



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5月3日

医疗保健

研究部

孙亮

分析师, SAC 执业证书编号:
S0080511010021
sunl@cicc.com.cn

周峰

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

内需推动行业保持高速增长

1-3月工业统计数据分析

行业近况:

2011年1-3月,医药工业(不含医疗器械)实现收入2930亿元,同比增长27.8%,较2010年1~11月增速提高1.3pp,包含医疗器械和制药器械实现收入3200亿元,同比增长27.6%,行业继续保持高速增长。而1~2月出口交货值同比增长只有8.4%,反应了内需仍然是医药市场增长的主要来源。

2011年1-3月,医药工业(不含医疗器械)实现利润总额300亿元,同比增长22.3%,较2010年1~11月增速29.8%下滑7.5pp,主要源于去年同期基数较高。包含医疗器械和制药器械实现利润总额326亿元,同比增长21.7%。毛利率较2010年1~11月提升0.5pp,资产负债率大幅下降2.3pp,盈利能力提升,行业的基本面非常好。

具体到子行业:中药饮片和卫生材料表现较好。中药饮片1~3月收入同比增长55%,利润总额同比上升65%,盈利能力较去年持平。快速增长主要源于国内通胀形势,加上行业集中度提升,提升营运效率,有效传导成本上涨压力;涉及上市公司有康美药业、独一味等。卫生材料1~3月收入同比增长38%,利润总额增长34%,快速增长部分源于出口提速,1~2月出口交货值同比增长38%,2010年1~11月增长32%。同时产品受政策限价较少,毛利率较2010年1~11月提升3.3pp,有效地提高了行业的盈利能力;涉及上市公司有:山东药玻、蓝帆股份等。

行业费税上升,运营效率提升放缓,中长期需要关注。1~3月医药工业(不含医疗器械)主营业务税金同比增长45%,大大高于近3年平均值18%;税金总额增长24%;高于3年平均值20%;财务费用同比增长21%,而2009-2010年为下降,反映了信贷紧缩对医药工业影响有所显现;应收账款余额同比增长21%,大大高于近3年平均值12%。综合看:在医院工业收入仍保持近30%的增速和高盈利背景下,行业的效率也同步提升。但效率提升速度有所放缓。

行业展望:

今年两会以来,国家层面继续保持对卫生行业的高投入;从1季度基本面数据来看:行业仍然保持着高速健康发展。医药板块今年以来的调整过度放大了政策对医药板块的负面影响;从安徽模式的争论和基本药物制度的推进来看:医疗体制改革也进入攻坚战。从2010年开始,普药企业和医药商业负面影响最为明显。

从中长期看:我们预计医疗器械有望直接受益于国家医改投入;以临床用药为主的制剂药、中成药和生物制品行业在各方对卫生产业高投入下,仍然可以保持高速发展,在国内仿制药为主的行业背景下,第三方支付审核标准提升和发改委降价背景下,未来盈利能力会有所下降;而原料药和卫生材料行业,国内制造水平和技术水平在迅速提高,出口市场将成为未来增长的重点;中药饮片行业在通胀的环境下,受益于居民消费水平提高和行业集中度提高,收入增速和盈利能力预计同比提升。未来3~5年内制药机械行业将明显受益于新版GMP的实施。

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,信贷紧缩对行业的影响。

近期行业事件:

2011.4.29 卫生部发布《医药卫生中长期人才发展规划(2011年-2020年)》

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》

2011.4.11 卫生部发文**加强抗菌药物临床应用管理**

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

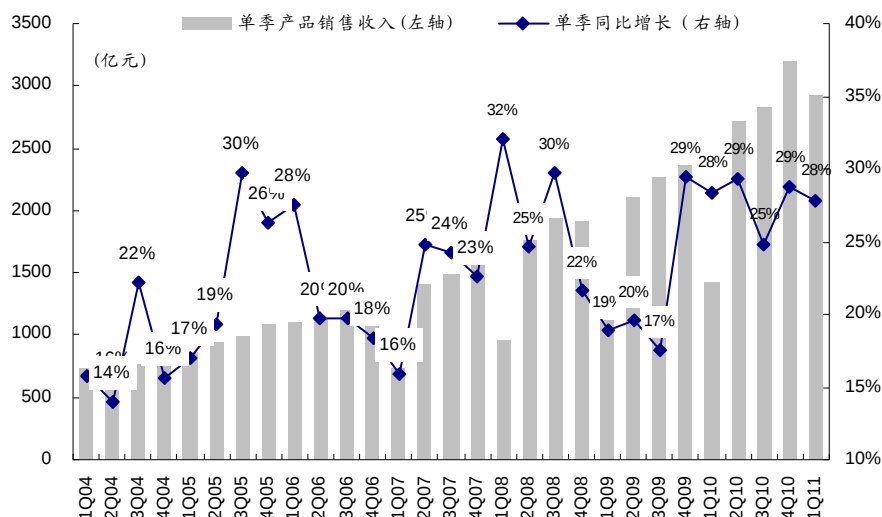
医药制造业

图表 1：医药制造业单季度收入完成情况（未含医疗器械）

2011 年 1-3 月，医药制造业(不含医疗器械)累计实现收入 2930 亿元，同比增长 27.8%；较 2010 年增速提高 1.3pp。

1~2 月出口交货值同比增长 8.4%，较去年下滑明显。

包含医疗器械和制药器械实现收入 3200 亿元，同比增长 27.6%。



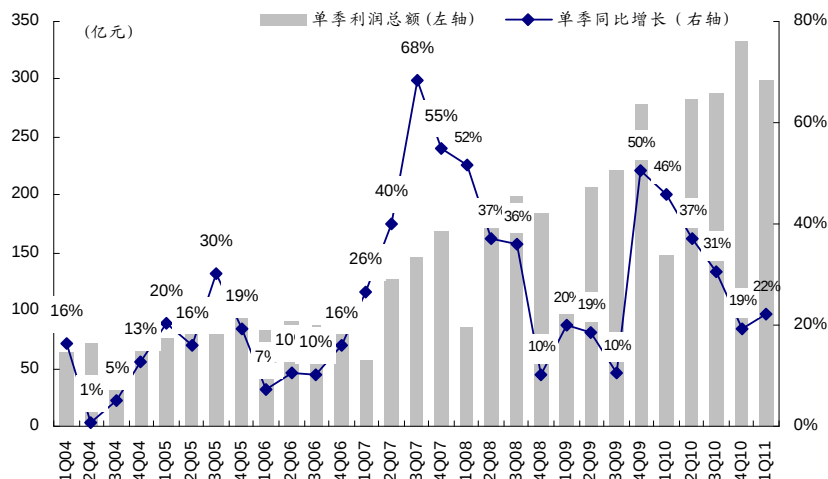
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 2：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，医药制造业累计实现利润总额 300 亿元，同比增长 22.3%。

包含医疗器械和制药器械实现利润总额 326 亿元，同比增长 21.7%。

1~3 月税前利润率较 2010 年略有下滑，处于 2004 年以来较高水平。



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

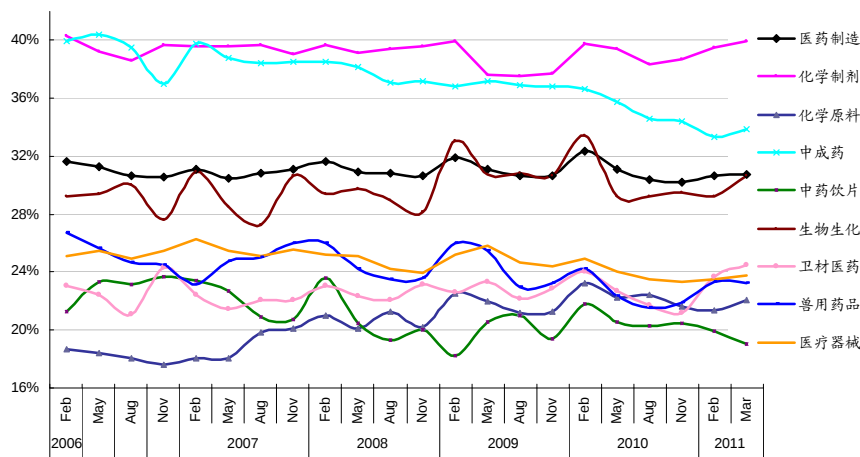
从各个子行业数据来看：1~3 月度收入同比增速排序是：中药饮片（55%）、卫生材料（38.3%）、兽药（35.3%）、中成药（32.7%）、医疗器械（25.7%）、化学制剂（23.3%）、化学原料药（22.3%）、生物生化（21.7%）和制药机械（15.6%）；

