

推荐 (维持)

医药板块2011年上半年运营分析

2011年9月8日

2季度增速略有加快，毛利率环比略有提升

上证指数 2516

行业规模

		占比%
股票家数 (只)	149	7.5
总市值 (亿元)	10672	4.5
流通市值 (亿元)	8340	4.5

行业指数

%	1m	6m	12m
绝对表现	5.6	3.3	16.3
相对表现	10.7	16.8	20.3



相关报告

- 1、医药行业 2011 年中期投资策略——行业具有长期配置价值，建议逐步加强配置 2011/6/8
- 2、招商基药终端数据第二期——基药制度实施前后基层用药结构分析 2010/10/11
- 3、基本药物实证深度研究：由点及面，从安徽招投标看基本药物放量拐点 2010/9/7

李珊珊, CPA

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

徐列海

0755-83271609
xuliehai@cmschina.com.cn
S1090511080001

研究助理:

廖星昊, CIIA

0755-83271617
liaoxh@cmschina.com.cn

我们对子行业进行重新划分，分析 145 家上市公司上半年的经营情况。整体 2 季度增速略有加快，毛利率环比有所提升，板块负债率低、现金充裕，但经营性现金表现较差。医疗服务、中药、器械与装备等子行业增长较为突出。

- 现在市场上用于分析板块增长、盈利的数据较多使用 wind 的板块数据，但我们认为该数据存在公司划分不准确、基期数据不一致（新上市公司较多）、跨行业公司较多等明显不足，我们针对上述情况做相应调整，分析了医药板块 2011 年上半年的经营情况、并单独分析了中药注射剂的增长情况。
- 2 季度增速有所增快，毛利率环比提升：上半年收入、净利润同比增长 19.5%，净利润 20.7%，其中 Q2 同比分别增长了 19.3% 和 21%，Q2 利润增速略有提升。受原材料价格上涨、人力成本价格上升以及产品价格下降影响，毛利率同比下降 1.7 个百分点至 27.7%，但 Q2 毛利率环比提升了 0.4 个百分点。
- 板块现金丰富，但经营性现金流不容乐观：期末现金占总资产的比重达 29.4%，经营活动产生现金净额/净利润的比重由 09 年的 1.09 倍下降到 10 年的 0.76 倍和 11 年上半年的 0.38 倍，主要是由于存货周转、应收款项周转的下降所引起的，高现金主要是由于筹资活动所引起。
- 子行业方面：医疗服务、中药、器械与装备、商业、化学制剂、生物制品、化学原料药上半年收入同比增长了 48.6%、23.9%、33.3%、23.9%、13.6%、15% 和 9.1%，归属于母公司净利润同比分别增长了 49.3%、30.5%、26.8%、54.7%、22.6%、9.2% 和 -8.5%，除了医疗服务以外毛利率均有所下降。
- 中药注射剂成长性、盈利性突出：上半年中药注射剂收入、净利润同比分别增长了 28.9% 和 63.1%，09~10 年净利润同比分别增长了 28.7% 和 49.5%，增长速度高于中药板块整体；近年毛利率为 64~71%、净利率 16~25%，远高于中药板块 40~45% 的毛利率水平、10~12% 的净利率水平。
- 具体公司方面：上半年利润增速超过 50% 的 30 家、30%~50% 的 24 家、0~30% 的 60 家、负增长 41 家。净利润增速较快的公司包括双鹭药业 159%、中恒集团 159%、贵州百灵 99%、天士力 84%、昆明制药 74%、上海医药 66%、科伦药业 58%、爱尔眼科 53%、海正药业 53%、鱼跃医疗 50%、沃森生物 48%、东阿阿胶 47%、康美药业 41%、东富龙 38%、一致药业 38%、恩华药业 36%、人福医药 34%、云南白药 31%、瑞康医药 31%。

□ 主要风险是经营现金流较差。

重点公司主要财务指标

	股价	10EPS	11EPS	12EPS	10PE	11PE	PB	评级
东阿阿胶	43.9	0.89	1.37	1.88	49.3	32.0	9.6	强烈推荐-A
贵州百灵	18.9	0.34	0.68	0.97	55.6	27.8	5.0	强烈推荐-A
东富龙	45.4	0.89	1.4	1.85	51.0	32.4	3.8	强烈推荐-A
千金药业	12.7	0.28	0.41	0.57	45.3	31.0	4.4	强烈推荐-A
誉衡药业	25.0	0.55	0.72	0.97	45.5	34.7	3.3	强烈推荐-A
鱼跃医疗	25.9	0.39	0.61	0.94	66.3	42.4	10.6	强烈推荐-A
爱尔眼科	35.9	0.45	0.65	0.91	79.8	55.3	7.6	强烈推荐-A
康美药业	14.9	0.34	0.47	0.67	44.2	31.8	3.8	强烈推荐-A

资料来源：招商证券

现在市场上用于分析板块增长、盈利的数据较多使用 wind 的板块数据，但我们认为该数据存在明显不足，包括：

- 1、对板块的划分不够准确，部分主业已经变更的公司仍划分在医药板块，ST、*ST 等公司也包括在统计范围中；
- 2、部分公司横跨多个子行业，有些公司大规模的非医药主业收入贡献，都未做适当调整；
- 3、基期不一致，由于近年医药板块新上市公司较多，部分新上市公司披露的季报数据不完整，导致板块汇总数存在基期不一致的情况。

对此，我们从 wind 直接导出原始数据，对板块重新进行划分。我们的分析范围一共包括 145 家上市公司，其中中药及饮片 51 家、化学制剂 26 家、化学原料药 22 家、生物制品 19 家、医疗器械及装备 13 家、医药商业 11 家、医疗服务 3 家。

- 1、剔除主业已经变更、ST 及 *ST 公司、调整部分规模较大的非医药主业贡献；
- 2、对部分规模较大的跨行业公司如上海医药、云南白药收入进行拆分；
- 3、不包含中牧股份、金宇集团等动物疫苗企业；
- 4、保持基期数据的一致性，力争能够更加真实的反应医药板块的运营状况。

此外，我们也分析了中恒集团、昆明制药、金陵药业、红日药业、振东制药、誉衡药业、康缘药业、上海凯宝以及益佰制药等 9 家中药注射剂生产企业的运营情况，其中中恒集团使用合并报表、其余 8 家企业使用母公司报表分析（因此 8 家企业注射剂产品在母公司生产）。

