



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

行业动态
证券研究报告

2011年4月15日

医疗保健

研究部

孙亮

SFC CE Ref: AUZ741
SAC 执业证书编号:
S0080208030080
sunli@cicc.com.cn

周峰

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

一季度经营保持良好态势

1 季度业绩预览

行业近况:

医药行业发展稳健,改革和投入齐头并进。在投入方面:自两会前后,国家提高新农合标准,并对各项保险的报销比例和报销限额提高,同时加强新农合基金监督和执行。放开并鼓励社会资本进入医疗机构。在改革方面:确定公立医院改革试点为2011年重点工作,“优先发展县级医院”,“开展按病种收费方式改革试点”。在医疗服务方面,推动试点“医生多点执业”。由于公立医院改革涉及层面较多,目前还处于试点推进阶段,还需要较长的时间进行探索和深化,短期难以对产业格局造成重大影响。

评论:

我们对所覆盖公司的1季度业绩进行预览,大部分企业盈利预期较为稳定。1季度业绩预期增速超过100%的天士力(115%,内生增长和股权转让收益)和上海医药,业绩预期增速在50%-100%的有:海正药业(55%,海外订单合同较多)、华海药业(75%,沙坦放量和地产收益)、东阿阿胶(65%,年初一次性提价60%)、鱼跃医疗(55%,内生增长)、科伦药业(60%,业务扩张)、康美药业(50%,业务扩张)、新华医疗(50%,业务扩张态势良好)。业绩增速在30-50%之间:广州药业、片仔癀、双鹭药业、乐普医疗、威高股份、康辉医疗。业绩增速30%以下的企业:国药股份、同仁堂、同仁堂科技、仙琚制药、恒瑞医药、云南白药、丽珠集团、华东医药、康缘药业、迈瑞医疗、泰和诚。业绩出现下滑的企业:康芝药业(-50%,经营受媒体报道影响较大)、中国制药(-20%,维生素C价格下滑拖累业绩)。

估值与建议:

年初A股医药板块下跌7%,在所有一级行业中表现垫底。行业板块的调整,一方面由于降价等政策预期带来的压力;另外在于经历了2010年的上涨后,市场需要对高估值和市场过高盈利预期进行修正。当前医药指数距离最高点已下跌20%,从目前估值水平看,A股医药板块2011年整体动态PE约为30x,板块静态PE相对市场整体估值溢价超过100%。在当前市场风格下,板块短期表现缺乏催化剂和足够弹性空间。香港市场医药板块经历了接近一年的调整,当前动态PE只有15x,处于2009年以来较低水平,估值逐步修复。

从细分行业看:以出口为主的特色原料药企业享受海外订单转移大趋势,价格不受政府限制,业绩增长迅速,海正药业、华海药业等在海外定制业务方面的突破值得关注。医疗器械行业需求直接受益于国家医改投入,短期受降价压力较小,具备良好的盈利性和成长性,建议重点关注“新华医疗、鱼跃医疗、威高股份、康辉医疗”。随着各省医保招标推进,双鹭药业经营将会出现环比上升趋势,增长将会加速。经历了调整后华东医药、康美药业估值进入合理区间,投资价值已经显现。同仁堂在体制转换方面的进展值得跟踪。建议长期投资者持有优势企业,以时间换取绝对收益空间,短期相对收益有要求的投资者建议等待合适的介入时机。康缘药业短期表现或会受激励压制,稳健型组合调换天士力(新产品带来增长动力),建议配置“恒瑞医药、东阿阿胶、云南白药、华东医药、天士力”;成长型组合调入鱼跃医疗,建议配置“康美药业、双鹭药业、沃森医药、新华医疗、鱼跃医疗”。

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:

2011.4.13 卫生部发布副部长马晓伟的讲话《以公立医院改革试点为中心 全面推进医疗管理工作》

2011.4.07 国家发改委和卫生部日前联合下发了关于《开展按病种收费方式改革试点有关问题的通知》

2011.4.01 卫生部、国家中医药管理局、总后勤部卫生部印发《医疗机构药事管理规定》,取代2002年版《医疗机构药事管理暂行规定》。

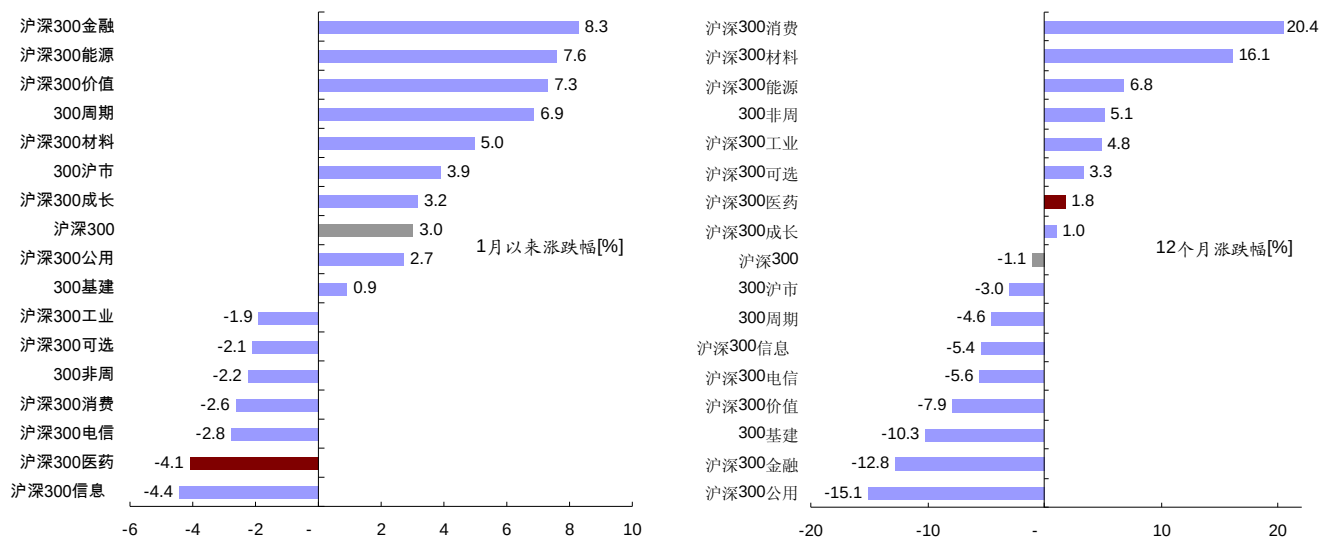
请仔细阅读在本报告尾部的重要法律声明

图表 1: 覆盖公司 2011 年 1 季度盈利预测调整简表

		股价	总市值	2010.1Q		2010A			2011.1Q			说明	2011E			P/E(x)		CAGR
A	RMB	11-4-14	(百万)	净利润	EPS	净利润	EPS	增速	净利润	EPS	YOY		净利润	EPS	YoY	2010	2011	2009-2011
同仁堂	审慎推荐	37.42	19,489	99	0.19	343	0.66	20%	124.1	0.24	25%	机制改革正在推进	400	0.77	17%	57	49	18%
海正药业	审慎推荐	35.86	18,820	66	0.14	397	0.76	46%	111.3	0.21	55%	海外订单合同较多	478	0.91	21%	47	39	33%
天士力	审慎推荐	38.91	20,094	67	0.13	450	0.87	42%	144.2	0.28	115%	股权转让带来较大的收益	645	1.25	43%	45	31	32%
恒瑞医药	推荐	47.07	35,276	203	0.27	724	0.97	9%	254.2	0.34	25%		937	1.25	29%	49	38	21%
华海药业	审慎推荐	17.50	7,855	41	0.09	94	0.21	-43%	70.9	0.16	75%	沙坦放量, 房地产业务实现部分收益	256	0.57	173%	84	31	22%
东阿阿胶	审慎推荐	45.00	29,431	167	0.26	582	0.89	48%	275.6	0.42	65%	年初提价对首季业绩推动较大	994	1.52	71%	51	30	59%
云南白药	审慎推荐	57.99	40,261	167	0.24	926	1.33	53%	209.2	0.30	25%		1,215	1.75	31%	43	33	42%
广州药业	审慎推荐	20.04	16,250	68	0.08	267	0.33	27%	88.8	0.11	30%		350	0.43	31%	61	46	29%
丽珠集团	审慎推荐	34.84	10,303	127	0.43	418	1.41	-13%	129.2	0.44	2%	头孢中间产品价格下降	518	1.75	24%	25	20	4%
片仔癀	审慎推荐	62.06	8,688	34	0.24	194	1.39	50%	45.4	0.32	35%	年初提价带来正面推动	227	1.62	17%	45	38	32%
康缘药业	审慎推荐	15.91	6,613	41	0.10	180	0.43	13%	47.0	0.11	15%	股权激励正在审批	249	0.60	38%	37	27	25%
国药股份	推荐	21.78	10,428	70	0.15	310	0.65	37%	87.3	0.18	25%	工业收益较好	431	0.90	39%	34	24	38%
双鹭药业	推荐	51.60	13,054	56	0.22	273	1.08	12%	75.1	0.30	34%		411	1.63	51%	48	32	30%
上海医药		20.82	41,487	392	0.20	1,368	0.69	4%								30		
鱼跃医疗	推荐	41.35	10,568	37	0.15	161	0.63	60%	58.1	0.23	55%		250	0.98	55%	66	42	58%
鱼普医疗	审慎推荐	25.44	20,657	109	0.13	410	0.51	40%	141.1	0.17	30%		545	0.67	33%	50	38	37%
华东医药	推荐	27.25	11,828	83	0.19	334	0.77	-12%	103.8	0.24	25%	费用对业绩有影响	418	0.96	25%	35	28	8%
科伦药业	审慎推荐	132.50	31,800	93	0.39	661	2.76	55%	149.0	0.62	60%		962	4.01	46%	48	33	50%
康芝药业	中性	58.22	5,822	25	0.25	139	1.39	43%	12.5	0.13	-50%	经营受媒体报道影响较大	177	1.77	27%	42	33	45%
康美药业	推荐	14.09	30,980	169	0.08	752	0.34	50%	253.8	0.12	50%		1,219	0.55	62%	41	25	56%
新华医疗	推荐	27.74	3,728	7	0.05	60	0.45	46%	10.2	0.08	50%		86	0.64	43%	62	43	44%
仙琚制药	审慎推荐	16.88	5,763	19	0.06	120	0.35	35%	22.7	0.07	20%	制剂产品销售	160	0.47	33%	48	36	34%
HK	HKD																	
同仁堂科技	审慎推荐	9.49	5,580	73	0.12	233	0.40	15%	86.7	0.15	18%		277	0.47	17%	24	20	17%
广州药业	审慎推荐	9.77	7,922	78	0.10	329	0.41	37%	105.7	0.13	30%		412	0.51	35%	24	19	31%
中国制药	中性	4.52	6,926	235	0.15	752	0.49	-23%	187.9	0.12	-20%	一季度维生素C均价同比大幅下降	612	0.40	-20%	9	11	-21%
国药控股	审慎推荐	27.50	62,276	-	-	1,421	0.63	48%				不披露1季报	2,084	0.92	42%	44	30	47%
创生控股	审慎推荐	3.28	2,540	-	-	125	0.16	29%				不披露1季报	126	0.16	0%	20	20	14%
威高股份	审慎推荐	21.30	45,850	160	0.07	939	0.44	26%	467.4	0.22	30%		1,234	0.57	34%	49	37	33%
US	USD																	
康辉医疗	推荐	18.86	383	2.6	0.11	4.1	0.18	33%	3.4	0.15	30%		18	0.80	21%	25	21	27%
泰和诚	审慎推荐	5.78	307	3.2	0.06	19.8	0.41	-1%	3.5	0.07	10%		23	0.47	22%	16	14	10%
迈瑞医疗	审慎推荐	26.39	3,023	36	0.32	155	1.36	10%	40.9	0.36	13%		176	1.54	15%	19	17	12%