利润总额同比增速排序是：中药饮片（65.4%）、制药机械（42.9%）、中成药（37.1%）、卫生材料（33.5%）、兽药（30%）、化学制剂（19.6%）、医疗器械（14.2%）、化学原料药（12%）和生物生化（5.7%）；

图表3：各个子行业毛利率变化趋势

2011年1-3月，医药制造业（不含医疗器械）累计毛利率为30.7%，延续2010年以来下滑趋势，相比2010年全年提升0.5pp。

主要子行业毛利率均有所提升，其中化学制剂持续上升，而中药饮片下滑较大。



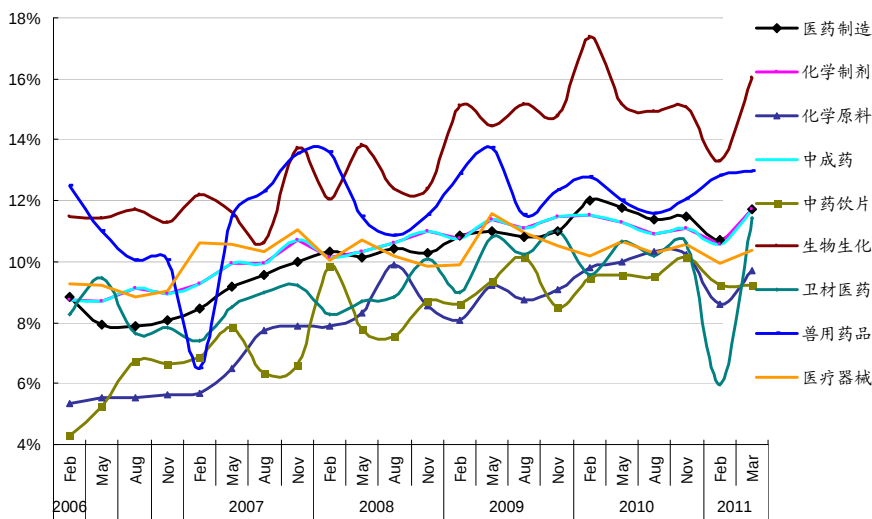
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表4：各个子行业盈利能力（毛利率-三项费用率）变化趋势

2011年1-3月，医药制造业（不含医疗器械）整体盈利能力较2010年略有提升。

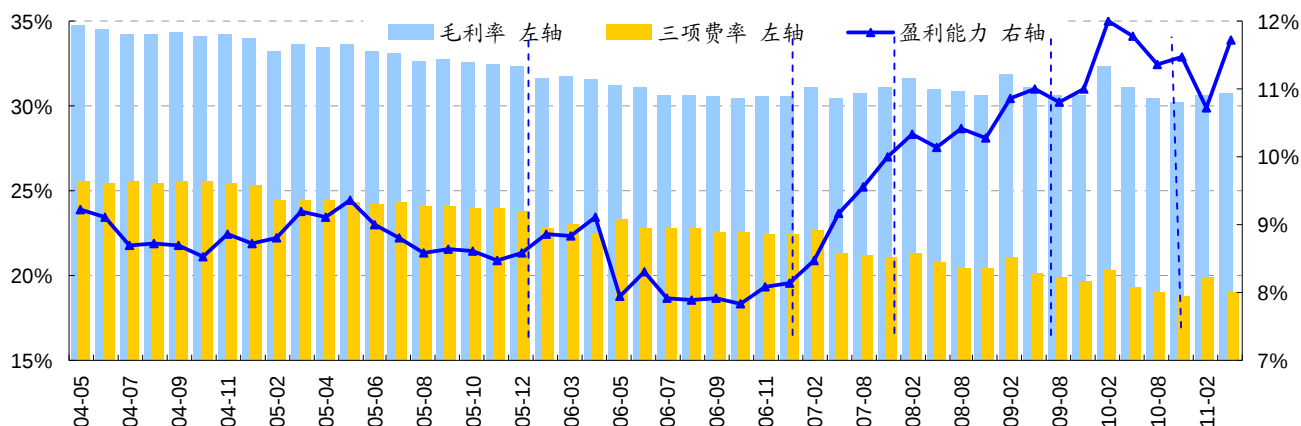
子行业生物制品、中成药和卫生材料盈利能力环比提升幅度较大，化学原料药是唯一下降的子行业。

1-3月份，医药行业毛利率和三项费用率小幅上升，整体盈利能力提升。



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表5：医药制造业成本费用率变动情况（盈利能力指毛利率-三项费率）



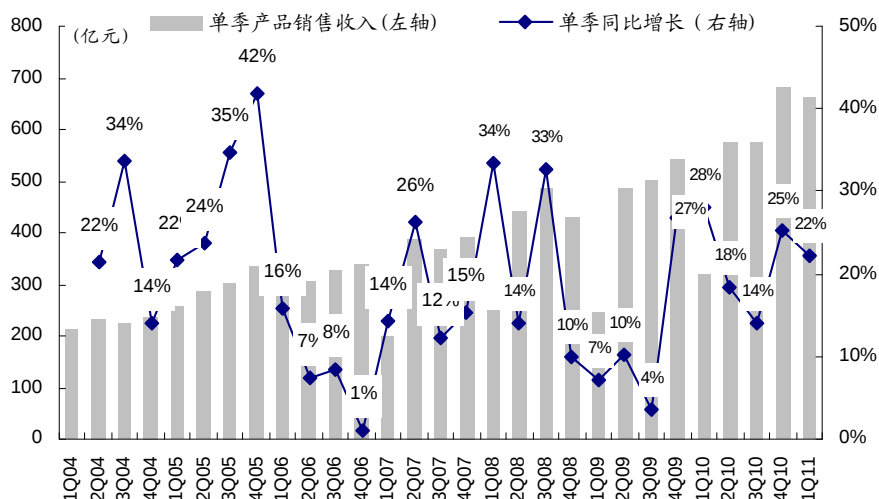
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

化学原料药

图表 6：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，化学原料药累计实现收入 661 亿元，累计增长 22%，

1~2 月出口交货值同比增长 9%，自 2 月份起，增速逐月下降。当前处于 2006~2009 年平均水平。



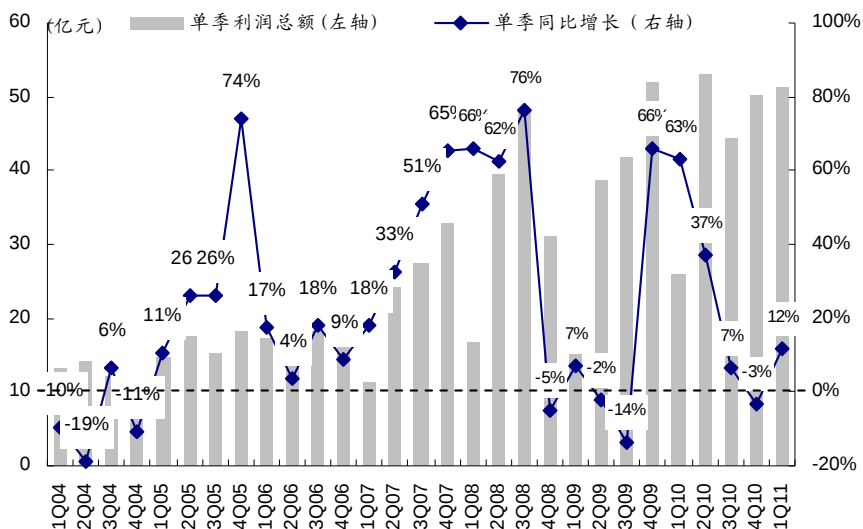
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 7：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，化学原料药累计实现利润总额 51 亿元，同比增长 12%。