我们后续将持续按照此划分对行业季度数据进行跟踪。

表 1：对子行业的重新划分

子行业	具体公司
中药以及中药饮片 51 家	东阿阿胶、云南白药、紫光古汉、仁和药业、金陵药业、九芝堂、华润三九、沃华生物、紫鑫药业、莱茵生物、独一味、桂林三金、奇正藏药、众生制药、信邦制药、汉森制药、贵州百灵、太安堂、益盛制药、以岭药业、上海凯宝、福瑞药业、香雪制药、振东制药、佐利药业、同仁堂、太极集团、西藏药业、太龙药业、羚锐制药、中新药业、广州药业、亚宝药业、片仔癀、迪康药业、康美药业、千金药业、康缘药业、天士力、康恩贝、益佰制药、上海辅仁、江中药业、昆明制药、武汉健民、马应龙、中恒集团、华神集团、嘉应制药、永生投资、精华制药
化学制剂药 26 家	人福医药、仟源制药、丰原药业、丽珠集团、白云山、海南海药、华邦制药、恩华药业、亚太药业、力生制药、科伦药业、誉衡药业、莱美药业、北陆药业、红日药业、康制药业、华仁药业、福安药业、翰宇药业、双鹤药业、恒瑞医药、美罗药业、联环药业、哈药股份、信立泰、三精制药
化学原料药 22 家	健康元、东北制药、普洛股份、新华制药、西南药业、广济药业、新和成、鑫富药业、京新药业、海翔药业、仙居药业、永安药业、金城医药、浙江医药、天方药业、海正药业、现代制药、西南合成、天药股份、华北制药、鲁抗制药、华海药业
生物制品 18 家	常山药业、海王生物、长春高新、华兰生物、科华生物、达安基因、双鹭药业、上海莱士、千红制药、海普瑞、安科生物、智飞生物、沃森生物、舒泰神、东宝生物、天坛生物、复星医药、升华拜克
医疗器械和装备 13 家	鱼跃医疗、九安医疗、尚荣医疗、乐普医疗、阳普医疗、东富龙、理邦仪器、千山药机、冠昊生物、宝莱特、万东医疗、山东药玻、新华医疗
医药商业 11 家	英特集团、一致药业、桐君阁、浙江震元、华东医药、瑞康医药、国药股份、南京医药、第一医药、上海医药、九州通
医疗服务 3 家	爱尔眼科、通策医疗、迪安诊断
中药注射剂 9 家	中恒集团使用合并报表；昆明制药、金陵药业、红日药业、振东制药、誉衡药业、康缘药业、上海凯宝以及益佰制药等 8 家企业使用母公司报表

资料来源：招商证券研究

一、板块 2011 年上半年运营分析

医药板块（指我们分析的 144 家上市公司，下同）上半年实现收入 1872 亿元，同比增长 19.5%，净利润 174 亿元，同比增长 20.7%。受原材料价格上涨、人力成本价格上升以及产品价格下降影响，毛利率同比下降 1.7 个百分点至 27.7%；三项期间费用率均有所下降，由于上半年企业尚未获得高新技术企业，暂按 25%预缴所得税，实际所得税率 16.5%，同比略微提升 0.8 个百分点，净利率同比基本持平，为 9.9%。

2 季度毛利率环比提升：2 季度单季度实现收入、净利润 956 亿元、90 亿元，同比分别增长了 19.3%和 21%，净利润增速较 1 季度的 20.4%略有提升。毛利率尽管同比下降，但环比提升了 0.4 个百分点，三项期间费用环比持平，净利率环比提升了 0.3 个百分点至 10.1%。

表 2：医药板块利润表及盈利能力分析

(亿元)	08A	09A	10A	10H	11H	11Q2	11Q1
一、营业总收入	2,229	2,612	3,229	1,566	1,872	956	915
营业收入	2,229	2,612	3,229	1,566	1,872	956	915
二、营业总成本	2,048	2,371	2,917	1,404	1,694	865	829
营业成本	1,598	1,851	2,280	1,105	1,354	690	664
利息支出	0	0	0	0	0	0	0
营业税金及附加	12	14	17	8	11	6	5
销售费用	245	294	370	174	199	102	97
管理费用	143	169	213	98	111	57	54
财务费用	36	25	26	14	14	7	7
资产减值损失	14	18	11	4	6	4	2
三、其他经营收益	9	48	31	16	38	20	17
公允价值变动净收益	-12	5	0	-1	0	0	0
投资净收益	21	42	30	16	38	21	17
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	8	9	14	7	9	4	5
汇兑净收益	0	0	0	0	0	0	0
加：营业利润差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	0	0
营业利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	-1	-1	0
四、营业利润	189	288	343	178	215	111	104
加：营业外收入	22	19	26	8	11	5	5
减：营业外支出	9	7	10	3	3	1	1
其中：非流动资产处置净损失	3	2	4	1	0	0	0
五、利润总额	202	300	359	183	223	115	108
减：所得税	30	48	56	29	37	19	18
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0	0	0
加：净利润差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	0	0
净利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	0	0
六、净利润	172	253	303	154	186	97	90
减：少数股东损益	8	14	18	10	12	7	5
归属于母公司所有者的净利润	163	238	285	144	174	90	85
毛利率	28.3%	29.1%	29.4%	29.4%	27.7%	27.9%	27.5%
营业费率	11.0%	11.3%	11.5%	11.1%	10.6%	10.7%	10.6%
管理费费率	6.4%	6.5%	6.6%	6.3%	5.9%	5.9%	5.9%
财务费率	1.6%	1.0%	0.8%	0.9%	0.7%	0.7%	0.7%
实际所得税率	15.0%	15.9%	15.7%	15.7%	16.5%	16.3%	16.8%
净利率	7.7%	9.7%	9.4%	9.9%	9.9%	10.1%	9.8%
收入增长率		17.2%	23.6%	44.1%	19.5%	19.3%	19.8%

净利润增长率	47.2%	19.8%	55.9%	20.7%	21.9%	19.3%
归属于母公司净利润增长率	46.0%	19.5%		20.7%	21.0%	20.4%

资料来源: wind, 招商证券研究 (我们剔除了华北制药的医药物流业务收入)

板块现金丰富, 但经营性现金流不容乐观: 期末账上现金 1276 亿元, 占总资产的比重达 29.4%, 现金绝对值以及占资产比重近年均有较大幅度上升。经营活动产生现金净额/净利润的比重由 09 年的 1.09 倍下降到 10 年的 0.76 倍和 11 年上半年的 0.38 倍, 主要是由于存货周转、应收款项周转的下降所引起的 (详细数据请见表 3);

板块整体负债率较低, 财务压力小: 资产负债率近年一路下降, 由 08 年的 47.1% 下降至 2011 年上半年的 40.4%; 短期、长期借款以及应付债券等有息负债占总资产的比重也由 08 年的 19.7% 下降到 11 年上半年的 15.3%, 因此, 在整体宏观政策收缩、利率上升的背景下, 板块的财务费率一直保持下降;