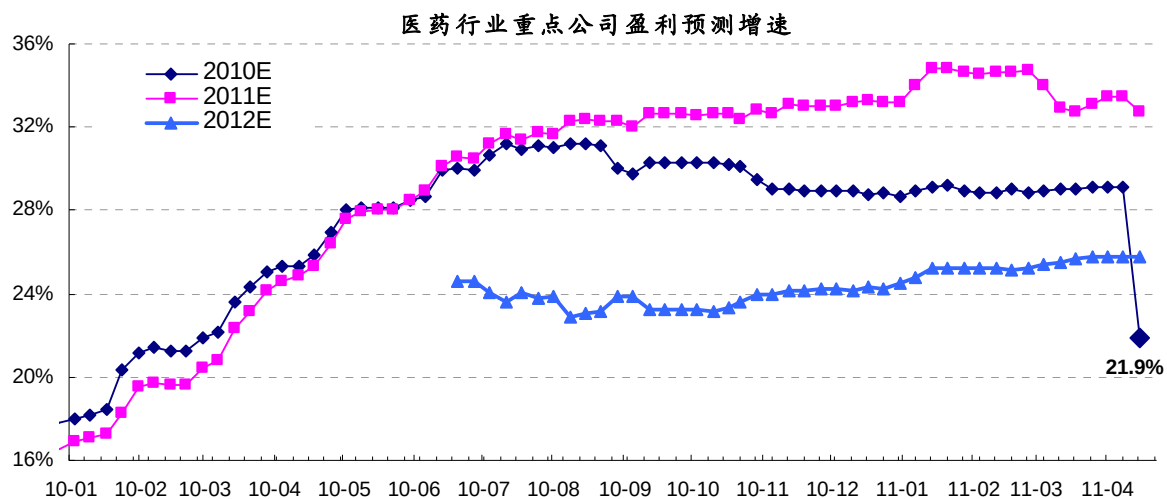
资料来源: WIND 资讯, 国家统计局, 中金公司研究部

图表 2: 沪深 300 行业指数涨幅对比 (截至 2011-4-14)