1~3 月税前利润率环比小幅提升。

1~3 月份资产负债率持续下降，处于最低水平。



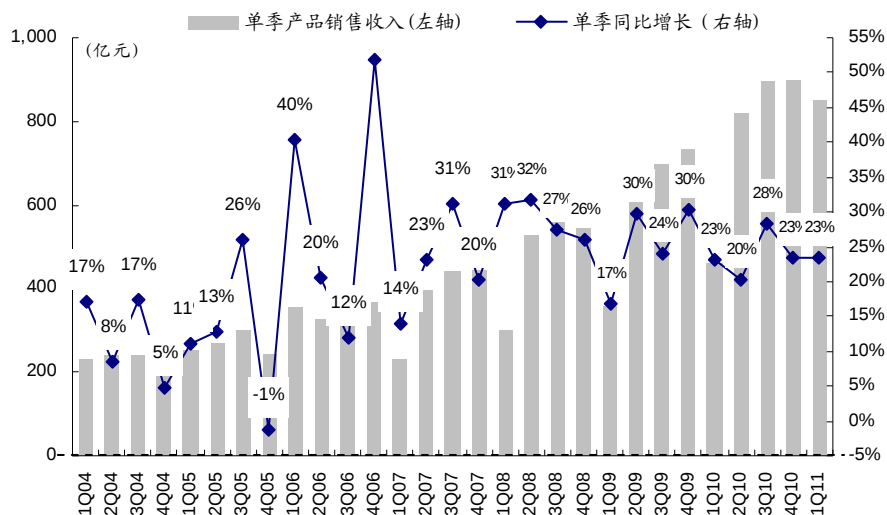
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

化学制剂药

图表 8：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，化学制剂药累计实现收入 854 亿元，同比增长 23%。与 2010 年增速下滑。

1~2 月出口交货值同比减少 9%，下滑明显。



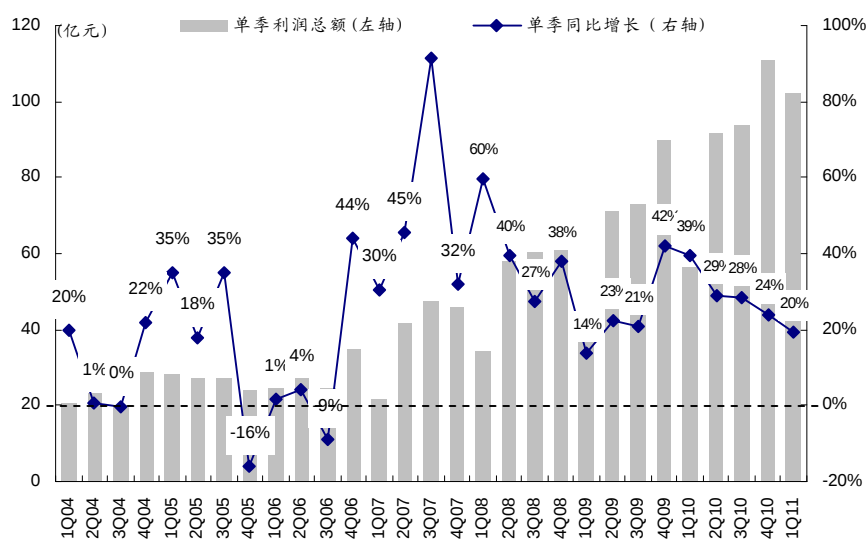
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 9：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，化学制剂药累计实现利润总额 102 亿元，同比增长 20%，增速持续下降。

1~3 月单季度利润率环比小幅下降，接近 2010 全年。

1~3 月份资产负债率环比下降 1.3pp 至 44.7%。



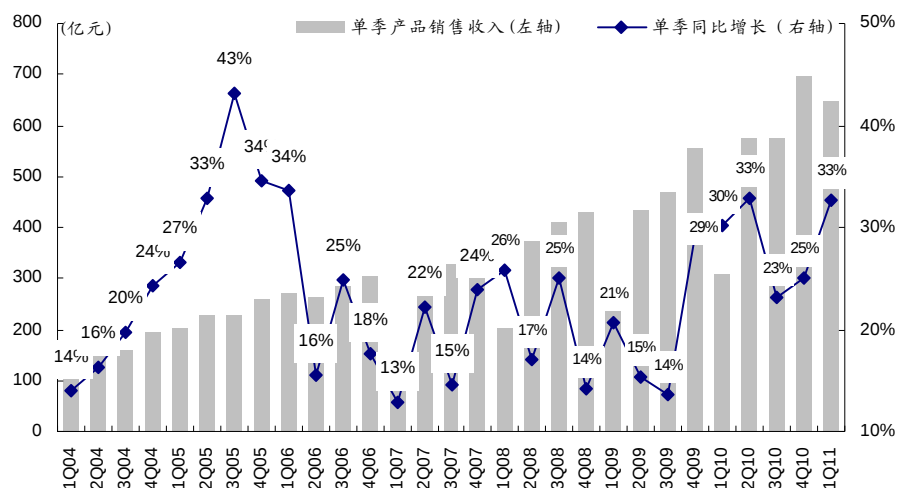
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

中成药

图表 10：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，中成药累计实现收入 647 亿元，同比增长 33%；

1~3 月出口交货值同比增长达到 3.9%，较 2010 年持平。

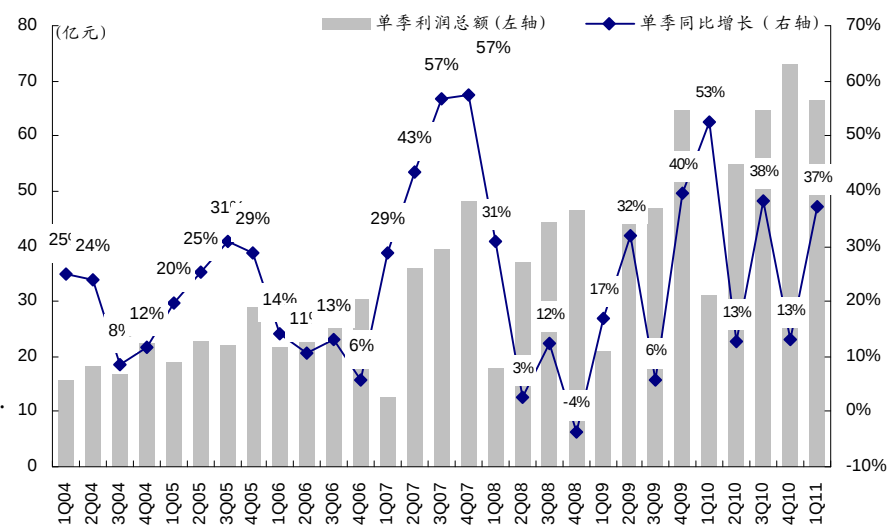


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 11：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，中成药实现累计利润总额 67 亿元，同比增长 37%。

1~3 月资产负债率较 2010 年下降 3.5pp 至 41%。



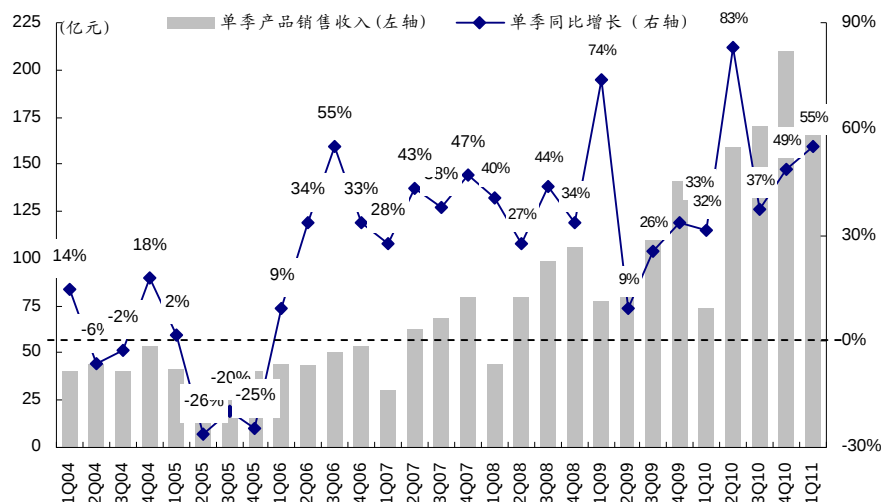
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