筹资活动是增量现金的主要来源: 分析板块现金流量, 我们可以发现现金的增加主要来自于筹资活动, 筹资活动产生净现金/现金增加额由 09 年的 33% 提升至 10 年的 102% 以及 11 年上半年的 128%, 筹资活动的现金主要来自于 IPO 以及再融资, 特别是 IPO 的超募资金, 为板块提供了可观的现金流;

近年固定资产投资非常活跃: 我们从两个维度来分析: 1、固定资产、无形资产投资支付的现金近年均有较大幅度的增长, 09 年、10 年以及 11 年上半年分别增长了 16%、42% 和 38%, 我们大概可以推测近年固定资产 (含在建工程) 的增长幅度大概与此相近; 2、结合 BS 表和 CSAH 表补充资料来推算固定资产投资, 我们测算 09 年、10 年新增固定资产 (含在建工程) 大约为 313 亿元、445 亿元, 10 年上半年和 11 年上半年分别为 84 亿元和 97 亿元。我们认为固定资产投资的增长主要与药品市场的高增长以及市场对新版 GMP 的推行预期有关, 固定资产投资方面的增长数据在对东富龙、千山药机以及新华医疗等装备制造公司的投资具有重要意义。

具有现金优势的公司将更具竞争优势: 我们有理由相信, 非上市公司的经营现金流表现不会好于上市公司, 而上市公司具有平台优势, 在筹资方面具有绝对优势, 如果非上市公司的固定资产投资保持跟上市公司一样的节奏, 则非上市公司的现金压力可见一斑; 若非上市公司增量固定资产的投资, 则其满足新版 GMP 或者在未来的市场竞争中将处于劣势。我们认为, 在当前这种宏观经济环境下, 无论是通过新增固定资产投资、增加研发、营销投入, 或者通过外延式并购, 手握现金的公司更具有优势, 而这一类公司更多的是上市公司。

表 3: 医药板块资产负债表、负债及运营分析

(亿元)	08A	09A	10A	10H	11H		08A	09A	10A	10H	11H
流动资产:						流动负债:					
货币资金	411	632	1030	889	1276	短期借款	380	354	402	375	460
交易性金融资产	8	7	7	5	8	应付票据	130	149	174	148	174
应收票据	98	128	166	117	177	应付账款	248	291	386	352	461
应收账款	299	354	454	456	607	预收款项	41	60	72	54	61
预付款项	71	88	127	93	138	应付职工薪酬	26	29	35	30	31
应收利息	0	0	1	0	3	应交税费	26	31	37	28	33
其他应收款	50	40	57	53	72	应付利息	1	1	1	1	2
应收股利	2	0	0	1	3	应付股利	5	3	5	16	26
买入返售金融资产	0	0	0	0	0	其他应付款	87	104	130	123	143
存货	361	402	547	463	585	一年内到期的非流动负债	21	25	33	23	49
一年内到期的非流动资产	4	5	2	2	3	其他流动负债	4	10	13	13	22
待摊费用	0	0	0	0	0	流动负债差额(合计平衡项目)	-2	0	0	0	0
其他流动资产	1	2	15	3	12	流动负债合计	972	1058	1287	1163	1462
流动资产差额(特殊报表科目)	2	0	0	0	0	非流动负债:	0	0	0	0	0
流动资产差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0	长期借款	56	106	140	132	135
流动资产合计	1308	1659	2407	2084	2884	应付债券	6	13	23	13	70
可供出售金融资产	9	20	39	25	39	长期应付款	3	5	5	4	7
持有至到期投资	3	3	1	9	2	专项应付款	4	14	14	16	20
长期应收款	1	1	2	1	1	预计负债	1	1	2	1	2
长期股权投资	103	138	162	160	192	递延所得税负债	3	10	14	11	19
投资性房地产	20	23	25	27	23	递延收益-非流动负债	2	2	1	2	2
固定资产	538	577	664	599	681	其他非流动负债	8	18	32	19	37
在建工程	76	107	160	137	206	非流动负债合计	83	169	231	200	292
工程物资	5	3	4	3	9	负债合计	1055	1227	1518	1363	1754
固定资产清理	2	1	0	1	0	所有者权益(或股东权益):	0	0	0	0	0
生产性生物资产	0	0	0	0	0	实收资本(或股本)	369	411	496	458	572
无形资产	134	154	179	163	195	资本公积金	342	450	797	688	1024
开发支出	4	5	8	7	9	减: 库存股	0	0	0	0	3
商誉	16	18	31	21	57	盈余公积金	108	128	155	129	149
长期待摊费用	4	4	6	5	7	未分配利润	295	439	636	524	713
递延所得税资产	14	16	18	16	19	外币报表折算差额	-1	-1	-1	-1	-1
其他非流动资产	3	9	16	10	17	少数股东权益	73	84	122	108	134
非流动资产差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0	归属于母公司所有者权益合计	1113	1427	2083	1799	2454
非流动资产合计	933	1078	1316	1186	1458	所有者权益合计	1185	1511	2205	1907	2588
资产总计	2241	2737	3723	3270	4342	负债和所有者权益总计	2241	2737	3723	3270	4342
现金占总资产比重	18.4%	23.1%	27.7%	27.2%	29.4%						
资产负债率	47.1%	44.8%	40.8%	41.7%	40.4%						
短期、长期借款、应付债券/总资产	19.7%	17.2%	15.2%	15.9%	15.3%						
短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	41.9%	38.5%	37.2%	38.1%	37.9%						
总资产周转率		1.05	1.00	1.04	0.93						
应收票据周转率		23.06	21.95	25.51	21.80						
应收帐款周转率		7.99	7.99	7.73	7.05						
存货周转率		4.85	4.80	5.11	4.78						
应付帐款周转率(含票据)		6.39	6.46	6.67	6.26						

资料来源: wind, 招商证券研究(我们剔除了华北制药的医药物流业务收入)

表 4: 医药板块现金流量表及其分析

(亿元)	08A	09A	10A	10H	11H
一、经营活动产生的现金流量:					
销售商品、提供劳务收到的现金	2294	2689	3238	1571	1827
收到的税费返还	8	8	16	7	9
收到其他与经营活动有关的现金	121	152	125	74	70
经营活动现金流入小计	2424	2849	3379	1652	1907
购买商品、接受劳务支付的现金	1593	1835	2260	1103	1332
支付给职工以及为职工支付的现金	157	179	235	109	132
支付的各项税费	154	179	223	118	135
支付其他与经营活动有关的现金	324	381	430	221	237
经营活动现金流出小计	2228	2574	3148	1551	1836
经营活动产生的现金流量净额	196	275	231	100	71
二、投资活动产生的现金流量:					
收回投资收到的现金	69	64	88	42	44
取得投资收益收到的现金	8	11	15	7	8
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	16	11	16	6	8