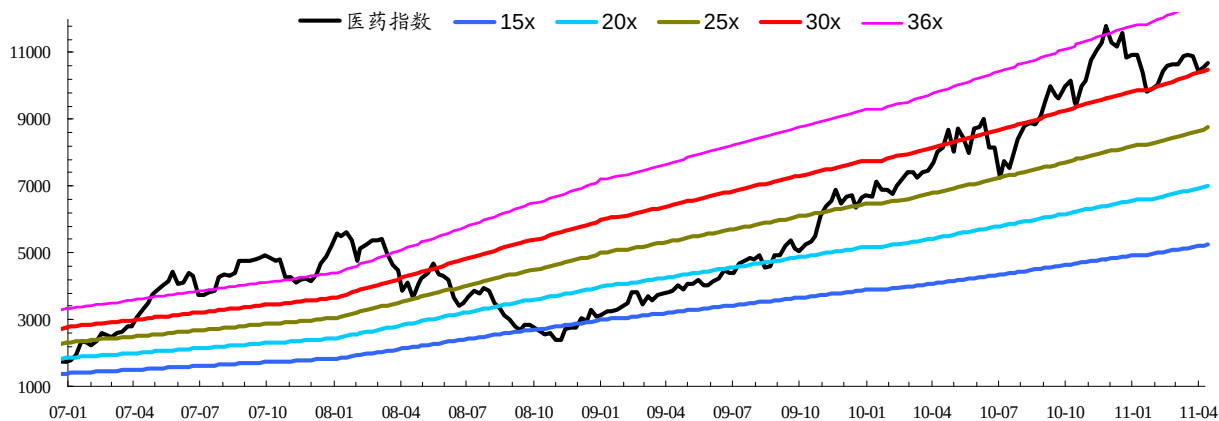
资料来源: Wind 资讯, 中金公司研究部

图表3：医药行业重点公司盈利预测增速



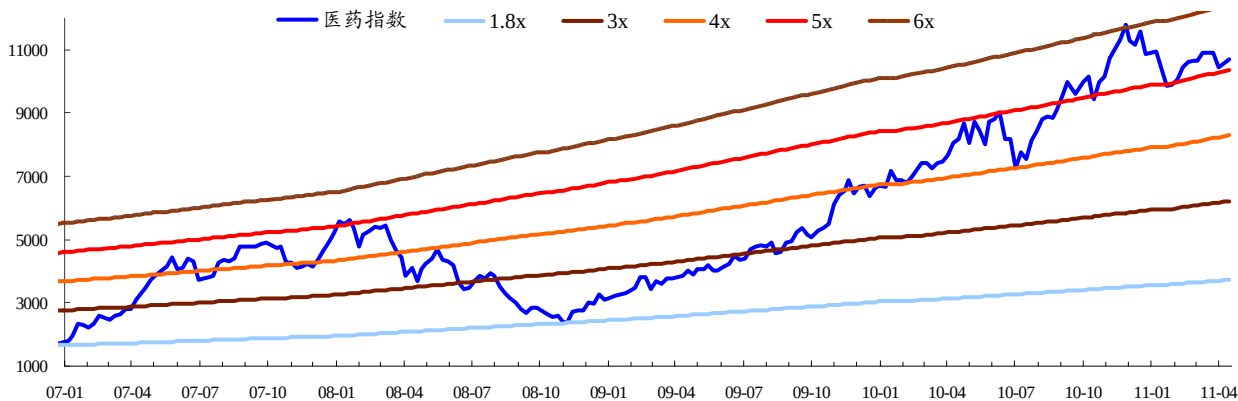
资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

图表4：A股医药指数历史PE区间



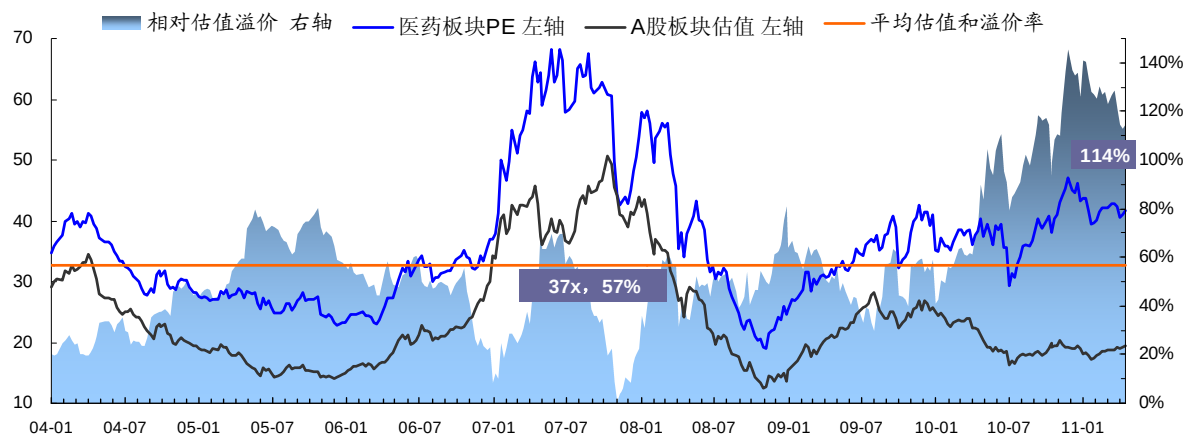
资料来源：Wind 资讯，中金公司研究部

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



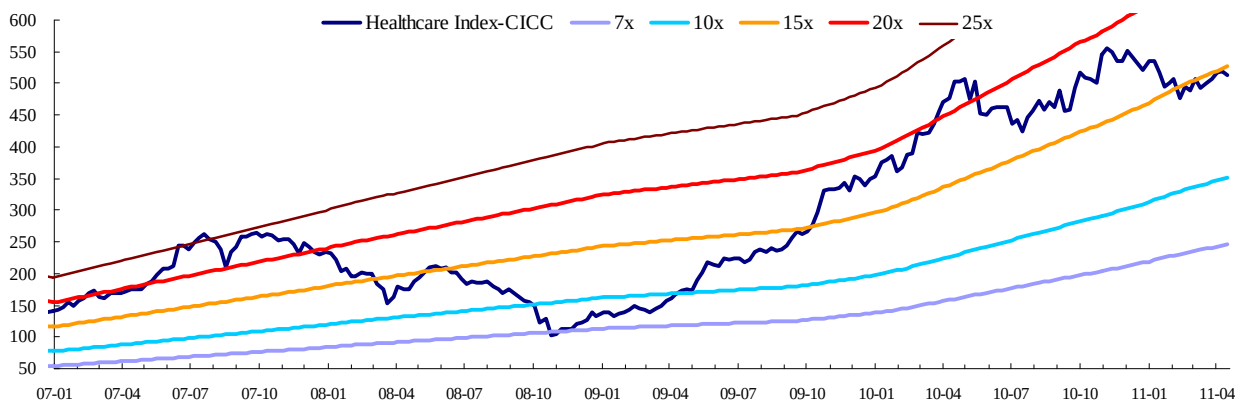
资料来源：Bloomberg，中金公司研究部

图表 7: 医药分类板块估值情况 (2011-4-14)