中药饮片

图表 12：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，中药饮片累计实现收入 171 亿元，同比增长 55%；通胀影响明显。

1~3 月出口交货值同比下降 12%，内需旺盛，影响出口。



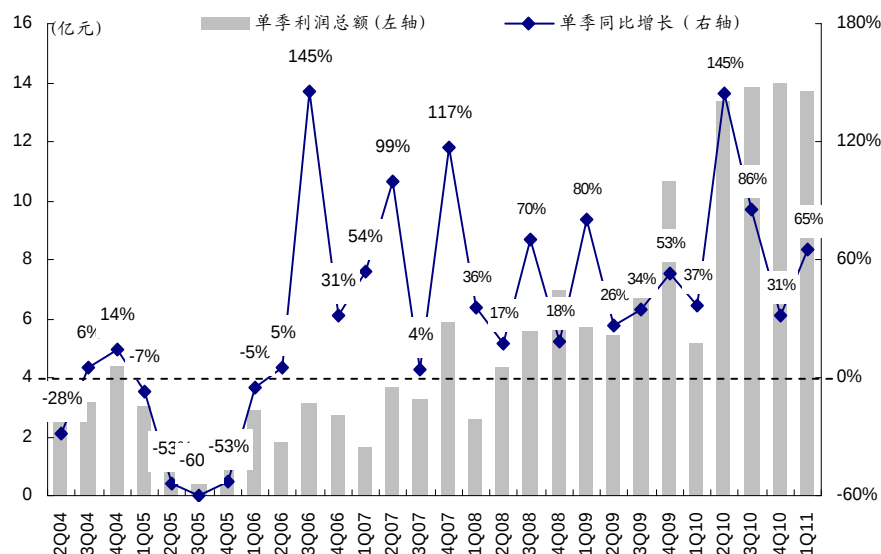
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 13：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，中药饮片累计实现利润总额 13.7 亿元，同比增长 65%；

1~3 月毛利率较 2010 下降 1.5pp，税前利润率较 2010 年持平。

1~3 月资产负债率较 2010 年下降 0.9pp。



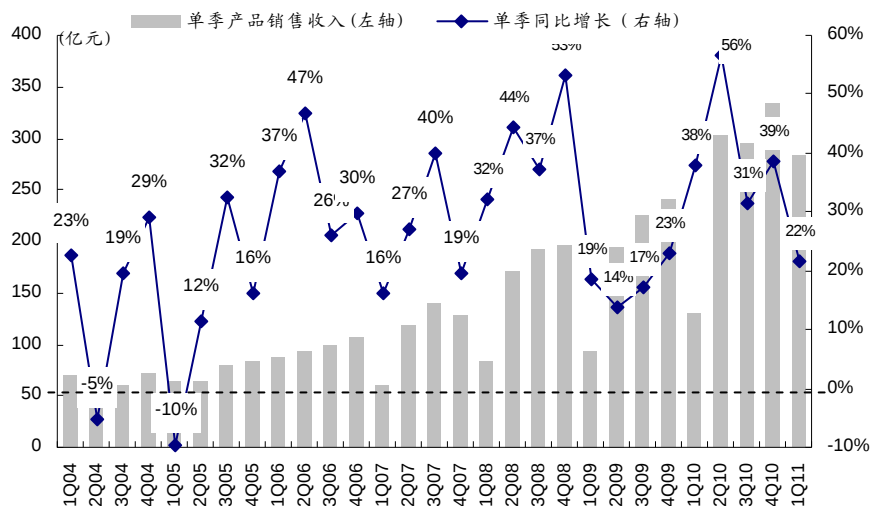
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

生物和生化药品

图表 14：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，生物制品累计实现收入 283 亿元，同比增长 22%，较 2010 年下滑明显，主要因为去年血液制品紧张和疫苗需求较大

1~2 月出口交货值同比增长 10%，增速明显下滑。



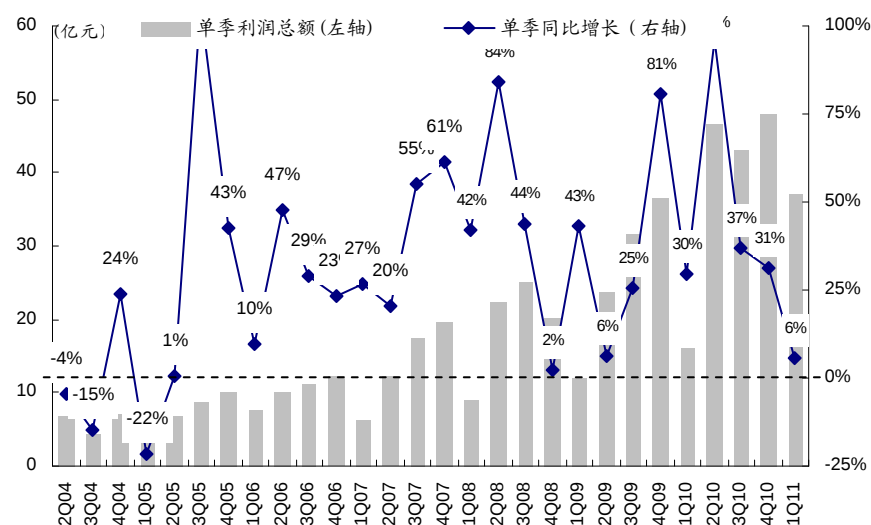
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 15：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，生物制品累计实现利润总额 37.2 亿元，同比增长 5.7%。

1~3 月毛利率较 2010 年提升 1.1pp，税前利润率则下滑明显。

1~3 月资产负债率较 2010 年下降 5.4pp 至 34.9%。



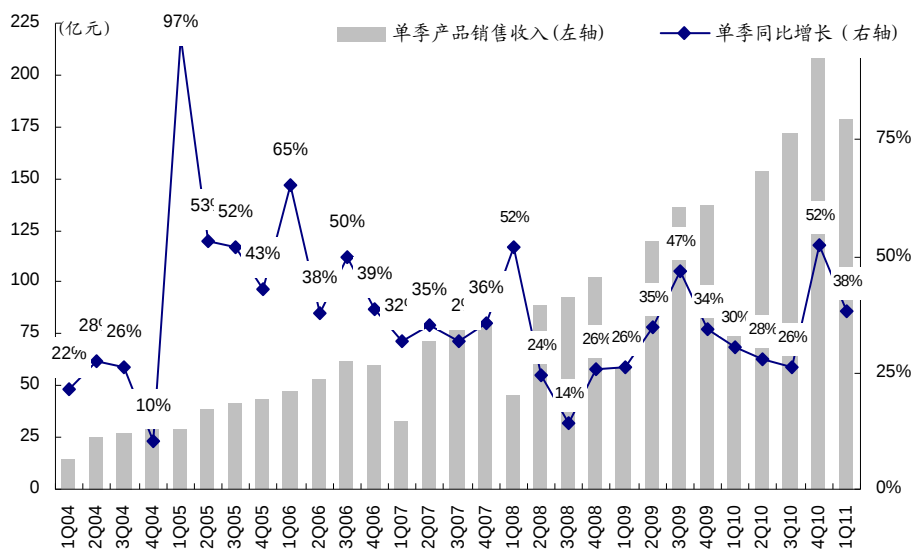
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

卫生材料及医药用品

图表 16：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，卫生材料累计实现收入 179 亿元，同比增长 38%；较 2010 年全年提升明显

