



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

业绩预览

证券研究报告

2011年2月24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

联系人, SAC 执业证书编号:
S0080208020078
zhoupeak@cicc.com.cn

动荡市场中关注稳定成长性

年报业绩预览

行业近况:

医药行业运行趋势稳定,各省市招标陆续推进。2月18日,国办印发《医药卫生体制五项重点改革2011年度安排》,指出要进一步扩大医疗保障范围、提升保障水平,推进建立国家基本药物制度和推动公立医院改革,这些举措将对产业发展起到积极效果。3月1日起,《药品生产质量管理规范(2010年修订)》正式实施,新标准的提升将加速药品制造企业的结构性分化,推动产业升级和产业集中度提高。2010年生物医药行业被列为战略性新兴产业,2011年受政策推动行业结构调整将加快,创新和整合成为发展主旋律。

评论:

我们对所覆盖公司的年度业绩进行预览,大部分企业盈利预期较为稳定。2010年度业绩预期增速超过50%的有:东阿阿胶、云南白药、鱼跃医疗、科伦药业、康芝药业、康美药业、国药控股。业绩增速在30%-50%之间企业:海正药业、天士力、片仔癀、国药股份、乐普医疗、新华医疗、仙琚制药、创生控股、威高股份、康辉医疗。业绩增速30%以下的企业:同仁堂、同仁堂科技、恒瑞医药、广州药业、康缘药业、双鹭药业、上海医药、迈瑞医疗。业绩下滑的企业:华海药业(-35%,产品价格下降,计提股权激励费用导致)、丽珠集团(-11%,抗病毒颗粒销售下滑导致)、华东医药(-12%,2009年获得1.07亿元地产收益)、中国制药(-21%,维生素C价格下滑拖累业绩)、泰和诚(-1%,新中心盈利显现尚需时日,费用上升吞噬利润)。

估值与建议:

A股医药板块2010年表现突出,但年初以来由于市场偏重于低估值板块和投资者对降价政策的担心,相对表现一般。从目前估值水平看,A股医药板块2011年整体动态PE约为30x,处于合理区间。目前板块PE相对市场整体估值溢价超过100%,当前时点下相对低估值行业板块缺乏足够的弹性空间。香港市场医药板块估值不高但是走势偏弱,主要受降价预期带来的心理影响压制,市场需要等待相关政策靴子落地。

从发展角度衡量,生物医药行业具备良好的稳定性和成长前景,同时受到政策鼓励,在动荡市场环境中适合作为稳健投资品种。建议投资者长期坚定持有优势企业,以时间换取空间,中短期市场注意力将会放在年报业绩表现以及分配方案。我们维持稳健型组合配置,“恒瑞医药、东阿阿胶、云南白药、华东医药、康缘药业”;成长型组合调出康芝药业,调入新华医疗,配置选择“康美药业、双鹭药业、科伦药业、沃森医药、新华医疗”。综合考虑各个投资因素,年度投资角度建议重点关注双鹭药业、华东医药、新华医疗、康美药业。

风险提示:

政策性药品降价带来的影响,公立医院改革过程中的政策风险。

近期行业事件:

2011.2.12 《药品生产质量管理规范(2010年修订)》发布

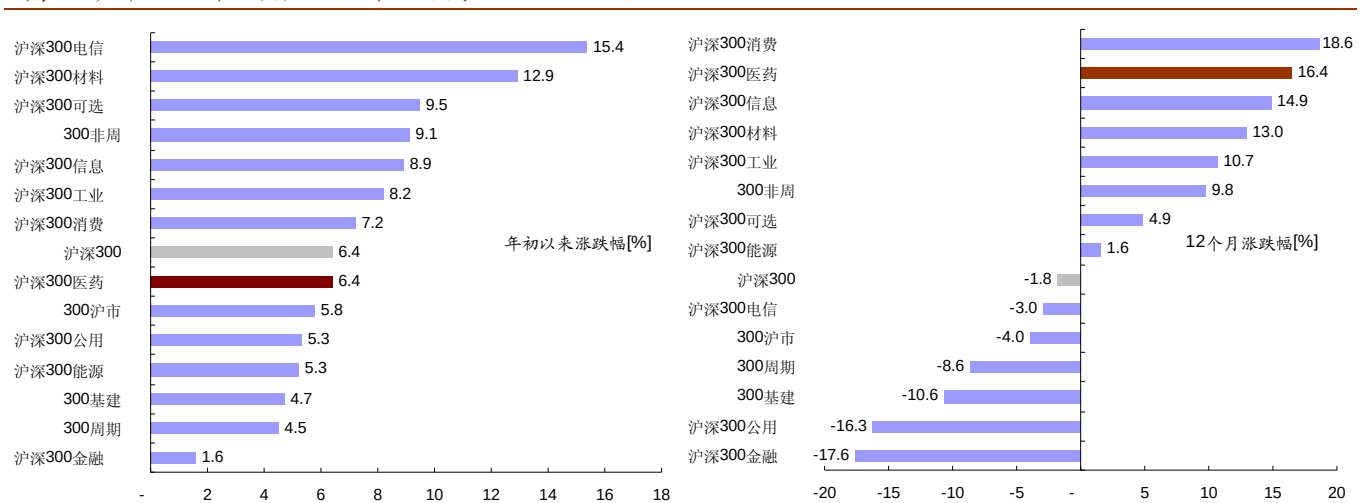
2011.2.18 国办印发《医药卫生体制五项重点改革2011年度安排》

图表1：覆盖公司2010年盈利预测调整简表

			股价		总市值 (百万)	总股本 (百万)	2009 EPS	2010原预测		2010修正后		一致预期		说明	2011E		P/E(x)		CAGR
			A	RMB				2011-2-23	EPS	EPS	修正幅度	增速	Consensus		EPS	YoY	2010	2011	
600085.SH	同仁堂	审慎推荐	35.14	18,302	521	0.55	0.65	0.62	-5%	13%	0.66		0.77	24%	57	46	18%		
600267.SH	海正药业	审慎推荐	37.33	18,060	484	0.56	0.74	0.75	1%	33%	0.74		0.99	32%	50	38	33%		
600535.SH	天士力	审慎推荐	36.07	18,627	516	0.61	0.80	0.89	12%	45%	0.81		1.07	20%	41	34	32%		
600276.SH	恒瑞医药	推荐	52.01	38,978	749	0.89	1.03	0.98	-4%	10%	1.06	激励费用影响业绩	1.30	33%	53	40	21%		
600521.SH	华海药业	审慎推荐	15.22	6,831	449	0.37	0.24	0.24	0%	-35%	0.36		0.55	129%	63	28	22%		
000423.SZ	东阿阿胶	审慎推荐	50.00	32,701	654	0.60	0.89	0.93	4%	55%	0.98	销售增长超预期	1.52	63%	54	33	59%		
000538.SZ	云南白药	审慎推荐	59.19	41,094	694	0.87	1.29	1.40	8%	61%	1.34		1.75	25%	42	34	42%		
600332.SZ	广州药业	审慎推荐	21.76	12,860	811	0.26	0.34	0.32	-5%	23%	0.39		0.43	35%	68	50	29%		
000513.SZ	丽珠集团	审慎推荐	35.90	10,616	296	1.63	1.56	1.45	-7%	-11%	1.63	抗病毒颗粒销售下降	1.75	21%	25	21	4%		
600436.SH	片仔癀	审慎推荐	64.84	9,078	140	0.93	1.35	1.38	2%	49%	1.24		1.62	18%	47	40	32%		
600557.SH	康缘药业	推荐	16.82	6,991	416	0.39	0.48	0.45	-6%	17%	0.48	中药材成本压力	0.60	33%	37	28	25%		
600511.SH	国药股份	推荐	22.24	10,649	479	0.47	0.68	0.68	0%	44%	0.66		0.90	32%	33	25	38%		
002038.SZ	双鹭药业	审慎推荐	55.29	13,987	253	0.96	1.13	1.10	-3%	14%	1.19	投资收益减少	1.63	48%	50	34	30%		
601607.SH	上海医药	审慎推荐	20.53	40,909	1,993	0.66	0.72	0.68	-6%	3%	0.71	非经常性收益降低	0.92	35%	30	22	18%		
002223.SZ	鱼跃医疗	审慎推荐	42.39	10,834	256	0.39	0.64	0.64	1%	63%	0.65		0.98	53%	66	43	58%		
300003.SZ	乐普医疗	中性	27.02	21,940	812	0.36	0.50	0.50	0%	39%	0.51		0.67	34%	54	40	37%		
000963.SZ	华东医药	推荐	30.85	13,391	434	0.87	0.80	0.77	-4%	-12%	0.80	地产收益消失导致同比下滑	1.02	32%	40	30	8%		
002422.SZ	科伦药业	审慎推荐	165.19	39,646	240	1.78	2.74	2.76	1%	55%	2.79	并购超预期	4.01	46%	60	41	50%		
300086.SZ	康芝药业	推荐	59.17	5,917	100	0.98	1.54	1.46	-5%	50%	1.50	消化上市费用	2.04	40%	41	29	45%		
600518.SH	康美药业	推荐	15.35	33,750	2,199	0.23	0.35	0.35	0%	52%	0.34		0.55	60%	44	28	56%		
600587.SH	新华医疗	审慎推荐	27.00	3,629	134	0.31	0.42	0.45	8%	46%	0.45	销售增长超预期	0.64	42%	60	42	44%		
002332.SZ	仙琚制药	审慎推荐	17.19	5,869	341	0.26	0.40	0.35	-13%	35%	0.36	地塞米松出口价格略下降	0.47	34%	49	37	34%		
1666.HK	同仁堂科技	审慎推荐	24.00	4,704	196	1.04	1.25	1.20	-4%	16%	1.20		1.41	17%	20	17	17%		
0874.HK	广州药业	审慎推荐	11.82	9,585	811	0.30	0.40	0.38	-5%	27%	0.46		0.51	35%	31	23	31%		
1093.HK	中国制药	中性	4.93	7,567	1,530	0.63	0.49	0.50	1%	-21%	0.48	维生素C价格大幅下降	0.40	-20%	10	12	-21%		
1099.HK	国药控股	审慎推荐	27.00	61,143	2,265	0.42	0.68	0.65	-4%	53%	0.66		0.92	42%	42	29	47%		
0325.HK	创生控股	审慎推荐	3.00	2,323	774	0.12	0.16	0.16	0%	30%	0.18		0.16	0%	18	18	14%		
1066.HK	威高	审慎推荐	18.82	40,511	2,153	0.35	0.46	0.46	0%	32%	0.44		0.61	34%	41	31	33%		
KH.N	康辉医疗	审慎推荐	16.13	368	23	0.50	0.66	0.66	0%	33%	0.57		0.80	21%	24	20	27%		
CCM.N	泰和诚	审慎推荐	6.32	311	49	0.39	0.38	0.38	0%	-1%	0.38		0.47	22%	16	14	10%		
MR.N	迈瑞医疗	审慎推荐	26.06	2,984	114	1.22	1.35	1.35	0%	10%	1.41		1.54	15%	19	17	12%		