公司名称	代码	总市值 (百万元)	P/E			EV/EBITDA		股息收益率	净资产收益率		P/B LTM	PEG 2011E	Growth 2009-2012E
			2010A	2011E	2012E	2010A	2011E		2010A	2011E			
大宗原料药——中值		5,221	54x	35x	24x	28x	24	0.0%	10%	14%	6.0x	0.74	45%
品牌中药——中值		8,761	51x	33x	24x	36x	18	0.0%	13%	13%	6.2x	1.00	36%
现代中药——中值		3,915	45x	31x	24x	27x	20	0.0%	12%	14%	5.2x	0.99	34%
化学制剂药——中值		5,763	45x	31x	24x	31x	22	0.0%	15%	11%	4.5x	1.02	36%
生物制药——中值		8,196	48x	33x	27x	33x	22	0.0%	19%	18%	6.1x	1.07	32%
医疗服务——中值		6,415	71x	50x	35x	40x	32	0.0%	14%	16%	9.9x	1.05	56%
医疗器械——中值		3,908	64x	44x	31x	48x	32	0.0%	11%	12%	4.8x	1.12	37%
综合性制药企业——中值		12,427	26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.98	21%
医药商业——中值		6,311	54x	40x	32x	37x	14	0.0%	6%	11%	5.9x	1.42	24%
全行业——中值		6,526	47x	32x	24x	31x	21	0.0%	13%	14%	5.4x	0.99	36%

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：全国各省药品招标进程表

省份	即将开始	文件发布	资料递交	网上报价	竞价议价	公示、确认	配送选择	执行目录
北京								09总后、09全军统筹、10全市标、10战区
天津								10基药
河北						省级未报价 省级无限价	省级一批	08省标、10基直接药挂网部分、10基药公开招标部分
山西			基药增补		全省招标			09省标、10基药
内蒙古							全省招标	09省标、08基药
黑龙江				基本药物				09省标
吉林								10基药
辽宁							基本药物 全省招标	09军区、09基药、09省标
上海						基本药物		09二期
江苏							基药第二批	09省标、09基药
浙江			省级邀请招标				第三批基药	09基药、09省标
安徽		全省招标					基药补充	10基药、10基药补充
福建					省级八批			09基药第七批、08省标
江西		基本药物						09基药、10省标
山东						基本药物	全省招标	09省标
湖南							全省招标	07年八地市标、09基药
湖北	全省招标		基本药物					08省标、09基药
河南								10省标、09基药、11新上市药品增补
广东	基本药物 全省招标							09省标
广西							全省招标	09省标、09基药
海南								09省标
四川							基药	10首批基药、10第二批基药、10第三批基药、09第一批新增补挂网目录、10相关药品目录、10调整限价非基药、10第四批基药、10省标
重庆							抗微生物类药物 其他类别	09不限价不竞价药品采购目录、10部分基药、10第二批基药 10循环系统类药物 10第三批基药
云南				非基药		基药单独定价 基药和省补充		10省标、10基药
贵州					全省招标			10基药 10基药增补
陕西						三统一增补		09三统一、09非基药
甘肃					兰州军区			09省标第一批
宁夏			基药补充					09基药
青海								09省标
新疆								09一期、09二期、10部队

资料来源：搜搜医药网，中金公司研究部

图表 10: A 股医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为 WIND) (2011-4-14)