1~2 月出口交货值同比增长达到 38%，出口加速。



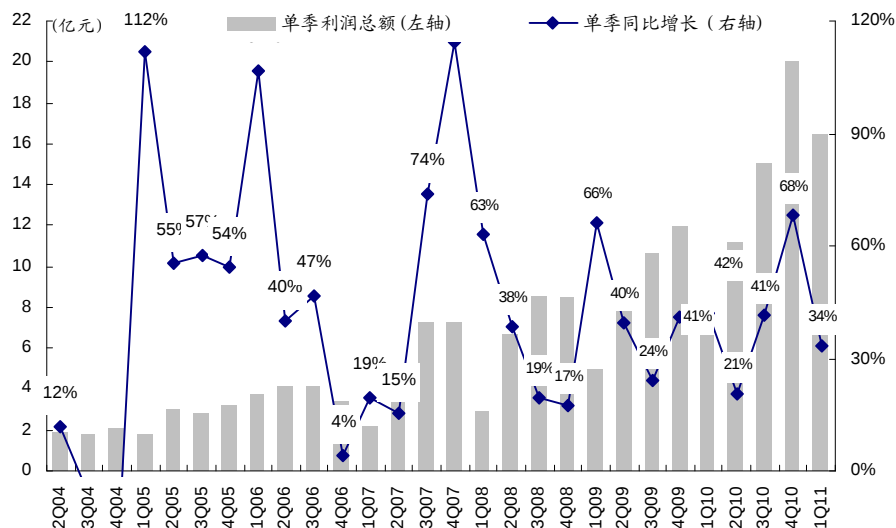
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 17：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，卫生材料累计实现利润总额 16.4 亿元，同比增长 34%。

1~3 月毛利率较 2010 年提升 3.3pp。税前利润率环比持平

1~3 月资产负债率环比持平。

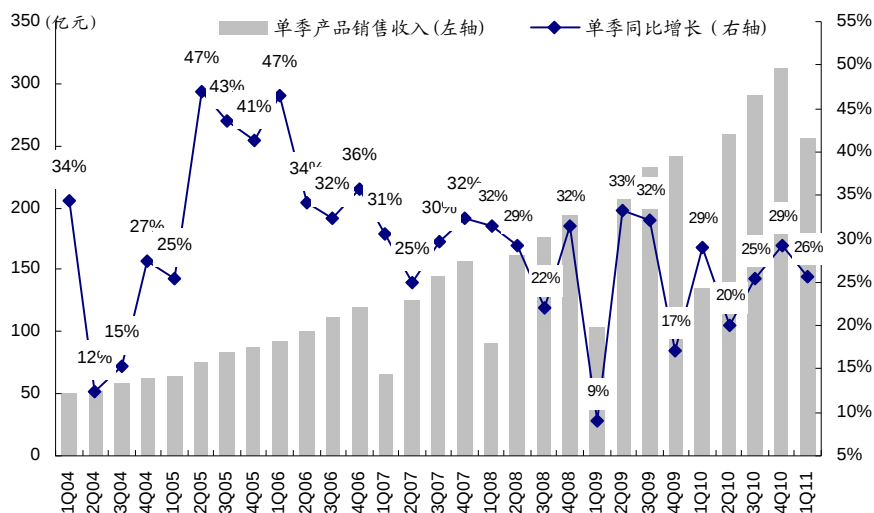


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

医疗器械

图表 18：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，医疗器械累计实现收入 256 亿元，同比增长 26%。较 2010 年增速小幅上升。



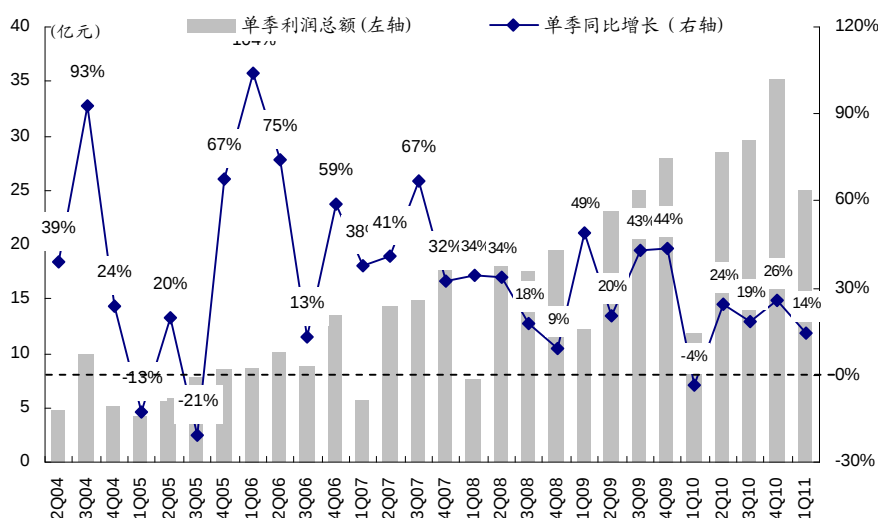
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

2011 年 1-3 月，医疗器械累计实现利润总额 25 亿元，同比增长 14.2%。

1~3 月毛利率环比小幅回升。

1~11 月资产负债率下降 2pp。

图表 19：单季度利润完成情况

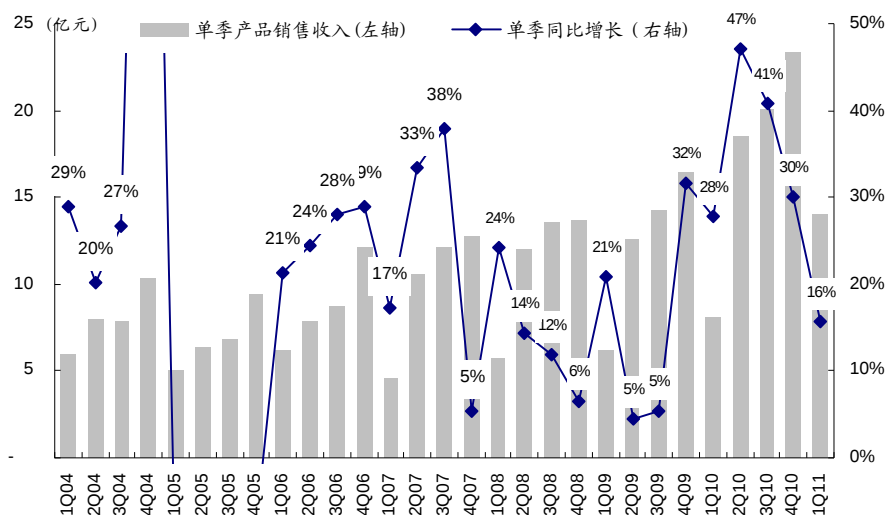


资料来源：国家统计局，中金公司研究部

制药机械

图表 20：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，制药机械累计实现收入 14 亿元，同比增长 16%，单季度同比增速下降明显。



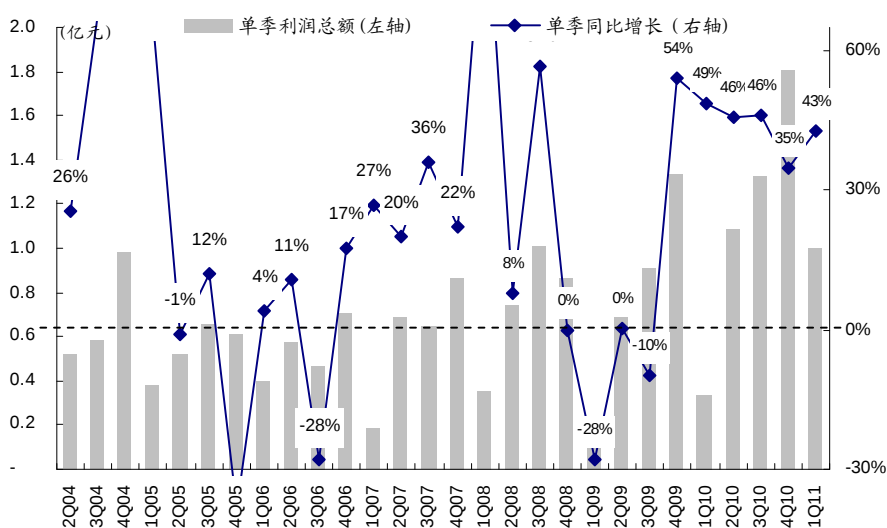
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 21：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，制药机械累计实现利润总额 1 亿元，同比增长 43%，