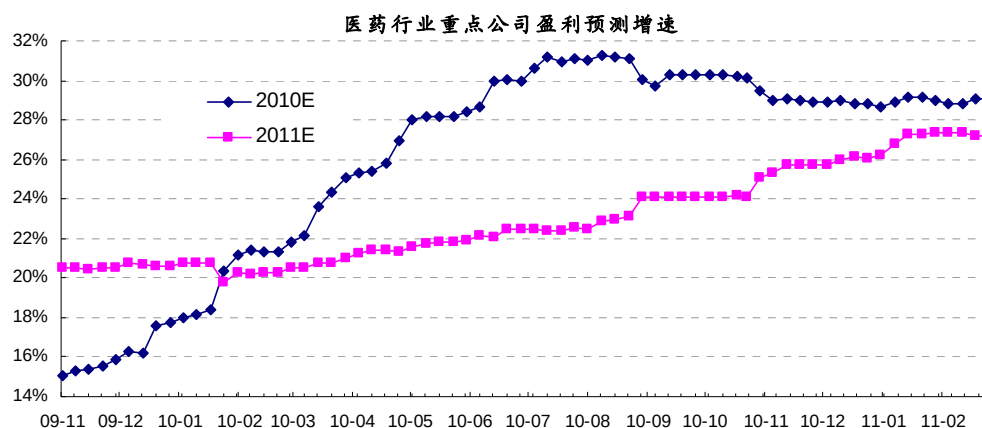
资料来源：WIND 资讯，国家统计局，中金公司研究部

图表2：沪深300行业指数涨幅对比（截至2011-2-23）



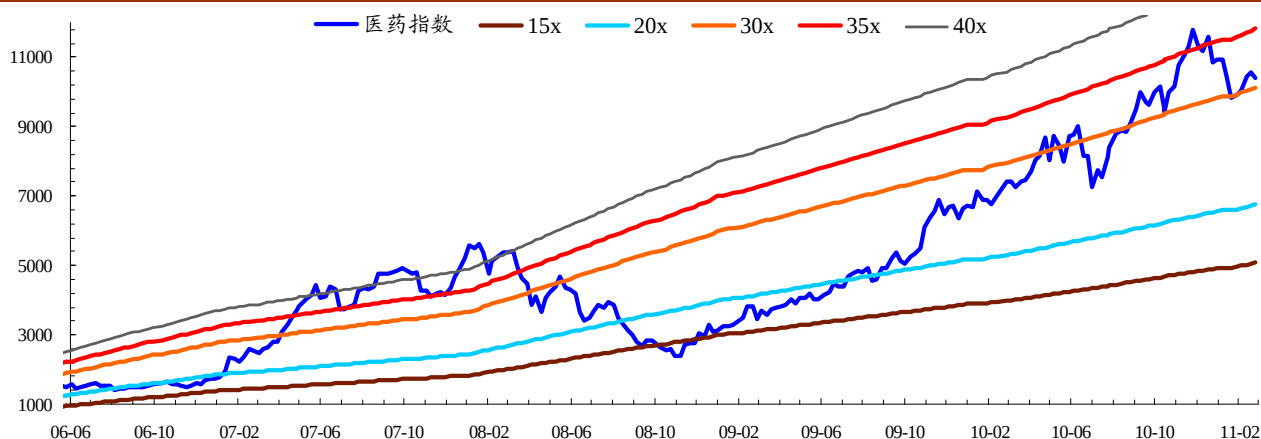
资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

