37x	28x	34x		1.8%	8%	8%	3.6x	2.7	1.83
亚太药业	002370	13.13	2,679	0.22	0.31	0.36	61x	42x	36x	42x		1.1%	6%	8%	3.6x	2.1	1.28
恩华药业	002262	19.95	4,668	0.35	0.46	0.64	57x	43x	31x	42x	35	0.3%	17%	19%	9.6x	8.4	1.08
莱美药业	300006	22.68	4,150	0.29	0.51	0.73	78x	44x	31x	72x		0.4%	9%	16%	7.1x	3.7	0.59
红日药业	300026	28.60	4,319	0.75	0.91	1.25	38x	31x	23x	34x	22	0.9%	10%	13%	3.8x	3.0	0.86
信立泰	002294	34.49	12,527	1.03	1.30	1.74	34x	27x	20x	31x	23	1.7%	19%	21%	6.4x	3.3	0.80
化学制剂——中值			4,780				39x	32x	25x	34x	18	0.7%	11%	12%	4.2x	4.2	1.08
生物制剂——中值			6,419				39x	24x	20x	28x	23	0.6%	14%	18%	4.7x	4.6	0.97
医疗服务——中值			6,483				69x	50x	34x	39x	31	0.2%	14%	17%	9.2x	8.1	1.08
医疗器械——中值			3,744				57x	37x	27x	52x	34	0.7%	9%	12%	5.2x	4.2	0.72
综合性制药企业——中值			11,818				22x	18x	15x	16x	13	0.3%	13%	16%	3.0x	2.8	0.98
医药商业——中值			5,464				45x	30x	23x	31x	11x	0.5%	8%	5%	4.7x	3.3	0.65
全行业——中值			5,767				42x	32x	23x	31x	21x	0.6%	10%	13%	4.6x	3.7	0.85

资料来源: WIND, 中金研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（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，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业财务顾问的意见。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。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。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。

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。

本报告亦可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。

本报告亦可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”）仅向符合新加坡《证券期货法》及《财务顾问法》定义下的认可投资者及/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。

本报告亦可由受英国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”）仅向中金英国分类为专业投资者及/或合格对手方的客户提供，本报告并未提供或者打算提供给任何他人使用。

中金公司亦可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，中金公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。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。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

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

评级标准：分析员估测 12 个月之内绝对收益 20% 以上为“推荐”、10%~20% 为“审慎推荐”、-10%~-10% 为“中性”、-20%~-10% 为“减持”、-20% 以下为“回避”。

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。

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: (86-10) 6505-1166
传真: (86-10) 6505-1156

Singapore

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

上海

中国国际金融有限公司上海分公司
上海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

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

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

北京建国门外大街证券营业部

北京朝阳区建外大街甲6号
SK大厦1层
邮编: 100022
电话: (86-10) 8567-9238
传真: (86-10) 8567-9235

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

武汉解放大道证券营业部

武汉市硚口区解放大道634号
新世界中心写字楼4层
邮编: 430032
电话: (86-27) 8334-3099
传真: (86-27) 8359-0535

佛山季华五路证券营业部

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

上海淮海中路证券营业部

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

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: (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

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

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: (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

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

长沙三一大道证券营业部

长沙市开福区三一大道459号
骏豪花园A6栋1层
邮编: 410003
电话: (86-731) 8878-7088
传真: (86-731) 8878-7090

大连金马路证券营业部

大连市经济技术开发区金马路128号B
邮编: 116000
电话: (86-411) 8755-5088
传真: (86-411) 8801-7568