1~11 月毛利率环比上升 1pp。

1~11 月资产负债率小幅下降 1.7pp。



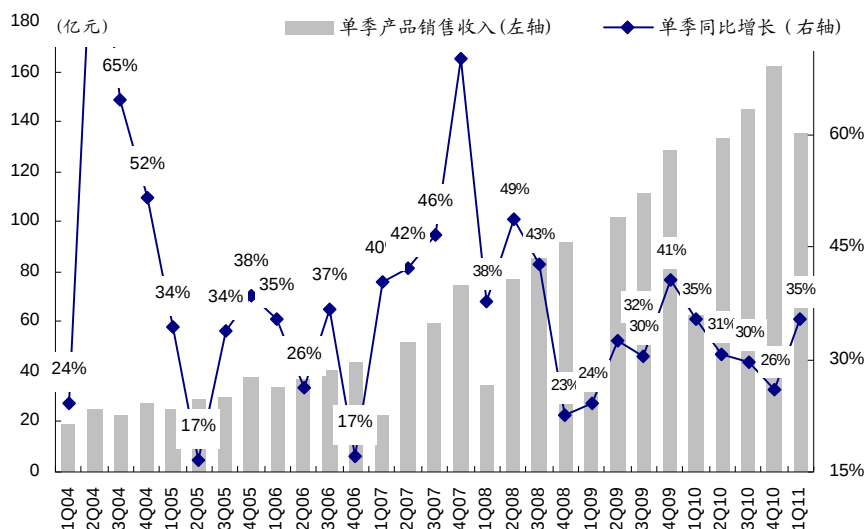
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

兽用药品

图表 22：单季度收入完成情况

2011 年 1-3 月，兽用药品累计实现收入 135 亿元，同比增长 35%，增速大幅提升。

1~2 月出口交货值同比增长 26%，增速较 2010 年下滑明显。



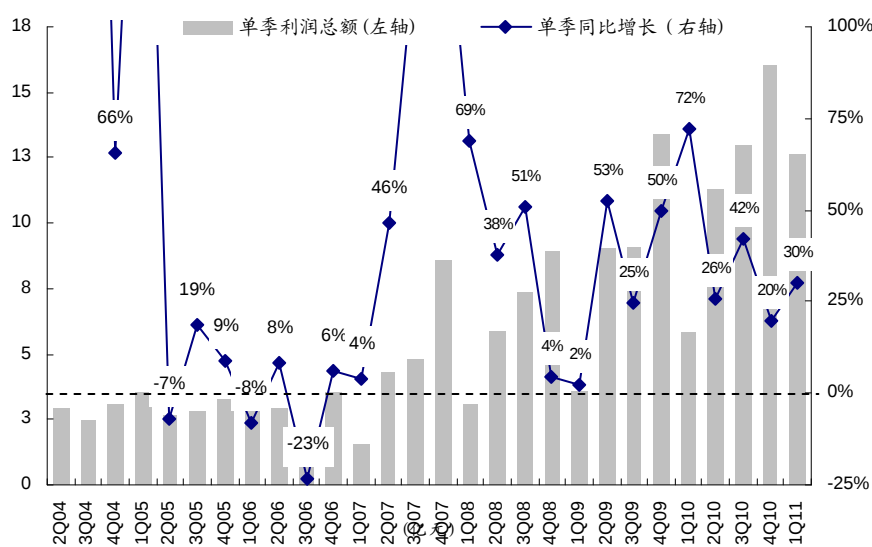
资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 23：单季度利润完成情况

2011 年 1-3 月，兽用药品累计实现利润总额 12.6 亿元，同比增长 30%，较 2010 年增速下滑明显。

1~3 月毛利率较 2010 年提升 1.4pp。税前利润率持平。

1~3 月资产负债率大幅下降 7pp 至 35%。



资料来源：国家统计局，中金公司研究部

图表 1: A 股医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为 WIND) (2011-4-29)