图表 3: 医药行业重点公司盈利预测增速



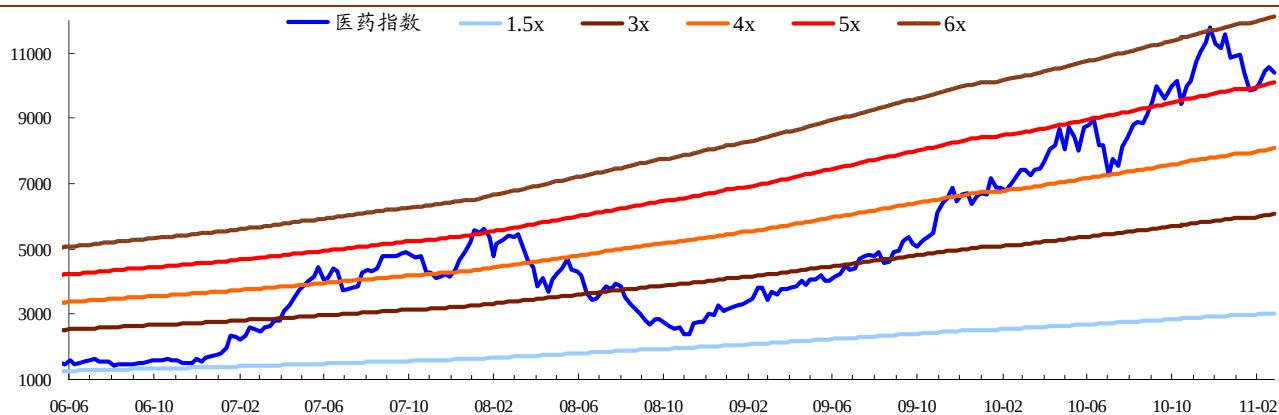
资料来源: Wind 资讯, 中金公司研究部

图表 4: A 股医药指数历史 PE 区间



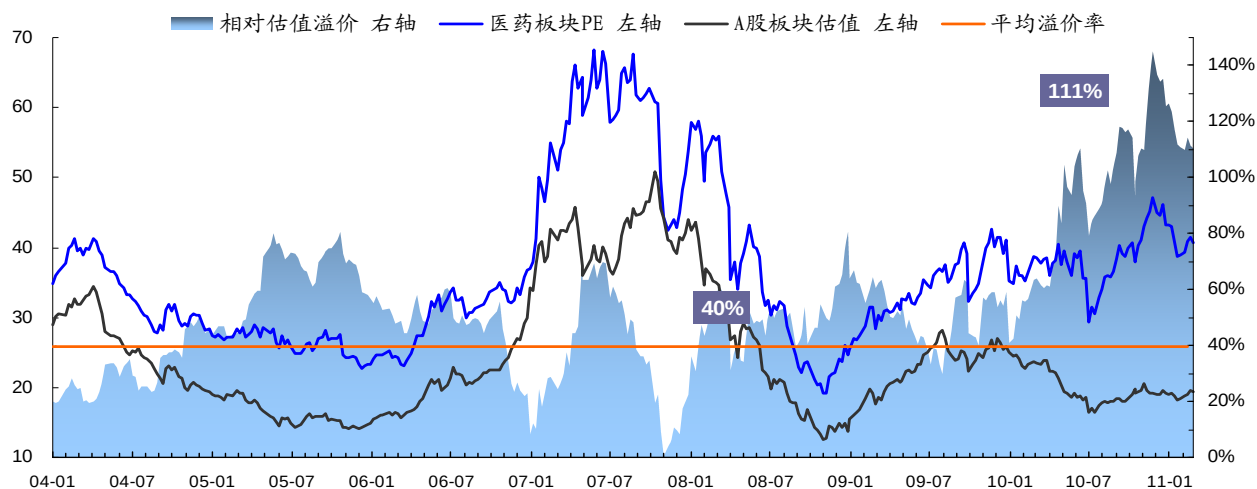
资料来源: Wind 资讯, 中金公司研究部

图表 5: A 股医药指数历史 PB 区间



资料来源: Wind 资讯, 中金公司研究部

图表 6: 医药指数 PE 相对大盘 PE 的溢价情况



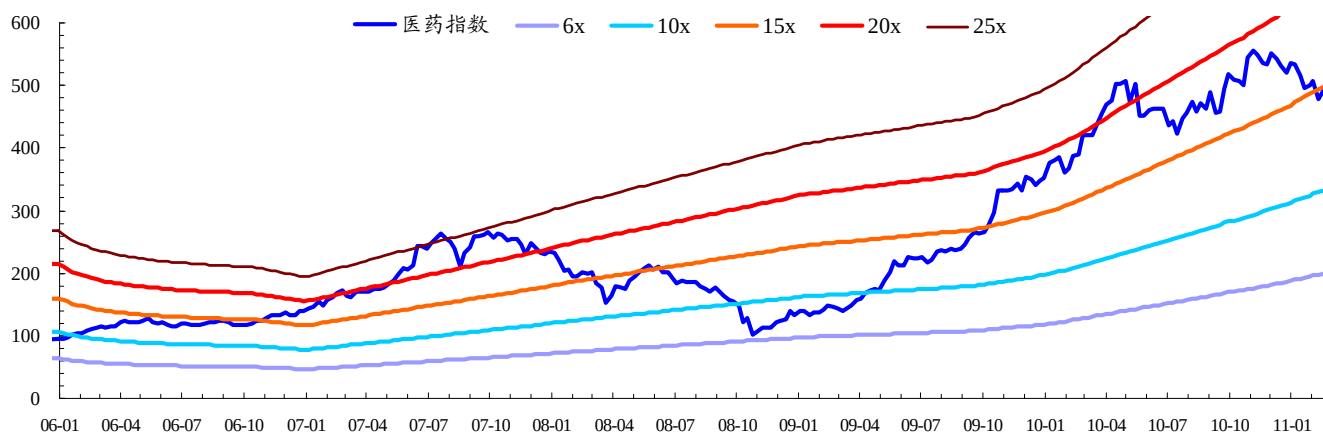
资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 7: 医药分类板块估值情况 (2011-2-23)

公司名称	代码	P/E				EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B	PEG	Growth
		2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E	2009-2012E
大宗原料药——中值		81x	50x	31x	25x	46x	31x	0.2%	15%	11%	6.4x	1.27	44%
品牌中药——中值		68x	44x	32x	25x	33x	31x	0.7%	16%	12%	7.7x	1.31	33%
现代中药——中值		59x	43x	32x	24x	38x	29x	0.6%	16%	12%	5.7x	1.35	31%
化学制剂药——中值		61x	45x	33x	25x	37x	34x	0.0%	23%	16%	5.9x	1.23	36%
生物制药——中值		55x	46x	34x	26x	31x	29x	0.2%	19%	19%	10.1x	1.35	31%
医疗服务——中值		119x	69x	49x	35x	60x	43x	0.5%	12%	10%	9.8x	1.41	56%
医疗器械——中值		89x	63x	42x	31x	68x	48x	0.3%	15%	11%	4.9x	1.51	38%
综合性制药企业——中值		32x	26x	22x	19x	20x	19x	0.5%	16%	15%	4.2x	1.23	21%
医药商业——中值		71x	58x	41x	34x	30x	32x	0.0%	11%	6%	5.4x	0.86	19%
全行业——中值		64x	45x	33x	25x	37x	30x	0.2%	16%	13%	5.9x	1.30	34%