敬请阅读末页的重要说明

处置子公司及其他营业单位收到的现金净额	3	7	4	3	3
收到其他与投资活动有关的现金	10	15	16	7	9
投资活动现金流入小计	105	108	140	65	72
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	124	144	204	88	121
投资支付的现金	73	78	125	55	50
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	12	12	36	23	34
支付其他与投资活动有关的现金	8	6	11	11	7
投资活动现金流出小计	217	240	376	177	212
投资活动产生的现金流量净额	-112	-132	-236	-112	-140
三、筹资活动产生的现金流量：					
吸收投资收到的现金	56	140	392	266	300
其中：子公司吸收少数股东投资收到的现金	2	2	6	2	3
取得借款收到的现金	595	698	661	334	390
收到其他与筹资活动有关的现金	39	49	56	29	42
发行债券收到的现金	14	6	10	0	55
筹资活动现金流入小计	704	893	1118	629	786
偿还债务支付的现金	593	687	598	296	348
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	74	85	100	62	79
其中：子公司支付给少数股东的股利、利润	4	4	5	2	3
支付其他与筹资活动有关的现金	49	52	52	24	41
筹资活动现金流出小计	717	824	750	382	467
筹资活动产生的现金流量净额	-13	69	368	247	319
四、汇率变动对现金的影响	-1	0	-1	0	-1
五、现金及现金等价物净增加额	71	212	361	235	249
期初现金及现金等价物余额	296	369	618	619	975
期末现金及现金等价物余额	367	581	980	854	1224
销售商品收到的现金/收入	1.03	1.03	1.00	1.00	0.98
经营活动产生的现金流量净额/净利润	1.14	1.09	0.76	0.65	0.38
固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		16%	42%		38%
固定资产的增加值（含在建工程）		313	445	84	97
经营活动产生净现金/现金增加额	277%	130%	64%	43%	29%
投资活动产生净现金/现金增加额	-158%	-63%	-65%	-48%	-56%
筹资活动产生净现金/现金增加额	-18%	33%	102%	105%	128%

资料来源：wind，招商证券研究（固定资产的增加值=（BS 表中期末固定资产-期初固定资产）+（BS 表期末在建工程-期初在建工程）+CASH 表补充资料的固定资产折旧初略代替）

二、各子板块经营分析

我们对各自板块的具体经营进行分析，由于各公司披露了分行业收入情况，我们调整对部分影响较大的公司（华东医药、上海医药、一致药业等）收入进行调整，但是利润不做调整。

成长性方面：医疗服务、中药、医疗器械与装备、医药商业、化学制剂、生物制品、化学原料药上半年收入同比分别增长了 48.6%、23.9%、33.3%、23.9%、13.6%、15% 和 9.1%，归属于母公司净利润同比分别增长了 49.3%、30.5%、26.8%、54.7%、22.6%、9.2%和-8.5%（详见表 5）。

上半年各子行业毛利率均有不同程度的下滑，其中化学原料药下滑 3.2 个百分点、生物制品下滑 3.2 个百分点、中药下滑 1.7 个百分点，下滑幅度较大。但从季度环比来看，这三个行业 Q2 单季度毛利率环比均有所改善。

运营方面：除了医疗服务子行业以外，各子行业存货、应收款项周转率均有不同程度下降（详见表 6），上半年医疗服务、中药、医疗器械与装备、医药商业、化学制剂、生物制品、化学原料药经营净现金流/净利润分别为 75%、50%、21%、-24%、36%、45% 和 73%，经营现金流表现不容乐观（详见表 7）。

表 5：各子行业盈利能力及成长性分析

		08A	09A	10A	10H	11H	11Q2	11Q1
化学原料药	毛利率	34.33%	33.23%	31.45%	31.34%	28.14%	28.38%	27.90%
	营业费率	6.79%	7.56%	7.71%	7.26%	7.32%	7.33%	7.31%
	管理费率	8.49%	9.07%	9.20%	8.13%	7.81%	7.99%	7.63%
	财务费率	3.51%	2.02%	1.87%	2.03%	1.44%	1.54%	1.34%
	实际所得税率	16.31%	16.71%	15.12%	15.44%	16.10%	16.40%	15.80%
	净利率	10.48%	10.67%	10.63%	11.28%	9.35%	9.42%	9.27%
	收入增长率		9.71%	14.96%		9.09%	7.81%	10.37%
	净利润增长率		11.65%	14.50%		-9.61%	-5.40%	-13.44%
	归属于母公司净利润增长率		5.58%	16.89%		-8.53%	-3.21%	-13.32%
化学制剂药	毛利率	40.16%	42.18%	42.74%	42.88%	41.81%	41.68%	41.95%
	营业费率	16.70%	17.66%	17.81%	17.71%	17.17%	16.95%	17.39%
	管理费率	9.59%	9.64%	9.59%	9.09%	8.66%	8.50%	8.82%
	财务费率	1.16%	0.70%	0.17%	0.41%	0.17%	0.12%	0.21%
	实际所得税率	16.26%	14.34%	14.71%	14.88%	15.51%	14.55%	16.48%
	净利率	9.86%	12.51%	12.96%	13.00%	13.63%	14.04%	13.23%
	收入增长率		13.53%	16.51%		15.29%		
	净利润增长率		44.00%	21.56%		22.74%	20.17%	25.53%
	归属于母公司净利润增长率		43.57%	21.42%		22.55%	19.89%	25.42%
中药	毛利率	41.76%	43.43%	43.76%	44.65%	42.98%	43.91%	41.97%
	营业费率	21.38%	21.82%	21.33%	21.40%	19.74%	19.99%	19.47%
	管理费率	7.49%	7.46%	7.35%	7.28%	6.83%	6.97%	6.67%
	财务费率	1.50%	0.90%	0.74%	0.78%	0.69%	0.59%	0.80%
	实际所得税率	13.42%	14.50%	14.48%	15.14%	15.16%	14.56%	15.77%
	净利率	9.84%	11.30%	12.29%	12.89%	13.63%	13.32%	13.97%
	收入增长率		18.55%	18.76%		23.88%	22.46%	25.47%
	净利润增长率		36.16%	29.20%		30.96%	22.83%	40.65%
	归属于母公司净利润增长率		35.70%	30.03%		30.53%	21.15%	41.77%
医药商业	毛利率	7.67%	7.57%	10.91%	11.04%	10.12%	9.82%	10.44%
	营业费率	3.09%	2.79%	4.45%	4.44%	3.92%	3.82%	4.03%
	管理费率	2.17%	2.12%	2.91%	2.94%	2.69%	2.60%	2.78%
	财务费率	0.77%	0.54%	0.65%	0.64%	0.74%	0.83%	0.65%
	实际所得税率	22.91%	22.57%	20.46%	17.79%	20.33%	19.90%	20.67%
	净利率	1.34%	1.66%	2.73%	3.04%	3.79%	3.28%	4.34%
	收入增长率		21.69%	34.68%		23.94%		
	净利润增长率		50.28%	117.49%		52.90%	48.60%	56.51%
	归属于母公司净利润增长率		49.51%	107.31%		54.70%	41.98%	64.78%
生物制品	毛利率	31.57%	38.01%	36.76%	36.42%	33.22%	34.19%	32.17%
	营业费率	9.15%	9.28%	9.10%	8.30%	9.64%	10.09%	9.16%
	管理费率	8.62%	8.62%	8.83%	7.68%	8.27%	8.24%	8.31%
	财务费率	2.38%	1.44%	1.11%	1.38%	1.08%	1.00%	1.16%
	实际所得税率	12.16%	16.76%	16.40%	16.49%	17.18%	18.24%	15.28%
	净利率	15.21%	28.90%	18.75%	20.94%	19.86%	24.14%	15.20%
	收入增长率		19.84%	28.67%		15.01%	12.21%	18.22%
	净利润增长率		127.70%	-16.51%		9.09%	32.88%	-16.67%
	归属于母公司净利润增长率		135.91%	-17.36%		9.22%	33.89%	-17.29%