公司名称	代码	收盘价	总市值	每股收益(元)			P/E			EV/EBITDA		股息收益率		净资产收益率		P/B	PEG	Growth
		11-4-14	(百万元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2011E	2010A	2011E	LTM	2011E	2009-2012E
海正药业	600267	35.86	18,820	0.70	0.99	1.33	51x	36x	27x	28x	7	0.0%	14%	16%	7.0x	0.98	37%	
华海药业	600521	17.50	7,855	0.21	0.57	0.78	84x	31x	22x	40x	28	0.0%	7%	7%	6.1x	1.08	29%	
海翔药业	002099	24.22	3,887	0.53	0.88	1.20	45x	27x	20x	27x	19	0.8%	15%	19%	6.1x	0.32	85%	
华邦制药	002004	40.04	5,285	1.00	0.98	1.19	40x	41x	34x	28x		0.0%	13%	14%	5.4x	5.61	7%	
天药股份	600488	9.50	5,157	0.17	0.22	0.29	57x	43x	33x	32x	23	0.3%	5%	7%	3.2x	1.27	34%	
浙江医药	600216	36.30	16,337	2.54	2.97	3.35	14x	12x	11x	11x	10	0.0%	36%	28%	4.2x	1.63	7%	
新和成	002001	32.61	23,673	1.52	2.13	2.51	22x	15x	13x	16x		0.0%	25%	24%	4.9x	0.71	21%	
海普瑞	002399	126.95	50,793	3.02	4.49	6.14	42x	28x	21x	37x	28	0.0%	26%	19%	6.4x	0.63	45%	
华北制药	600812	13.79	14,184	0.24	0.58	0.89	59x	24x	16x	24x		0.0%	32%	38%	13.9x	0.25	94%	
新华制药	000756	8.38	2,575	0.21	0.30	0.35	39x	28x	24x	12x		0.0%	0%	0%	2.3x	1.71	17%	
大宗原料药——中值			5,221				54x	35x	24x	28x	24	0.0%	10%	14%	6.0x	0.74	45%	
云南白药	000538	57.99	40,261	1.33	1.79	2.37	43x	32x	24x	38x	7	0.0%	21%	23%	9.1x	0.75	43%	
同仁堂	600085	37.42	19,489	0.66	0.77	0.94	57x	49x	40x	30x	6	0.0%	11%	12%	6.0x	2.64	18%	
广州药业	600332	20.04	11,844	0.33	0.43	0.52	61x	46x	38x	28x	3	0.0%	8%	10%	4.6x	1.61	29%	
东阿阿胶	000423	45.00	29,431	0.89	1.52	1.86	51x	30x	24x	40x	13	0.0%	21%	45%	10.7x	0.50	59%	
片仔癀	600436	62.06	8,688	1.39	1.62	2.06	45x	38x	30x	35x	9	0.0%	18%	23%	8.3x	1.18	32%	
康美药业	600518	14.09	30,980	0.34	0.55	0.81	41x	25x	17x	33x	115	0.0%	16%	3%	6.6x	0.45	56%	
贵州百灵	002424	36.29	8,535	0.62	0.96	1.32	59x	38x	27x	50x	32	0.0%	18%	13%	4.6x	0.90	42%	
中恒集团	600252	33.85	18,478	0.77	1.76	2.27	44x	19x	15x	32x	18	0.0%	32%	37%	16.7x	0.11	177%	
马应龙	600993	39.44	6,539	0.74	1.16	1.50	53x	34x	26x	40x	29	0.0%	15%	16%	6.4x	9.95	3%	
中新药业	600329	13.53	7,297	0.40	0.47	0.60	34x	29x	23x	18x	18	0.0%	15%	14%	5.6x	1.75	16%	
品牌中药——中值			8,761				51x	33x	24x	36x	18	0.0%	13%	13%	6.2x	1.00	36%	
天士力	600535	38.91	20,094	0.87	1.13	1.39	45x	34x	28x	30x	10	0.0%	14%	24%	6.1x	0.96	36%	
康缘药业	600557	15.91	6,613	0.45	0.60	0.82	35x	27x	19x	26x	20	0.0%	16%	17%	5.6x	1.07	25%	
武汉健民	600976	21.07	3,232	0.47	0.61	0.73	45x	35x	29x	32x	25	0.0%	9%	12%	3.9x	0.91	38%	
昆明制药	600422	13.15	4,131	0.27	0.43	0.68	48x	31x	19x	27x	20	1.1%	12%	16%	5.6x	0.60	52%	
上海凯宝	300039	41.40	7,260	0.71	1.16	1.59	59x	36x	26x	50x	31	0.0%	9%	12%	5.9x	0.50	72%	
桂林三金	002275	23.32	-	0.68	0.71	0.93	34x	33x	25x	6x		0.9%	15%	15%	5.7x			
仁和药业	000650	19.58	8,227	0.52	0.73	0.91	37x	27x	21x	26x	20	0.0%	23%	25%	9.4x	0.74	36%	
江中药业	600750	29.12	9,061	0.84	1.06	1.36	35x	28x	21x	24x		0.0%	21%	19%	5.2x	0.99	28%	
现代中药——中值			3,915				45x	31x	24x	27x	20	0.0%	12%	14%	5.2x	0.99	34%	
恒瑞医药	600276	47.07	35,276	0.97	1.26	1.67	49x	37x	28x	38x	8	0.0%	21%	22%	10.4x	1.97	19%	
科伦药业	002422	132.50	31,800	2.76	4.29	5.54	48x	31x	24x	38x	25	0.0%	6%	10%	4.5x	0.56	55%	
华东医药	000963	27.25	11,828	0.76	1.02	1.28	36x	27x	21x	22x	16	0.0%	26%	27%	10.4x	3.32	8%	