资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表 8: H 股医药指数历史 PE 区间



资料来源: Bloomberg, 中金公司研究部

图表9: A股医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为WIND) (2011-2-23)

公司名称	代码	收盘价 11-2-23	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
				2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2009A	2009A	2010E	LTM	2010E
海正药业	600267	37.33	18,060	0.56	0.75	0.99	1.33	66x	50x	38x	28x	9x	8x	0.3%	14%	14%	6.8x	1.50
海华药业	600521	15.22	6,831	0.37	0.24	0.55	0.75	41x	63x	28x	20x	30x	36x	0.7%	14%	6%	3.6x	2.36
海翔药业	002099	25.15	4,037	0.19	0.58	0.88	1.20	133x	43x	28x	21x	47x	26x	0.4%	5%	15%	6.5x	0.51
华邦制药	002004	45.85	6,052	0.97	0.82	0.98	1.19	47x	56x	47x	38x	32x		0.0%	16%	13%	6.5x	7.69
天药股份	600488	9.73	5,282	0.12	0.15	0.22	0.29	81x	63x	44x	34x	38x	30x	0.3%	4%	5%	3.4x	1.86
浙江医药	600216	32.34	14,555	2.70	2.95	3.39	3.84	12x	11x	10x	8x	9x	9x	2.5%	52%	36%	4.1x	0.88
新和成	002001	25.73	18,679	1.40	1.65	1.95	2.27	18x	16x	13x	11x	14x		3.9%	44%	25%	4.3x	0.89
海普瑞	002399	129.00	51,613	2.02	3.39	4.89	6.76	64x	38x	26x	19x	52x	31x	0.0%	118%	26%	6.7x	0.77
华北制药	600812	15.04	15,470	-0.37	0.35	0.63	0.98		43x	24x	15x	101x	23x	0.0%	-34%	32%	15.6x	
新华制药	000756	7.62	2,342	0.22	0.25	0.30	0.35	34x	31x	26x	22x	14x		0.7%	7%	0%	2.1x	1.86
大宗原料药——中值				5,614				81x	50x	31x	25x	46x	31x	0.2%	15%	11%	6.4x	1.27
云南白药	000538	59.19	41,094	0.87	1.40	1.75	2.09	68x	42x	34x	28x	12x	9x	0.3%	18%	22%	9.4x	1.01
同仁堂	600085	35.14	18,302	0.55	0.62	0.77	0.94	64x	57x	46x	37x	6x	6x	0.7%	10%	10%	5.9x	3.08
广州药业	600332	21.76	12,860	0.26	0.32	0.43	0.52	84x	68x	50x	41x	4x	4x	0.2%	7%	8%	5.2x	2.35
东阿阿胶	000423	50.00	32,701	0.60	0.93	1.52	1.86	83x	54x	33x	27x	19x	17x	0.7%	21%	32%	17.0x	0.91
片仔癀	600436	64.84	9,078	0.93	1.38	1.62	2.06	70x	47x	40x	32x	12x	11x	0.8%	17%	22%	10.4x	1.45
康美药业	600518	15.35	33,750	0.23	0.35	0.55	0.81	67x	44x	28x	19x	50x	36x	0.2%	14%	2%	0.8x	0.79
贵州百灵	002424	36.87	8,672	0.47	0.67	0.96	1.32	78x	55x	38x	28x	57x	51x	0.0%	35%	18%	4.7x	1.31
中恒集团	600252	32.20	17,577	0.23	0.79	1.76	2.27	140x	41x	18x	14x	91x	31x	0.0%	25%	32%	15.9x	0.23
马应龙	600993	39.80	6,598	1.09	0.99	1.33	1.71	37x	40x	30x	23x	28x	32x	0.8%	21%	15%	6.5x	3.73
中新药业	600329	13.71	7,394	0.35	0.42	0.52	0.66	39x	32x	26x	21x	21x	20x	0.0%	19%	15%	5.8x	1.43
品牌中药——中值				8,875				68x	44x	32x	25x	33x	31x	0.7%	16%	12%	7.7x	1.31
天士力	600535	36.07	18,627	0.61	0.89	1.07	1.21	59x	41x	34x	30x	10x	10x	1.1%	16%	21%	8.4x	1.27
康缘药业	600557	16.82	6,991	0.39	0.45	0.60	0.82	44x	37x	28x	20x	37x	29x	0.8%	16%	15%	5.5x	1.51
武汉健民	600976	23.30	3,574	0.32	0.47	0.61	0.73	73x	50x	38x	32x	52x	38x	0.6%	6%	9%	4.5x	1.30
昆明制药	600422	13.55	4,257	0.19	0.27	0.43	0.68	73x	50x	32x	20x	35x	28x	0.4%	9%	12%	6.0x	0.98
上海凯宝	300039	43.80	7,681	0.39	0.79	1.25	1.69	112x	56x	35x	26x	86x	48x	0.7%	11%	9%	6.3x	0.71
桂林三金	002275	22.50	10,215	0.68	0.78	0.96	1.16	33x	29x	23x	19x	25x	22x	2.4%	24%	18%	5.9x	1.50
仁和药业	000650	20.92	8,790	0.39	0.56	0.73	0.90	53x	38x	29x	23x	38x	26x	1.4%	28%	23%	9.8x	1.04
江中药业	600750	31.68	9,857	0.65	0.84	1.04	1.32	49x	38x	30x	24x	31x	28x	0.9%	20%	21%	8.8x	1.41
现代中药——中值				5,014				59x	43x	32x	24x	38x	29x	0.6%	16%	12%	5.7x	1.35
恒瑞医药	600276	52.01	38,978	0.89	0.98	1.30	1.75	59x	53x	40x	30x	15x	12x	0.0%	29%	22%	11.8x	2.53
科伦药业	002422	165.19	39,646	1.78	2.76	4.01	5.19	93x	60x	41x	32x	63x	41x	0.0%	27%	6%	5.9x	1.20