医疗服务	毛利率	47.13%	49.13%	49.86%	49.89%	49.61%	49.04%	50.34%
	营业费率	8.44%	9.36%	9.62%	8.38%	9.59%	9.50%	9.70%
	管理费率	20.88%	20.33%	21.42%	22.64%	20.14%	20.10%	20.20%
	财务费率	1.06%	0.65%	-0.40%	0.12%	-0.03%	-0.08%	0.03%
	实际所得税率	24.02%	28.69%	28.58%	28.12%	27.19%	28.23%	25.94%
	净利率	10.42%	11.98%	14.06%	14.16%	14.23%	13.75%	14.84%
	收入增长率		39.97%	37.00%		48.62%	53.08%	43.34%
	净利润增长率		60.90%	60.73%		49.34%	52.39%	45.90%
	归属于母公司净利润增长率		58.22%	53.18%		49.28%	55.62%	42.41%
医疗器械与装备	毛利率	37.41%	40.89%	41.26%	43.40%	40.22%	40.62%	39.78%
	营业费率	11.04%	10.87%	11.02%	10.49%	9.78%	10.15%	9.36%
	管理费率	9.11%	9.97%	9.59%	10.36%	9.38%	9.59%	9.14%
	财务费率	0.71%	0.43%	-0.19%	0.04%	-0.73%	-0.94%	-0.51%
	实际所得税率	10.29%	13.04%	13.74%	14.56%	15.19%	14.07%	16.43%
	净利率	14.88%	17.42%	17.86%	18.98%	18.07%	18.19%	17.94%
	收入增长率		24.41%	30.66%		33.26%	27.17%	40.89%
	净利润增长率		45.62%	33.97%		26.86%	19.96%	35.80%
	归属于母公司净利润增长率		44.84%	34.36%		26.75%	20.27%	35.06%

资料来源: wind, 招商证券研究

表 6: 各子行业负债率及运营分析

		08A	09A	10A	10H	11H
化学原料药	现金占总资产比重	15.5%	18.9%	18.2%	19.2%	19.3%
	资产负债率	52.3%	49.6%	47.7%	49.3%	49.1%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	30.6%	26.3%	24.4%	25.5%	24.3%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	58.5%	53.0%	51.3%	51.7%	49.5%
	总资产周转率		0.77	0.77	0.81	0.76
	应收票据周转率		25.73	22.40	26.59	25.01
	应收帐款周转率		6.67	7.07	6.73	6.74
	存货周转率		5.44	5.70	6.10	5.63
化学制剂药	现金占总资产比重	15.8%	22.9%	31.5%	35.4%	28.9%
	资产负债率	40.0%	36.5%	29.0%	30.1%	29.8%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	16.2%	12.6%	7.4%	9.2%	7.0%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	40.4%	34.5%	25.4%	30.5%	23.5%
	总资产周转率		0.96	0.87	0.91	0.83
	应收票据周转率		11.72	11.77	13.97	12.61
	应收帐款周转率		7.03	7.00	6.89	6.57
	存货周转率		6.44	6.54	7.05	6.70
中药	现金占总资产比重	22.0%	27.8%	30.7%	29.0%	32.0%
	资产负债率	37.5%	35.9%	34.0%	34.5%	34.8%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	14.6%	13.4%	13.5%	13.7%	15.1%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	38.9%	37.3%	39.6%	39.7%	43.4%
	总资产周转率		0.83	0.79	0.78	0.75
	应收票据周转率		13.31	12.18	13.83	12.54
	应收帐款周转率		10.16	10.66	9.65	9.75
	存货周转率		5.86	5.55	5.50	5.17
医药商业	现金占总资产比重	17.3%	18.2%	20.0%	20.8%	27.3%
	资产负债率	75.6%	76.4%	65.4%	66.2%	57.8%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	19.3%	19.9%	16.8%	17.6%	15.1%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	25.6%	26.1%	25.7%	26.5%	26.2%
	总资产周转率		2.45	2.21	2.35	1.80

	应收票据周转率	109.30	84.09	91.86	53.57	
	应收帐款周转率	8.38	7.91	7.94	6.59	
	存货周转率	10.60	10.09	11.60	9.65	
生物制品	现金占总资产比重	19.5%	19.8%	36.5%	29.7%	35.7%
	资产负债率	42.4%	39.9%	33.3%	33.7%	33.9%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	21.2%	18.6%	17.4%	16.5%	18.4%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	50.1%	46.6%	52.1%	49.0%	54.4%
	总资产周转率	0.69	0.60	0.65	0.51	
	应收票据周转率	65.72	53.67	73.07	42.25	
	应收帐款周转率	7.59	7.41	7.33	6.14	
	存货周转率	5.59	5.45	5.51	5.18	
医疗服务	现金占总资产比重	13.4%	58.3%	45.6%	53.8%	38.5%
	资产负债率	33.5%	14.9%	19.4%	13.2%	20.2%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	14.6%	5.2%	3.7%	3.8%	4.0%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	43.4%	34.7%	18.9%	28.6%	19.7%
	总资产周转率	0.83	0.73	0.71	0.84	
	应收票据周转率	14119.30			20732.32	
	应收帐款周转率	15.32	14.96	20.58	13.09	
	存货周转率	21.88	22.12	25.52	20.86	
医疗器械与装备	现金占总资产比重	17.7%	33.0%	32.8%	35.1%	44.9%
	资产负债率	33.8%	27.3%	28.1%	26.4%	20.5%
	短期、长期借款、应付债券/总资产	8.9%	5.0%	3.7%	4.1%	2.7%
	短期、长期借款、应付债券在负债中的比重	26.4%	18.4%	13.3%	15.4%	13.3%
	总资产周转率	0.69	0.67	0.66	0.60	
	应收票据周转率	18.34	18.75	16.53	19.92	
	应收帐款周转率	4.81	5.22	5.05	4.73	
	存货周转率	4.39	4.50	4.86	4.56	