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
		2011-4-29	(百万元)	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2010A	2010A	2011E	LTM	2011E	2009-2012E
海正药业	600267	36.26	19,030	0.70	0.91	1.20	52x	40x	30x	28x	7	0.0%	14%	15%	7.1x	1.23	32%
华海药业	600521	16.32	7,325	0.21	0.57	0.78	78x	29x	21x	38x	26	0.0%	7%	7%	5.6x	1.00	29%
海翔药业	002099	23.03	3,696	0.53	0.88	1.20	43x	26x	19x	26x	19	0.9%	15%	19%	5.8x	0.31	85%
华邦制药	002004	43.95	5,801	1.00	0.98	1.19	44x	45x	37x	31x		0.0%	13%	14%	5.9x	6.15	7%
天药股份	600488	8.85	4,805	0.17	0.22	0.29	53x	40x	31x	31x	22	0.3%	5%	7%	3.0x	1.18	34%
浙江医药	600216	35.22	15,851	2.54	2.97	3.35	14x	12x	11x	11x	10	0.0%	36%	28%	4.1x	1.58	7%
新和成	002001	29.65	21,524	1.52	2.08	2.42	20x	14x	12x	15x		0.0%	25%	24%	4.5x	0.72	20%
海普瑞	002399	39.38	31,512	1.51	2.04	2.70	26x	19x	15x	23x	17	5.1%	0%	11%	3.9x	0.50	39%
华北制药	600812	13.09	13,464	0.24	0.58	0.89	56x	23x	15x	23x		0.0%	32%	38%	13.2x	0.24	94%
新华制药	000756	7.78	2,391	0.21	0.30	0.35	37x	26x	22x	11x		0.0%	0%	0%	2.1x	1.59	17%
大宗原料药——中值			5,207				52x	32x	22x	28x	21	0.0%	10%	12%	5.4x	0.69	43%
云南白药	000538	57.64	40,018	1.33	1.79	2.37	43x	32x	24x	38x	7	0.0%	21%	23%	9.1x	0.74	43%
同仁堂	600085	36.61	19,067	0.66	0.77	0.94	56x	48x	39x	30x	6	0.0%	11%	12%	5.9x	2.59	18%
广州药业	600332	17.29	10,218	0.33	0.43	0.52	52x	40x	33x	24x	3	0.0%	8%	10%	4.0x	1.39	29%
东阿阿胶	000423	45.01	29,438	0.89	1.52	1.86	51x	30x	24x	40x	13	0.0%	21%	45%	10.7x	0.50	59%
片仔癀	600436	61.66	8,632	1.39	1.62	2.06	44x	38x	30x	34x	9	0.0%	18%	23%	8.2x	1.17	32%
康美药业	600518	13.64	29,990	0.34	0.55	0.81	40x	25x	17x	32x	114	0.0%	16%	3%	6.4x	0.44	56%
贵州百灵	002424	37.58	8,839	0.62	0.96	1.32	61x	39x	28x	54x	35	0.0%	18%	12%	4.8x	0.93	42%
中恒集团	600252	34.31	18,729	0.77	1.76	2.27	45x	19x	15x	33x	16	0.0%	32%	41%	16.9x	0.11	177%
马应龙	600993	37.20	6,167	0.74	1.17	1.50	50x	32x	25x	38x	27	0.0%	15%	16%	6.0x	8.63	4%
中新药业	600329	13.34	7,194	0.40	0.47	0.60	34x	28x	22x	18x	18	0.0%	15%	14%	5.5x	1.72	16%
品牌中药——中值			8,781				50x	32x	25x	34x	16	0.0%	13%	12%	5.9x	0.97	36%
天士力	600535	37.82	19,531	0.87	1.37	1.39	43x	28x	27x	28x	9	0.0%	14%	29%	5.9x	0.56	49%
康缘药业	600557	15.97	6,638	0.45	0.60	0.82	35x	27x	19x	26x	21	0.0%	16%	17%	5.7x	1.08	25%
武汉健民	600976	18.86	2,893	0.47	0.61	0.73	40x	31x	26x	29x	23	0.0%	9%	12%	3.5x	0.81	38%
昆明制药	600422	12.35	3,880	0.27	0.43	0.68	45x	29x	18x	26x	19	1.2%	12%	16%	5.3x	0.56	52%
上海凯宝	300039	25.49	6,705	0.47	0.77	1.06	54x	33x	24x	46x	28	1.6%	8%	12%	5.4x	0.46	72%
桂林三金	002275	16.33	9,638	0.52	0.55	0.71	31x	30x	23x	29x		1.3%	15%	15%	4.0x		
仁和药业	000650	13.36	8,420	0.35	0.50	0.63	38x	27x	21x	27x	21	0.4%	23%	26%	9.6x	0.71	38%
江中药业	600750	26.64	8,289	0.84	1.04	1.35	32x	25x	20x	22x		0.0%	21%	19%	4.8x	0.94	27%
现代中药——中值			4,754				41x	29x	23x	29x	20	0.0%	13%	14%	4.8x	0.81	35%
恒瑞医药	600276	30.80	34,624	0.64	0.84	1.11	48x	37x	28x	38x	8	0.3%	21%	15%	10.2x	1.96	19%
科伦药业	002422	62.56	30,029	1.38	4.29	5.54	45x	15x	11x	36x	24	0.8%	6%	10%	4.3x	0.12	119%
华东医药	000963	25.40	11,025	0.73	0.95	1.22	35x	27x	21x	21x	16	0.0%	26%	27%	9.7x	6.09	4%
康芝药业	300086	20.32	4,064	0.70	0.74	1.00	29x	27x	20x	26x	23	1.5%	26%	9%	1.1x	1.16	24%
仙琚制药	002332	15.98	5,456	0.35	0.47	0.70	45x	34x	23x	29x	21	0.0%	11%	14%	4.9x	1.00	34%
誉衡药业	002437	27.36	7,661	0.55	0.88	1.20	50x	31x	23x	38x	25	1.8%	11%	11%	2.0x	0.82	38%
信立泰	002294	61.59	13,981	1.57	2.09	2.75	39x	30x	22x	34x	25	1.0%	19%	21%	7.5x	0.61	48%
化学制剂——中值			5,456				42x	30x	22x	30x	22	0.0%	15%	11%	4.3x	1.00	31%
双鹭药业	002038	34.66	13,152	0.72	1.63	2.21	48x	21x	16x	40x	8	0.7%	23%	25%	11.0x	0.36	59%
沃森生物	300142	97.13	9,713	1.54	2.48	3.71	63x	39x	26x	49x	34	0.0%	19%	13%	3.8x	0.49	80%
天坛生物	600161	19.29	9,943	0.34	0.49	0.55	57x	40x	35x	29x	20	0.5%	20%	18%	9.4x	4.51	9%
华兰生物	002007	35.60	20,513	1.06	1.41	1.83	33x	25x	19x	23x	19	0.0%	31%	28%	9.5x	1.60	16%
辽宁成大	600739	28.81	26,201	1.45	1.70	2.17	20x	17x	13x			0.0%	17%	17%	3.6x	2.25	8%
科华生物	002022	14.28	7,030	0.46	0.59	0.74	31x	24x	19x	24x	19	0.0%	27%	27%	7.8x	1.26	19%
智飞生物	300122	33.30	13,320	0.64	0.86	1.20	52x	39x	28x	43x	35	0.6%	19%	15%	6.2x	1.73	22%
生物制药——中值			7,158				44x	28x	25x	29x	20	0.0%	19%	17%	6.3x	0.91	32%
爱尔眼科	300015	34.30	9,158	0.45	0.66	0.99	76x	52x	35x	36x	32	0.0%	10%	12%	7.2x	1.38	38%
通策医疗	600763	18.11	2,903	0.31	0.42	0.58	58x	43x	31x	40x	30	0.0%	19%	21%	11.7x	0.57	75%
医疗服务——中值			6,031				67x	47x	33x	38x	31	0.0%	14%	17%	9.4x	0.98	56%
鱼跃医疗	002223	40.35	10,313	0.63	0.98	1.36	64x	41x	30x	51x	30	0.0%	18%	24%	11.8x	0.72	57%
乐普医疗	300003	22.40	18,189	0.51	0.67	0.87	44x	33x	26x	39x	30	1.1%	20%	22%	8.8x	0.91	37%
新华医疗	600587	31.26	4,201	0.45	0.59	0.64	70x	53x	49x	46x	33	0.0%	9%	13%	6.0x	1.35	39%
山东药玻	600529	15.00	3,861	0.67	0.91	1.14	23x	16x	13x	14x	12	0.0%	11%	11%	2.2x	0.60	27%
万东医疗	600055	14.97	3,240	0.19	0.27	0.35	77x	56x	42x	51x	47	0.0%	9%	9%	5.6x		-8%
医疗器械——中值			4,031				65x	42x	30x	48x	31	0.0%	11%	12%	5.1x	1.06	37%
丽珠集团	000513	33.21	8,255	1.41	1.75	2.00	23x	19x	17x	13x	10	0.0%	17%	16%	3.9x	5.18	4%
哈药股份	600664	19.12	23,747	0.91	1.05	1.22	21x	18x	16x	15x	15	0.0%	17%	17%	3.6x	1.16	16%
复星医药	600196	11.51	21,920	0.45	0.64	0.83	25x	18x	14x	19x		0.0%	13%	14%	2.6x	0.60	-30%
双鹤药业	600062	23.96	13,698	0.91	1.17	1.42	26x	21x	17x	18x	15	0.0%	14%	15%	3.5x	1.17	18%
三九医药	000999	20.14	19,715	0.83	1.05	1.29	24x	19x	16x	17x	15	0.0%	20%	20%	4.7x	0.95	20%
双鹤药业	600062	23.96	13,698	0.91	1.17	1.42	26x	21x	17x	18x	15	0.0%	14%	15%	3.5x	1.17	18%
综合性制药企业——中值			11,994				24x	19x	17x	18x	15	0.0%	16%	16%	3.7x	0.91	21%
国药股份	600511	17.89	8,566	0.65	0.90	1.12	28x	20x	16x	21x	7	0.0%	24%	31%	6.6x	0.52	38%
上海医药	601607	19.92	39,693	0.69	0.92	1.12	29x	22x	18x	18x	4	0.0%	15%	16%	4.3x	0.10	225%
九州通	600998	13.03	18,509	0.26	0.38	0.51	50x	34x	26x	36x	29	0.0%	13%	13%	7.8x	0.96	35%
南京医药	600713	12.49	4,331	0.12	0.15	0.20	102x	85x	61x	40x	41	0.0%	4%	4%	4.2x	17.55	5%
一致药业	000028	28.90	7,729	0.91	1.16	1.51	32x	25x	19x	20x	19	0.0%	24%	24%	7.9x	0.78	32%
医药商业——中值			5,872				54x	34x	32x	38x	15	0.0%	6%	2%	5.6x	0.96	29%
全行业——中值			6,547				44x	31x	24x	30x	21	0.0%	13%	14%	5.1x	0.94	35%

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

图表 2: 全球医药公司估值 (绿色背景背景为中金预测, 其他均为 WIND) (2011-4-27)