康芝药业	300086	58.22	-	1.46	2.04	3.54	40x	29x	16x	12x	11	0.5%	26%	10%	3.2x	0.64	45%	
仙琚制药	002332	16.88	5,763	0.35	0.55	0.70	48x	31x	24x	31x	22	0.0%	11%	14%	5.2x	0.67	46%	
普华药业	002437	29.95	8,386	0.55	1.76	2.40	54x	17x	13x	42x	28	1.7%	11%	11%	1.9x	0.18	95%	
信立泰	002294	63.95	14,517	1.57	2.08	2.71	41x	31x	24x	36x	28	0.0%	19%	21%	7.8x	0.64	48%	
化学制剂药——中值			5,763				45x	31x	24x	31x	22	0.0%	15%	11%	4.5x	1.02	36%	
双鹭药业	002038	51.60	13,054	1.08	1.63	2.21	48x	32x	23x	40x	8	0.0%	23%	25%	11.0x	1.07	30%	
沃森生物	300142	105.59	10,559	1.54	2.48	3.71	68x	43x	28x	54x	36	0.0%	19%	18%	4.1x	0.53	80%	
天坛生物	600161	20.83	10,737	0.34	0.49	0.55	61x	43x	38x	31x	22	0.0%	20%	18%	10.2x	4.87	9%	
华兰生物	002007	40.69	23,446	1.06	1.45	1.88	38x	28x	22x	27x	21	0.0%	31%	28%	10.8x	1.62	17%	
辽宁成大	600739	32.73	29,766	1.45	1.76	2.17	23x	19x	15x			0.0%	17%	16%	4.0x	2.03	9%	
科华生物	002022	16.65	8,196	0.46	0.59	0.74	36x	28x	22x	28x	22	0.0%	27%	26%	9.1x	1.45	19%	
智飞生物	300122	36.05	14,420	0.64	0.90	1.24	56x	40x	29x	46x	35	0.6%	19%	19%	6.7x	1.63	25%	
生物制剂——中值			8,196				48x	33x	27x	33x	22	0.0%	19%	18%	6.1x	1.07	32%	
爱尔眼科	300015	36.78	9,820	0.45	0.65	0.98	82x	56x	37x	39x	34	0.0%	10%	12%	7.7x	1.50	37%	
通策医疗	600763	18.77	3,009	0.31	0.42	0.56	61x	45x	34x	41x	31	0.0%	19%	21%	12.1x	0.60	74%	
医疗服务——中值			6,415				71x	50x	35x	40x	32	0.0%	14%	16%	9.9x	1.05	56%	
鱼跃医疗	002223	41.35	10,568	0.63	0.98	1.36	66x	42x	30x	52x	31	0.0%	18%	24%	12.1x	0.74	57%	
乐普医疗	300003	25.44	20,657	0.51	0.67	0.87	50x	38x	29x	44x	34	0.0%	20%	22%	10.0x	1.04	37%	
新华医疗	600587	27.74	3,728	0.45	0.59	0.64	62x	47x	43x	41x	29	0.0%	9%	12%	5.3x	1.20	39%	
山东药玻	600529	15.88	4,087	0.67	0.91	1.14	24x	17x	14x	15x	13	0.0%	11%	11%	2.3x	0.64	27%	
万东医疗	600055	15.83	3,426	0.19	0.29	0.37	82x	55x	43x	54x	49	0.0%	9%	9%	5.9x		-5%	
医疗器械——中值			3,908				64x	44x	31x	48x	32	0.0%	11%	12%	4.8x	1.12	37%	
丽珠集团	000513	34.84	8,717	1.41	1.75	2.00	25x	20x	17x	14x	11	0.0%	17%	16%	4.1x	5.43	4%	
哈药股份	600664	19.91	24,728	0.91	1.04	1.22	22x	19x	16x	16x	15	0.0%	17%	17%	3.8x	1.22	16%	
复星医药	600196	12.03	22,910	0.45	0.64	0.83	27x	19x	14x	18x		0.0%	13%	14%	2.7x	0.62	-30%	
双鹤药业	600062	25.92	14,818	0.91	1.17	1.43	28x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.8x	1.23	18%	
三九医药	000999	21.94	21,477	0.83	1.05	1.29	26x	21x	17x	19x	16	0.0%	20%	20%	5.1x	1.04	20%	
双鹤药业	600062	25.92	14,818	0.91	1.17	1.43	28x	22x	18x	20x	16	0.0%	14%	15%	3.8x	1.23	18%	
综合性制药企业——中值			12,427				26x	21x	18x	19x	16	0.0%	16%	16%	3.9x	0.98	21%	
国药股份	600511	21.78	10,428	0.65	0.90	1.12	34x	24x	20x	25x	8	0.0%	24%	31%	8.0x	0.64	38%	
上海医药	601607	20.82	41,487	0.69			30x			18x		0.0%	15%		4.5x			
九州通	600998	14.08	20,001	0.26	0.35	0.45	54x	41x	32x	40x	31	0.0%	13%	15%	8.4x	1.42	29%	
南京医药	600713	13.11	4,546	0.12	0.17	0.22	107x	79x	58x	35x	32	0.0%	4%	5%	4.4x	6.59	12%	
一致药业	000028	29.00	7,775	0.91	1.16	1.53	32x	25x	19x	20x	20	0.0%	24%	25%	7.9x	0.78	32%	
医药商业——中值			6,311				54x	40x	32x	37x	14	0.0%	6%	11%	5.9x	1.42	24%	
全行业——中值			6,526				47x	32x	24x	31x	21	0.0%	13%	14%	5.4x	0.99	36%	