资料来源: wind, 招商证券研究

表 7: 各子行业现金流量分析

		08A	09A	10A	10H	11H
化学原料药	销售商品收到的现金/收入	99%	92%	92%	93%	83%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	166%	169%	119%	104%	73%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		17%	43%		14%
	经营活动产生净现金/现金增加额	335%	259%	335%	181%	99%
	投资活动产生净现金/现金增加额	-179%	-141%	-310%	-191%	-164%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	-53%	-18%	80%	111%	166%
化学制剂药	销售商品收到的现金/收入	92%	97%	96%	96%	92%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	71%	113%	77%	86%	36%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		35%	75%		69%
	经营活动产生净现金/现金增加额	-4695%	138%	51%	26%	190%
	投资活动产生净现金/现金增加额	3291%	-47%	-49%	-19%	-393%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	1498%	9%	98%	93%	304%
中药	销售商品收到的现金/收入	104%	103%	98%	104%	102%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	112%	114%	65%	59%	50%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		-6%	37%		44%
	经营活动产生净现金/现金增加额	201%	102%	66%	86%	50%
	投资活动产生净现金/现金增加额	-149%	-51%	-69%	-100%	-54%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	48%	49%	103%	114%	104%
医药商业	销售商品收到的现金/收入	108%	108%	105%	102%	102%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	173%	81%	49%	45%	-24%

	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率	7%	113%		5%
	经营活动产生净现金/现金增加额	360%	80%	63%	-6%
	投资活动产生净现金/现金增加额	-64%	-41%	-146%	-24%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	-197%	61%	184%	130%
生物制品	销售商品收到的现金/收入	105%	109%	107%	102%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	83%	56%	63%	45%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		71%	-11%	73%
	经营活动产生净现金/现金增加额	131%	201%	25%	73%
	投资活动产生净现金/现金增加额	-23%	-103%	-17%	-98%
医疗服务	筹资活动产生净现金/现金增加额	-6%	3%	92%	126%
	销售商品收到的现金/收入	98%	101%	100%	96%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	165%	172%	174%	75%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		34%	60%	-5%
	经营活动产生净现金/现金增加额	-376%	22%	-376%	-99%
医疗器械与装备	投资活动产生净现金/现金增加额	530%	-19%	426%	185%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	-54%	97%	50%	14%
	销售商品收到的现金/收入	112%	112%	114%	95%
	经营活动产生的现金流量净额/净利润	89%	125%	89%	21%
	固定资产、无形资产投资支付现金同比增长率		8%	18%	35%
	经营活动产生净现金/现金增加额	617%	64%	122%	5%
	投资活动产生净现金/现金增加额	-657%	-29%	-96%	-12%
	筹资活动产生净现金/现金增加额	143%	65%	75%	107%

资料来源: wind, 招商证券研究

三、中药注射剂运行分析

我们分析了中恒集团、昆明制药、金陵药业、红日药业、振东制药、誉衡药业、康缘药业、上海凯宝以及益佰制药等 9 家中药注射剂生产企业的运营情况, 其中中恒集团使用合并报表, 其他 8 家企业使用母公司报表分析。

成长性方面: 我们统计的中药注射剂企业 2011 年上半年实现收入 34.7 亿元, 同比增长 28.9%, 净利润 8.83 亿元, 同比增长 63.1%。近年来中药注射剂成长性较高, 09~10 年净利润同比分别增长了 28.7%和 49.5%, 增长速度高于中药板块整体;

盈利性较高: 08~2011 年上半年毛利率分别为 64.1%、66.7%、68.8%、71.2%, 远高于同期中药板块 40~45%的毛利率水平; 净利率为 16.1%、18.4%、20.9%和 25.4%, 也远高于中药板块整体 10~12%的水平。近年毛利率均有所上升, 但 2011 年 Q2 毛利率较 Q1 有所下降;

运营方面: 11 年上半年经营净现金流/净利润为 20%, 较 08~10 年均有所下降, 主要原因是应收账款、存货周转均较前期有所下降。

表 8: 中药注射剂子板块利润表及经营分析

(亿元)	08A	09A	10A	10H	11H	11Q2	11Q1
一、营业总收入	44.63	50.36	66.32	26.91	34.69	20.04	14.65
营业收入	44.63	50.36	66.32	26.91	34.69	20.04	14.65
二、营业总成本	36.59	40.81	50.50	20.73	26.06	14.43	11.63
营业成本	16.04	16.77	20.72	7.92	9.98	5.90	4.08
营业税金及附加	0.69	0.70	1.06	0.31	0.52	0.32	0.20
销售费用	14.27	16.91	20.19	8.79	11.75	6.17	5.58
管理费用	4.67	5.56	7.37	3.15	3.45	1.81	1.64

敬请阅读末页的重要说明

财务费用	0.86	0.65	0.42	0.29	0.24	0.13	0.10
资产减值损失	0.06	0.23	0.74	0.27	0.12	0.09	0.03
三、其他经营收益	-0.10	0.41	0.23	-0.16	0.62	-0.01	0.63
公允价值变动净收益	-0.14	0.03	-0.09	-0.29	-0.06	-0.06	0.01
投资净收益	0.04	0.38	0.32	0.13	0.67	0.05	0.62
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	0.00	0.03	0.08	0.02	0.02	0.01	0.01
四、营业利润	7.94	9.95	16.05	6.01	9.25	5.60	3.65
加：营业外收入	0.54	0.98	0.97	0.58	1.77	-0.01	1.78
减：营业外支出	0.37	0.17	1.05	0.14	0.72	0.32	0.40
其中：非流动资产处置净损失	0.01	0.00	0.16	0.01	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	8.11	10.76	15.96	6.45	10.30	5.28	5.02
减：所得税	0.91	1.50	2.11	1.01	1.48	0.79	0.69
六、净利润	7.20	9.27	13.85	5.44	8.82	4.49	4.34
减：少数股东损益	0.01	0.03	0.00	0.03	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	7.19	9.24	13.85	5.41	8.83	4.49	4.34
毛利率	64.1%	66.7%	68.8%	70.6%	71.2%	70.6%	72.2%
营业费率	32.0%	33.6%	30.4%	32.7%	33.9%	30.8%	38.1%
管理费率	10.5%	11.0%	11.1%	11.7%	10.0%	9.1%	11.2%
财务费率	1.9%	1.3%	0.6%	1.1%	0.7%	0.7%	0.7%
净利率	16.1%	18.4%	20.9%	20.2%	25.4%	22.4%	29.6%
实际所得税率	11.2%	13.9%	13.2%	15.6%	14.3%	15.0%	13.7%
收入同比增长		12.8%	31.7%		28.9%	27.3%	31.2%
营业利润同比增长		25.4%	61.3%		53.8%	43.3%	73.1%
净利润同比增长		28.7%	49.5%		63.1%	30.2%	120.9%
应收账款周转率		9.7	12.8	8.2	10.6		
存货周转率		2.5	3.1	1.6	2.1		
经营性净现金/净利润	93%	57%	63%	-15%	20%	41%	-1%