华东医药	000963	30.85	13,391	0.87	0.76	1.02	1.28	35x	41x	30x	24x	22x	23x	1.1%	33%	26%	9.9x	5.04
康芝药业	300086	59.17	5,917	0.98	1.46	2.04	3.54	61x	41x	29x	17x	49x	49x	0.0%	33%	26%	21.0x	0.91
仙琚制药	002332	17.19	5,869	0.26	0.40	0.55	0.70	66x	42x	31x	25x	34x	28x	1.7%	12%	11%	5.5x	0.93
普华药业	002437	74.30	10,402	0.93	1.18	1.76	2.40	80x	63x	42x	31x	62x	49x	0.0%	54%	18%	5.1x	1.68
信立泰	002294	64.35	14,607	0.95	1.54	2.09	2.76	68x	42x	31x	23x	56x	36x	1.6%	23%	19%	8.3x	0.87
化学制剂药——中值				5,917				61x	45x	33x	25x	37x	34x	0.0%	23%	16%	5.9x	1.23
双鹭药业	002038	55.29	13,987	0.96	1.10	1.63	2.21	57x	50x	34x	25x	14x	11x	0.0%	28%	22%	11.0x	1.69
天坛生物	600161	21.66	11,165	0.41	0.50	0.56	0.65	53x	43x	38x	33x	27x	24x	0.0%	29%	20%	10.6x	2.48
华兰生物	002007	45.00	25,929	1.06	1.28	1.57	1.99	43x	35x	29x	23x	31x	28x	0.7%	44%	32%	12.8x	1.61
沃森生物	300142	121.56	12,156	0.76	1.51	2.43	3.60		81x	50x	34x	114x	65x	0.0%	56%	19%	43.9x	1.03
辽宁成大	600739	29.08	26,447	1.47	1.45	1.75	2.10	20x	20x	17x	14x	18x		0.0%	23%	17%		2.21
科华生物	002022	17.11	8,423	0.42	0.50	0.64	0.79	41x	34x	27x	22x	33x	29x	1.2%	30%	27%	9.8x	1.42
智飞生物	300122	34.71	13,884	0.58	0.72	0.97	1.30	60x	48x	36x	27x	51x	41x	0.0%	64%	19%	6.7x	1.63
生物制药——中值				8,541				55x	46x	34x	26x	31x	29x	0.2%	19%	19%	10.1x	1.35
爱尔眼科	300015	37.16	9,922	0.35	0.47	0.67	0.99	107x	79x	55x	38x	54x	48x	0.9%	13%	10%	8.0x	1.99
通策医疗	600763	18.20	2,918	0.14	0.30	0.41	0.56	131x	60x	44x	33x	66x	38x	0.0%	11%		11.7x	0.82
医疗服务——中值				6,420				119x	69x	49x	35x	60x	43x	0.5%	12%	10%	9.8x	1.41
鱼跃医疗	002223	42.39	10,834	0.40	0.64	0.98	1.36	107x	66x	43x	31x	82x	48x	0.2%	28%	28%	18.6x	1.16
乐普医疗	300003	27.02	21,940	0.36	0.50	0.67	0.87	75x	54x	40x	31x	65x	48x	0.9%	20%	20%	10.9x	1.48
新华医疗	600587	27.00	3,629	0.31	0.45	0.59	0.64	88x	60x	45x	42x	52x	37x	0.4%	7%	9%	5.2x	1.54
山东药玻	600529	17.04	4,386	0.56	0.76	0.91	1.14	30x	22x	19x	15x	18x	15x	0.6%	9%	11%	2.6x	0.81
万东医疗	600055	14.89	3,223	0.32	0.27	0.33	0.40	47x	56x	46x	37x	34x	37x	0.4%	13%	9%	5.8x	
医疗器械——中值				4,007				89x	63x	42x	31x	68x	48x	0.3%	15%	11%	4.9x	1.51
丽珠集团	000513	35.90	9,105	1.63	1.45	1.75	1.81	22x	25x	21x	20x	14x	13x	0.0%	25%	16%	4.1x	6.76
哈药股份	600664	21.22	26,355	0.78	0.91	1.05	1.22	27x	23x	20x	17x	20x	19x	2.3%	16%	17%	4.2x	1.48
复星医药	600196	12.52	23,843	1.31	0.58	0.72	0.88	10x	22x	17x	14x	8x	18x	0.8%	48%	13%	3.0x	0.83
双鹤药业	600062	27.67	15,819	0.84	1.00	1.23	1.54	33x	28x	23x	18x	23x	19x	0.8%	14%	14%	4.2x	1.35
三九医药	000999	24.12	23,611	0.72	0.87	1.10	1.37	33x	28x	22x	18x	23x	21x	1.2%	21%	20%	5.9x	1.21
双鹤药业	600062	27.67	15,819	0.84	1.00	1.23	1.54	33x	28x	23x	18x	23x	19x	0.8%	14%	14%	4.2x	1.35
综合性制药企业——中值				13,613				32x	26x	22x	19x	20x	19x	0.5%	16%	15%	4.2x	1.23
国药股份	600511	22.24	10,649	0.47	0.68	0.90	1.12	47x	33x	25x	20x	11x	9x	0.0%	24%	27%	9.0x	0.86
上海医药	601607	20.53	40,909	0.09	0.68	0.92	1.12		30x	22x	18x	6x	5x	0.0%	10%	14%	4.3x	0.13
九州通	600998	15.15	21,521	0.21	0.26	0.35	0.45	72x	58x	44x	34x	57x	42x	0.0%	19%	13%	6.9x	2.04
南京医药	600713	11.40	3,953	0.13	0.12	0.17	0.22	85x	93x	68x	51x	29x	32x	0.0%	9%	4%	3.8x	7.81
一致药业	000028	28.38	7,021	0.67	0.87	1.16	1.54	42x	33x	25x	18x	25x	22x	0.4%	27%	24%	8.4x	1.04
医药商业——中值				4,530				71x	58x	41x	34x	30x	32x	0.0%	11%	6%	5.4x	0.86
全行业——中值				6,555				64x	45x	33x	25x	37x	30x	0.2%	16%	13%	5.9x	1.30