资料来源: Wind, 中金公司研究部

图 11: 全球医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为 WIND) (2011-4-14)

Company 11-4-14	Stock price	Market cap	P/E			EV / EBITDA			P/B LTM	Div. Yield LTM	ROE LTM	2011E PEG
			2010A	2011E	2012E	2009A	2010A	2011E				
欧美市场												
大型跨国研发类医药公司												
Johnson & Johnson	59.87	163,321	12.5x	12.4x	11.6x	7.8x	7.8x	7.6x	2.9x	3.5%	25%	2.28x
Roche Holding AG	133.10	130,081	13.2x	9.9x	9.0x	8.9x	7.9x	7.3x	12.0x	5.0%	84%	0.56x
Pfizer Inc.	20.49	163,500	20.0x	9.3x	9.1x	8.6x	7.0x	5.8x	1.9x	3.5%	9%	0.42x
Novartis AG	49.61	136,355	11.6x	10.8x	10.3x	12.6x	10.4x	9.2x	1.8x	4.7%	16%	1.18x
Merck & Co. Inc.	33.85	103,191	120.9x	9.2x	8.8x	13.0x	7.0x	5.9x	1.9x	4.5%	2%	NA
Sanofi-Aventis	51.17	96,516	12.2x	7.7x	8.2x	5.8x	5.9x	5.5x	1.3x	4.9%	11%	0.48x
GlaxoSmithKline plc	12.41	102,631	38.9x	10.8x	10.0x	6.8x	7.0x	7.1x	7.1x	5.2%	18%	2.39x
Abbott Laboratories	50.72	78,076	17.1x	11.0x	10.2x	10.6x	9.5x	8.1x	3.5x	3.5%	20%	1.07x
AstraZeneca plc	29.83	67,461	5.4x	4.5x	4.9x	4.4x	4.0x	4.5x	1.8x	8.5%	37%	0.86x
Bayer AG	55.50	66,457	35.4x	12.5x	11.1x	9.4x	8.8x	7.2x	2.4x	2.7%	7%	0.29x
Bristol-Myers Squibb	27.52	46,589	15.4x	12.6x	13.6x	7.1x	6.4x	6.4x	3.0x	4.7%	30%	NA
Eli Lilly & Co.	35.64	41,305	7.8x	8.4x	9.6x	5.4x	5.1x	5.8x	3.2x	5.5%	46%	NA
Takeda Pharmaceutical	3935	37,296	10.4x	12.5x	11.7x	4.9x	5.0x	4.7x	1.5x	4.6%	12%	2.41x
Average			26.8x	9.9x	9.8x	8.1x	6.9x	6.4x	2.7x	4.8%	19%	1.1x
Median			15.4x	10.8x	10.0x	7.1x	7.0x	5.9x	1.9x	4.7%	16%	1.0x
世界主要的非专利药生产商												
Average			26.1x	16.4x	14.2x	15.9x	14.0x	10.3x	4.4x	0.7%	12%	5.5x
Median			25.2x	16.8x	14.6x	15.5x	12.3x	9.3x	2.8x	0.1%	8%	0.9x
世界主要医疗器械企业												
Average			21.3x	17.5x	14.9x	11.6x	10.7x	9.1x	3.2x	1.1%	17%	3.3x
Median			19.6x	16.0x	14.5x	10.0x	9.1x	8.5x	2.8x	1.2%	18%	1.2x
世界主要医药分销商												
Average			24.1x	20.7x	13.5x	8.0x	7.2x	6.5x	1.9x	1.8%	12%	6.3x
Median			17.8x	16.4x	14.0x	9.6x	8.6x	7.7x	2.6x	1.9%	14%	1.6x
世界主要的生物制药企业												
Average			22.6x	15.3x	13.0x	11.7x	9.8x	9.7x	3.8x	0.5%	21%	1.5x
Median			19.2x	15.1x	13.4x	11.6x	10.0x	9.2x	3.6x	0.0%	20%	0.6x
日本主要的制药企业												
Average			18.5x	16.9x	15.7x	8.5x	7.3x	6.5x	1.5x	2.8%	9.1%	4.26x
Median			20.2x	16.5x	16.0x	8.5x	7.2x	6.3x	1.4x	2.7%	9.6%	2.41x
香港市场主要的制药企业												
国药控股	27.50	8,011	42.3x	28.6x	24.0x	30.8x	19.9x	14.4x	4.5x	0.6%	13%	0.98x
山东威高	21.30	5,898	46.3x	34.9x	33.2x	65.3x	52.8x	35.5x	10.7x	0.4%	24%	1.44x
广州药业	9.77	2,089	25.7x	19.2x	18.6x			39.6x		0.0%	0%	19.16x
中国制药	4.52	891	9.0x	11.9x	10.6x	4.5x	4.8x	5.6x	1.2x	5.3%	14%	NA
同仁堂科技	9.49	718	7.9x	6.7x	5.9x	17.3x	14.2x	NA	3.0x	1.7%	14%	0.10x
创生控股	3.28	327	20.5x	20.5x	14.3x	14.5x	10.2x	9.2x	NA	1.1%	18%	0.8x
四环医药	5.04	3,363	37.2x	25.2x	22.4x	38.7x	25.4x	16.7x	3.3x	7.3%	13%	NA
神威药业	19.00	2,021	17.1x	13.8x	13.1x	16.2x	12.0x	9.7x	4.1x	1.2%	28%	1.24x
中国生物制药	2.95	1,881	28.8x	23.0x	18.8x	15.6x	13.8x	9.4x	4.0x	2.7%	23%	1.07x
联邦制药	14.26	2,387	19.8x	16.4x	12.7x	18.0x	13.1x	11.2x	3.6x	2.1%	23%	0.46x
微创医疗	5.88	1,091	27.7x	23.8x	22.4x	21.0x	17.1x	14.0x	3.1x	0.7%	20%	1.9x
康哲药业	8.48	1,263	36.4x	27.3x	169.6x	39.6x	28.9x	21.3x	6.2x	0.2%	24%	NA
Average			23.3x	19.3x	24.8x	21.4x	16.7x	14.8x	3.5x	1.5%	16.0%	2.15x
Median			19.8x	19.2x	13.1x	16.1x	13.1x	11.2x	3.1x	0.6%	15.3%	0.84x
美国市场主要的中国制药企业												
迈瑞医疗	26.35	3,086	19.5x	17.1x	14.6x	15.8x	14.6x	11.2x	3.1x	1.1%	19%	1.12x
康辉医疗	18.73	430	28.4x	23.4x	23.7x	26.7x	19.1x	14.9x	2.9x	0.0%	14%	1.35x
泰和诚医疗	5.84	278	15.3x	12.4x	8.5x	6.7x	6.2x	3.9x	0.8x	0.0%	6%	0.58x
药明康德	16.48	1,167	16.0x	14.8x	12.6x	13.8x	11.0x	8.6x	2.9x	0.0%	27%	0.66x
海王星辰	3.57	369	105.0x	45.0x	45.8x	7.7x	11.4x	14.3x	1.6x	0.0%	1%	NA
先声药业	12.91	713	31.7x	23.2x	18.5x	19.8x	16.6x	13.1x	2.4x	0.0%	9%	0.20x
Average			46.6x	23.8x	21.0x	16.7x	11.5x	10.6x	2.0x	0.1%	7.9%	0.58x
Median			28.4x	21.1x	17.5x	15.8x	13.6x	10.7x	2.0x	0.0%	7.6%	0.58x

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/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