资料来源：wind，招商证券研究

四、具体上市公司增长分析

上半年利润增速超过 50%的 30 家、30%~50%的 24 家、0~30%的 60 家、负增长 41 家。

主要上市公司方面，净利润增速较快的公司包括：双鹭药业 159%、中恒集团 159%、贵州百灵 99%、天士力 84%、昆明制药 74%、上海医药 66%、科伦药业 58%、爱尔眼科 53%、海正药业 53%、鱼跃医疗 50%、沃森生物 48%、东阿阿胶 47%、康美药业 41%、东富龙 38%、一致药业 38%、恩华药业 36%、人福医药 34%、云南白药 31%、瑞康医药 31%。

表 9：11 年上半年上市公司增长情况分析

	10EPS	11H EPS	11H 收入 (亿元)	11H 净利 润 (亿元)	11H 收入 同比增长	11Q1 收入 同比增长	11H 净利润 同比增长	11Q1 净利 润同比增长	经营净现 金/净利润
紫鑫药业	0.68	0.22	3.7	1.1	226.0%	523.2%	325.0%	465.9%	190.3%
仁和药业	0.52	0.20	10.6	1.3	132.8%	84.2%	38.9%	37.0%	97.9%
华海药业	0.21	0.24	9.2	1.3	109.0%	130.3%	121.8%	87.1%	34.9%
中恒集团	0.73	0.32	7.5	3.5	98.4%	97.0%	158.9%	300.5%	-14.3%
华北制药	0.24	0.01	67.8	0.1	94.0%	110.8%	-93.7%	-93.2%	303.8%
康美药业	0.42	0.20	27.9	4.4	89.6%	98.8%	40.9%	41.4%	167.9%
红日药业	1.01	0.29	2.2	0.4	87.7%	139.3%	33.6%	38.7%	-78.4%
新华医疗	0.45	0.36	9.5	0.5	86.4%	102.3%	94.8%	234.3%	43.2%

振东制药	0.64	0.36	5.6	0.5	71.4%	110.4%	48.8%	117.3%	-212.6%
人福医药	0.46	0.28	15.9	1.4	67.8%	53.1%	33.9%	30.5%	-60.5%
上海凯宝	0.71	0.32	3.9	0.8	67.6%	71.4%	60.0%	124.1%	89.4%
爱尔眼科	0.45	0.30	5.8	0.8	57.6%	48.6%	52.6%	38.5%	101.5%
阳普医疗	0.39	0.11	1.0	0.2	55.2%	66.6%	94.7%	212.9%	-40.8%
沃华医药	-0.60	-0.01	0.7	0.0	51.0%	10.4%	91.3%	-152.5%	92.2%
尚荣医疗	0.75	0.23	2.0	0.3	50.6%	74.3%	29.5%	105.3%	-265.4%
莱美药业	0.48	0.52	2.8	0.5	50.2%	54.0%	117.6%	85.9%	-44.8%
常山药业	0.74	0.52	2.5	0.4	44.4%		48.7%		70.6%
沃森生物	1.54	0.56	1.8	0.8	42.6%	38.8%	48.2%	106.7%	-10.6%
复星医药	0.45	0.46	31.0	8.7	41.3%	35.5%	57.2%	-23.6%	3.3%
贵州百灵	0.67	0.38	4.5	0.9	41.2%	47.1%	99.4%	158.0%	-47.0%
鱼跃医疗	0.63	0.30	6.1	1.2	40.2%	50.4%	50.0%	60.2%	34.6%
迪安诊断	0.85	0.59	2.2	0.2	39.8%	39.6%	35.8%	35.0%	-27.0%
东富龙	2.38	0.60	3.4	1.0	39.7%	27.4%	38.2%	22.5%	42.9%
翰宇药业	0.70	0.30	0.7	0.3	39.5%	103.8%	59.9%	407.1%	60.1%
天士力	0.87	0.70	29.9	3.6	39.4%	38.1%	84.3%	138.8%	24.7%
奇正藏药	0.42	0.21	3.2	0.8	38.4%	-0.8%	1.5%	0.5%	56.3%
瑞康医药	0.89	0.36	13.8	0.3	37.9%	45.9%	30.5%	34.2%	-964.9%
天药股份	0.17	0.06	8.0	0.4	37.3%	43.7%	10.8%	32.8%	146.4%
舒泰神	1.15	0.49	0.8	0.3	37.2%	16.7%	26.1%	-9.5%	90.9%
上海医药	0.69	0.48	252.1	13.0	36.1%	26.9%	65.7%	107.3%	58.3%
永生投资	0.04	0.09	0.7	0.1	35.0%	79.9%	5.8%	65.8%	-81.7%
以岭药业	0.88	0.49	8.9	1.7	34.0%		65.2%		15.2%
永安药业	0.49	0.18	2.1	0.3	33.5%	-20.7%	34.9%	-31.7%	20.0%
羚锐制药	0.24	0.07	2.3	0.1	31.6%	36.4%	-16.4%	-20.2%	-281.2%
冠昊生物	0.71	0.20	0.5	0.1	31.0%	22.9%	38.5%	35.0%	13.6%
丰原药业	0.16	0.05	6.8	0.1	30.2%	48.8%	-39.3%	1.2%	173.4%
海王生物	0.07	0.06	26.2	0.4	29.8%	48.1%	26.4%	29.7%	-213.5%
科伦药业	2.76	0.85	23.1	4.1	29.4%	32.3%	57.7%	58.2%	47.2%
益佰制药	0.55	0.26	8.2	0.9	29.4%	29.9%	16.2%	7.1%	153.3%
通策医疗	0.31	0.19	1.3	0.3	29.4%	29.6%	51.7%	58.6%	78.3%
双鹭药业	1.08	0.92	2.8	3.5	29.2%	41.6%	159.4%	33.8%	30.4%
中新药业	0.40	0.26	20.9	1.9	28.9%	38.4%	3.8%	5.4%	35.1%
宝莱特	1.10	0.59	0.8	0.2	28.7%		28.3%		74.2%
昆明制药	0.27	0.18	10.8	0.6	27.9%	19.9%	73.7%	41.4%	35.9%
千山药机	0.90	0.40	1.4	0.3	27.9%	58.5%	8.8%	74.1%	-217.4%
海翔药业	0.53	0.35	6.6	0.6	27.2%	26.8%	20.6%	67.1%	136.7%
紫光古汉	0.23	0.13	1.6	0.3	26.8%	27.3%	3603.9%	867.6%	109.4%
嘉事堂	0.30	0.19	7.7	0.3	25.6%	13.2%	18.5%	48.6%	-157.4%
新和成	1.52	0.87	20.3	6.3	25.1%	14.5%	15.8%	13.2%	79.1%
同仁堂	0.66	0.50	25.2	2.6	24.5%	29.4%	27.6%	18.6%	129.3%
京新药业	0.13	0.16	3.8	0.2	24.2%	29.1%	132.2%	240.3%	26.2%
华润三九	0.83	0.41	24.5	4.0	24.0%	15.1%	1.9%	-9.6%	102.4%
江苏吴中	0.05	0.01	18.3	0.1	23.2%	35.9%	285.9%	157.3%	-2641.0%
太安堂	0.56	0.21	1.6	0.2	22.8%	1.3%	38.7%	2.0%	-731.1%
乐普医疗	0.51	0.32	4.7	2.6	22.6%	28.3%	25.9%	30.7%	55.8%
上海辅仁	0.13	0.04	1.4	0.1	22.5%	17.1%	-15.1%	52.4%	-12.4%
西南合成	0.65	0.08	6.8	0.5	22.4%	15.7%	43.0%	10.5%	92.0%
华东医药	0.73	0.45	52.2	1.9	22.1%	27.4%	22.1%	9.1%	-8.5%
香雪制药	0.60	0.12	2.3	0.3	22.0%	25.1%	18.8%	36.8%	10.3%
恩华药业	0.33	0.25	7.8	0.6	21.9%	21.0%	35.7%	32.0%	131.5%
广州药业	0.33	0.22	28.2	1.8	21.3%	11.0%	6.4%	27.4%	9.3%
达安基因	0.20	0.09	2.1	0.3	21.3%	20.3%	22.5%	21.8%	77.8%
益盛药业	1.06	0.37	2.7	0.4	21.0%	16.1%	21.0%	13.9%	-138.8%