Company 2011-4-27	Stock price	Market cap	2010A	P/E 2011E	2012E	EV / EBITDA			P/B LTM	Div. Yield LTM	ROE LTM	2011E PEG	Growth Rate 2009-2012
						2009A	2010A	2011E					
欧美市场													
大型跨国研发类医药公司													
Johnson & Johnson	65.57	179,681	13.7x	13.2x	12.5x	8.6x	8.7x	8.2x	3.2x	2.5%	0%	2.22x	6%
Roche Holding AG	136.80	135,025	13.5x	10.3x	9.4x	9.2x	8.2x	7.5x	12.3x	4.8%	84%	0.60x	17%
Pfizer Inc.	20.63	164,859	20.2x	9.4x	9.2x	8.6x	7.1x	5.9x	1.9x	3.5%	9%	0.42x	23%
Novartis AG	50.90	141,527	11.9x	9.2x	9.0x	13.1x	10.8x	9.2x	1.8x	4.6%	16%	0.60x	15%
Merck & Co. Inc.	35.63	109,850	127.3x	9.7x	9.3x	13.8x	7.5x	6.2x	2.0x	4.3%	2%	NA	-12%
Sanofi-Aventis	53.26	101,888	12.7x	7.9x	8.5x	6.2x	6.2x	5.5x	1.3x	4.7%	11%	0.49x	16%
GlaxoSmithKline plc	12.87	107,514	40.3x	11.2x	10.4x	7.0x	7.2x	7.2x	7.2x	3.9%	19%	2.47x	5%
Abbott Laboratories	52.18	80,753	17.6x	11.3x	10.5x	11.0x	9.8x	8.3x	3.6x	2.5%	0%	1.09x	10%
AstraZeneca plc	30.98	70,857	5.6x	4.5x	5.0x	4.6x	4.3x	4.7x	1.9x	8.2%	37%	0.77x	6%
Bayer AG	57.53	69,711	36.6x	12.8x	11.4x	9.9x	9.2x	7.4x	2.5x	2.6%	7%	0.29x	44%
Bristol-Myers Squibb	28.28	48,208	15.8x	13.0x	13.9x	7.4x	6.7x	6.4x	3.1x	4.6%	30%	NA	-27%
Eli Lilly & Co.	37.23	43,100	8.1x	8.7x	10.1x	5.6x	5.3x	6.0x	3.3x	5.3%	0%	NA	-2%
Takeda Pharmaceutical	3890	37,133	10.3x	12.4x	11.5x	4.8x	5.0x	4.7x	1.5x	4.6%	12%	2.38x	5%
Average			27.9x	10.0x	9.9x	8.4x	7.2x	6.5x	2.7x	4.4%	13%	1.1x	7.4%
Median			15.8x	9.7x	10.1x	7.4x	7.1x	6.2x	2.0x	4.6%	11%	0.7x	5.9%
世界主要的非专利药生产商													
Average			27.2x	17.0x	14.8x	16.0x	14.3x	10.5x	4.4x	0.7%	12%	6.1x	31.3%
Median			25.4x	18.3x	15.5x	16.1x	12.2x	10.0x	3.1x	0.1%	8%	0.9x	32.0%
世界主要医疗器械企业													
Average			21.9x	17.6x	15.2x	11.9x	10.9x	9.3x	3.3x	1.1%	16%	3.1x	16.8%
Median			20.0x	16.2x	14.7x	9.9x	9.5x	8.8x	2.8x	1.2%	12%	1.1x	16.0%
世界主要医药分销商													
Average			24.1x	20.8x	13.7x	8.2x	7.4x	6.7x	2.0x	1.8%	12%	6.1x	13.3%
Median			18.9x	17.4x	14.7x	10.2x	9.3x	8.3x	2.7x	1.7%	14%	1.7x	11.8%
世界主要的生物制药企业													
Amgen	56.82	53,016	11.9x	11.0x	10.1x	7.3x	7.3x	7.2x	2.1x	0.0%	19%	1.45x	8%
Gilead Sciences	39.89	31,572	12.0x	10.1x	8.8x	NA	6.6x	6.6x	5.1x	0.0%	39%	0.58x	17%
Celgene Corporation	59.00	27,429	31.4x	17.4x	14.5x	NA	19.6x	12.9x	4.6x	0.0%	17%	0.50x	35%
Actelion LTD-REG	50.60	6,852	15.7x	14.9x	12.7x	11.7x	9.8x	9.5x	3.4x	1.6%	24%	0.91x	16%
Biogen Idec	99.49	24,040	25.3x	16.9x	16.2x	14.0x	12.5x	10.2x	4.3x	0.0%	17%	0.75x	22%
Genzyme	0.00	-	0.0x	0.0x	0.0x	NA	0.0x	0.0x	0.0x	0.0%	0%	0.00x	47%
CSL limited/AU	35.41	20,283	19.1x	19.4x	16.8x	16.5x	15.6x	13.1x	4.9x	2.3%	23%	6.16x	3%
Average			16.5x	12.8x	11.3x	12.4x	10.2x	9.9x	3.5x	0.6%	20%	1.5x	21.3%
Median			15.7x	14.9x	12.7x	12.8x	9.8x	9.8x	4.3x	0.0%	19%	0.8x	17.3%
日本主要的制药企业													
Average			18.6x	16.9x	15.7x	8.3x	7.2x	6.6x	1.5x	3.0%	9.1%	4.21x	21.5%
Median			20.5x	16.7x	16.4x	8.5x	7.0x	6.3x	1.4x	2.9%	9.6%	2.38x	16.3%
香港市场主要的制药企业													
国药控股	27.60	8,045	42.5x	28.8x	24.1x	25.3x	19.3x	14.4x	4.5x	0.6%	13%	0.88x	33%
山东威高	22.30	6,178	48.5x	36.6x	34.8x	68.5x	55.4x	38.2x	11.2x	0.3%	24%	1.51x	24%
广州药业	9.26	1,876	24.4x	18.2x	17.6x			35.3x		0.5%	8%	18.16x	
中国制药	4.65	917	9.3x	12.2x	10.9x	4.6x	4.7x	5.7x	1.2x	5.2%	14%	NA	-12%
同仁堂科技	9.35	708	7.8x	6.6x	5.8x	16.5x	14.1x	NA	3.0x	1.7%	13%	0.10x	67%
创生控股	3.40	339	21.3x	21.3x	14.8x	15.3x	10.8x	8.6x	NA	1.1%	18%	0.9x	24%
四环医药	5.02	3,352	39.2x	25.2x	23.0x	38.5x	25.3x	16.4x	3.3x	7.4%	13%	NA	-35%
神威药业	19.02	2,025	17.1x	13.8x	13.2x	16.3x	12.0x	9.7x	4.1x	1.2%	28%	1.24x	11%
中国生物制药	2.83	1,805	27.6x	22.1x	18.0x	15.0x	12.8x	9.0x	3.8x	2.8%	23%	1.03x	21%
联邦制药	14.10	2,362	19.6x	16.3x	12.5x	18.1x	12.2x	11.3x	3.6x	0.0%	23%	0.46x	36%
微创医疗	5.95	1,104	28.0x	24.0x	22.7x	21.3x	17.0x	14.2x	3.7x	0.7%	20%	1.8x	13%
康哲药业	8.25	1,368	35.4x	26.5x	165.0x	43.3x	31.5x	23.3x	6.1x	0.2%	24%	NA	-33%
Average			23.2x	19.0x	24.4x	21.3x	16.7x	14.6x	3.5x	1.4%	16.4%	2.06x	20.1%
Median			19.6x	18.2x	13.2x	15.3x	12.2x	10.9x	3.3x	0.6%	15.3%	0.84x	22.8%
美国市场主要的中国制药企业													
迈瑞医疗	26.49	3,098	19.6x	17.2x	14.7x	15.8x	14.6x	11.3x	3.1x	1.1%	19%	1.13x	15%
康辉医疗	18.56	423	28.1x	23.2x	19.5x	26.1x	18.7x	14.7x	2.9x	0.0%	14%	0.94x	25%
泰和诚医疗	5.50	265	14.4x	11.7x	8.0x	6.3x	5.8x	3.6x	0.8x	0.0%	6%	0.55x	21%
药明康德	17.69	1,240	17.2x	15.8x	13.6x	14.8x	11.8x	9.2x	3.2x	0.0%	27%	0.71x	22%
海王星辰	3.63	377	106.8x	45.8x	46.5x	8.0x	11.5x	14.9x	1.6x	0.0%	1%	NA	-26%
先声药业	13.31	731	32.7x	23.9x	19.0x	20.2x	17.0x	13.9x	2.5x	0.0%	9%	0.20x	118%
Average			47.7x	23.3x	21.0x	15.3x	10.2x	11.0x	2.1x	0.1%	8.8%	0.55x	25.4%
Median			29.1x	23.2x	18.4x	15.8x	11.8x	11.3x	2.1x	0.0%	8.6%	0.55x	21.8%

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。

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