资料来源: Wind, 中金公司研究部

请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图 10: 全球医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为 WIND) (2011-2-23)

Company 11-2-23	Stock price	Market cap	P/E				EV / EBITDA			P/B LTM	Div. Yield LTM	ROE LTM	2010E PEG
			2009A	2010E	2011E	2012E	2009A	2010E	2011E				
欧美市场													
大型跨国研发类医药公司													
Johnson & Johnson	60.51	166,560	13.8x	12.7x	12.5x	11.8x	8.0x	7.9x	7.8x	2.9x	0.0%	25%	2.56x
Roche Holding AG	137.00	125,281	15.2x	10.8x	10.0x	9.1x	8.6x	7.5x	7.2x	12.3x	4.8%	84%	0.47x
Pfizer Inc.	18.72	151,308	15.3x	8.4x	8.4x	8.1x	8.2x	5.3x	5.6x	1.7x	3.8%	9%	0.24x
Novartis AG	53.40	130,212	14.5x	12.3x	11.8x	11.0x	12.0x	9.7x	8.7x	1.9x	4.4%	16%	1.13x
Merck & Co. Inc.	32.34	99,636	5.7x	9.6x	8.8x	8.4x	15.5x	5.9x	6.0x	1.8x	4.7%	2%	(0.50x)
Sanofi-Aventis	49.12	87,769	12.2x	7.0x	7.4x	8.0x	5.1x	5.3x	5.3x	1.2x	5.1%	11%	0.25x
GlaxoSmithKline plc	11.76	96,516	10.9x	21.0x	10.2x	9.4x	7.2x	11.5x	6.8x	6.7x	5.5%	18%	6.23x
Abbott Laboratories	46.44	72,690	12.6x	11.1x	10.1x	9.4x	10.0x	8.2x	7.5x	3.2x	3.8%	20%	0.96x
AstraZeneca plc	29.71	67,742	5.7x	4.7x	4.6x	4.9x	4.4x	4.7x	4.5x	1.8x	8.6%	37%	0.40x
Bayer AG	54.96	62,082	32.3x	13.6x	12.0x	10.5x	8.9x	8.4x	7.3x	2.5x	2.5%	9%	0.21x
Bristol-Myers Squibb	25.34	43,208	4.8x	11.7x	11.7x	12.8x	6.6x	6.1x	6.0x	2.7x	5.1%	30%	(0.32x)
Eli Lilly & Co.	34.28	39,858	8.7x	7.3x	8.1x	9.3x	5.3x	5.1x	5.8x	3.1x	5.7%	46%	1.96x
Takeda Pharmaceutical	4050	38,539	14.0x	11.2x	13.1x	12.3x	5.1x	5.5x	5.0x	1.6x	4.4%	12%	3.41x
Average			12.4x	10.7x	9.6x	9.5x	8.0x	6.9x	6.2x	2.6x	4.9%	19%	1.3x
Median			12.2x	11.1x	10.1x	9.4x	7.2x	5.9x	6.0x	1.9x	4.7%	16%	0.4x
世界主要的非专利药生产商													
Average			35.5x	18.6x	16.7x	14.4x	13.0x	11.2x	10.1x	3.4x	0.6%	11%	0.3x
Median			36.2x	17.7x	17.8x	16.3x	12.1x	9.9x	8.5x	2.1x	0.0%	6%	0.4x
世界主要医疗器械企业													
Average			19.2x	24.3x	16.9x	14.4x	11.3x	10.8x	9.0x	3.1x	1.0%	17%	8.5x
Median			21.6x	18.7x	16.3x	13.9x	10.0x	9.4x	8.6x	2.7x	1.1%	18%	1.1x
世界主要医药分销商													
Average			20.3x	17.2x	18.2x	13.6x	8.3x	7.5x	6.8x	1.9x	1.6%	12%	0.9x
Median			19.6x	17.1x	15.8x	13.7x	9.6x	8.4x	7.8x	2.6x	1.9%	14%	0.7x
世界主要的生物制药企业													
Average			23.6x	18.5x	14.2x	12.2x	12.8x	10.3x	9.4x	3.7x	0.3%	21%	(0.5x)
Median			20.1x	13.8x	14.0x	11.6x	11.2x	8.9x	9.6x	3.4x	0.0%	20%	0.5x
日本主要的制药企业													
Average			25.6x	19.8x	17.7x	16.5x	9.0x	8.6x	7.0x	1.5x	2.8%	9.1%	8.35x
Median			22.5x	20.7x	18.1x	17.5x	8.5x	9.0x	7.1x	1.5x	2.4%	9.6%	1.17x
香港市场主要的制药企业													
国药控股	27.00	7,847	50.8x	41.5x	28.1x	23.5x	28.4x	18.9x	13.8x	4.7x	0.0%	16%	1.21x
山东威高	18.82	5,199	56.3x	40.9x	30.9x	29.3x	61.1x	40.9x	30.4x	11.0x	0.3%	0%	1.17x
广州药业	11.82	2,287	40.0x	31.1x	23.2x	21.3x	83.4x	42.6x	34.4x	2.4x	0.4%	8%	0.99x
中国制药	4.93	969	7.8x	9.9x	12.3x	11.3x	4.8x	5.4x	6.5x	1.5x	0.0%	0%	NA
同仁堂科技	24.00	604	23.9x	20.0x	17.0x	18.6x	14.1x	NA	NA	2.7x	1.9%	13%	1.07x
创生控股	3.00	298	25.0x	18.8x	18.8x	13.7x	NA	NA	NA	NA	0.0%	0%	NA
神威药业	20.45	2,170	19.4x	18.2x	15.0x	13.0x	18.1x	13.2x	10.6x	5.0x	1.1%	29%	1.34x
中国生物制药	2.73	1,737	31.1x	26.7x	20.9x	16.7x	13.9x	10.5x	8.2x	3.8x	3.0%	21%	1.20x
联邦制药	12.08	2,018	26.8x	16.7x	14.1x	11.0x	15.6x	11.8x	10.0x	3.9x	2.6%	27%	0.44x
微创医疗	5.56	1,029	30.0x	26.2x	21.1x	19.0x	24.7x	NA	NA	10.2x	0.0%	0%	NA
Average			29.7x	23.0x	18.1x	15.8x	25.5x	17.2x	13.5x	4.4x	1.1%	12.7%	4.59x
Median			25.9x	18.5x	16.0x	13.4x	15.3x	11.8x	10.0x	2.9x	0.4%	7.9%	1.03x
美国市场主要的中国制药企业													
迈瑞医疗	26.38	2,973	22.4x	19.5x	17.1x	14.2x	14.8x	12.9x	10.9x	3.3x	0.8%	20%	1.37x
康辉医疗	16.13	368	32.9x	24.4x	20.2x	19.0x	21.9x	NA	NA	2.6x	0.0%	0%	24.44x
泰和诚医疗	6.40	304	16.6x	16.8x	13.6x	9.4x	7.3x	NA	NA	0.9x	0.0%	7%	16.76x
药明康德	16.06	1,119	22.5x	15.6x	14.3x	12.1x	13.3x	9.7x	8.6x	3.1x	0.0%	27%	0.61x
海王星辰	4.30	444	22.2x	126.5x	50.3x	58.6x	10.7x	29.5x	24.8x	1.9x	0.0%	3%	126.47x
先声药业	12.45	685	184.8x	30.5x	23.9x	17.6x	18.8x	16.4x	13.7x	2.4x	0.0%	1%	0.17x
美中互利	17.26	276	55.7x	30.8x	36.7x	24.5x	17.6x	NA	11.2x	2.2x	0.0%	7%	1.33x
中国脐带血库	3.48	255	66.5x	NA	18.8x	15.3x	15.5x	NA	NA	1.9x	0.0%	11%	NA
三生制药	15.88	345	28.2x	26.1x	19.8x	15.9x	16.9x	12.0x	9.3x	2.1x	0.0%	8%	1.35x
北京科兴生物	4.41	242	9.6x	165.4x	30.8x	18.0x	4.5x	36.3x	10.0x	1.8x	0.0%	11%	(3.74x)
同济堂	4.39	114			87.8x		35.4x	NA	NA	0.8x	0.0%	-1%	NA
Average			46.1x	50.6x	30.3x	20.5x	16.1x	19.5x	12.6x	2.1x	0.1%	8.7%	18.75x
Median			25.3x	26.1x	20.2x	16.8x	15.5x	14.6x	10.9x	2.1x	0.0%	7.4%	1.35x

资料来源: Capital IQ, 中金公司研究部

法律声明

一般声明

本报告由中国国际金融有限公司（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/或机构投资者提供。提供本报告于此类投资者，有关财务顾问将无需根据新加坡之《财务顾问法》第36条就任何利益及/或其代表就任何证券利益进行披露。有关本报告之任何查询，在新加坡获得本报告的人员可向中金新加坡提出。

本报告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。

截至本报告发布日前十二个月内，中金公司为上海医药提供过投资银行服务。

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

北京市朝阳区建外大街甲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

上海淮海中路证券营业部

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

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

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



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