上海莱士	0.68	0.29	2.3	0.8	19.6%	6.8%	13.5%	4.0%	57.8%
马应龙	0.74	0.31	6.8	1.0	19.4%	11.3%	19.2%	8.4%	-22.9%
千金药业	0.28	0.16	5.7	0.5	18.8%	-1.1%	-20.0%	-38.7%	58.4%
三精制药	0.86	0.37	18.0	2.1	18.0%	24.9%	22.8%	24.9%	75.4%
康缘药业	0.43	0.23	7.4	1.0	17.8%	27.6%	5.9%	6.7%	10.1%
片仔癀	1.39	0.85	4.9	1.2	17.8%	36.8%	24.4%	94.7%	50.8%
理邦仪器	0.88	0.29	1.7	0.3	17.2%	32.5%	1.1%	34.1%	60.3%
桂林三金	0.57	0.28	5.2	1.7	17.1%	12.1%	9.7%	4.1%	174.7%
九州通	0.25	0.09	120.3	1.3	17.0%	15.8%	7.5%	12.8%	-701.3%
哈药股份	0.91	0.40	76.7	6.5	17.0%	15.9%	15.1%	15.5%	16.4%
天康生物	0.47	0.16	12.5	0.5	16.9%	10.9%	12.5%	31.6%	-338.3%
国药股份	0.65	0.32	32.9	1.6	16.9%	16.2%	7.8%	-11.8%	28.3%
西南药业	0.22	0.11	4.7	0.3	16.8%	9.5%	11.7%	2.3%	157.3%
众生药业	1.10	0.42	3.6	0.8	16.5%	17.1%	17.8%	30.8%	60.1%
海正药业	0.76	0.43	24.9	2.3	16.4%	19.7%	52.5%	53.4%	59.3%
汉森制药	0.84	0.20	1.8	0.3	16.2%	9.5%	-9.6%	7.1%	157.6%
力生制药	1.11	1.31	4.6	2.4	16.2%	20.4%	81.3%	128.4%	8.5%
恒瑞医药	0.97	0.42	21.7	4.7	15.9%	18.8%	19.6%	25.1%	56.4%
一致药业	0.91	0.57	72.0	1.7	15.4%	17.7%	38.3%	38.2%	64.2%
太龙药业	0.06	0.02	4.5	0.1	15.3%	21.7%	-38.4%	-36.1%	27.1%
金城医药	1.16	0.35	4.0	0.4	15.3%	11.9%	-11.7%	15.7%	43.6%
健康元	0.56	0.19	24.0	2.5	15.0%	23.0%	-33.0%	-13.4%	78.2%
精华制药	0.53	0.36	1.4	0.4	14.9%	14.4%	88.4%	193.1%	90.0%
九安医疗	0.19	0.04	1.6	0.1	14.7%	-3.9%	-7.3%	-87.1%	-108.5%
桐君阁	0.09	0.07	25.6	0.2	14.4%	19.3%	34.8%	46.1%	-304.5%
华神集团	0.05	0.02	2.3	0.1	14.4%	72.0%	89.4%	224.1%	-82.0%
鑫富药业	-0.90	-0.07	2.3	-0.2	14.4%	14.4%	-118.8%	-363.3%	89.3%
通化东宝	0.31	0.07	3.3	0.6	14.2%	14.5%	-32.6%	-8.6%	-21.5%
浙江震元	0.17	0.13	8.7	0.2	13.7%	12.0%	37.7%	55.1%	-331.8%
太极集团	-0.38	0.07	35.1	0.3	13.5%	19.0%	1.4%	106.8%	-16.9%
白云山 A	0.44	0.34	20.3	1.6	13.0%	12.5%	28.5%	27.4%	88.4%
华邦制药	1.00	0.45	2.9	0.6	12.8%	8.7%	28.5%	16.6%	48.1%
云南白药	1.33	0.81	50.7	5.6	12.7%	15.2%	30.8%	34.7%	-28.6%
普洛股份	0.09	-0.04	9.1	-0.1	12.6%	15.8%	-217.9%	-36.7%	-189.3%
万东医疗	0.19	0.10	3.0	0.2	12.4%	31.9%	37.1%	63.0%	-436.1%
现代制药	0.38	0.18	8.7	0.5	12.3%	10.2%	4.0%	8.2%	103.3%
天方药业	0.08	0.07	15.1	0.3	11.6%	5.9%	-2.5%	-28.5%	51.7%
新华制药	0.21	0.13	15.2	0.6	11.3%	13.7%	4.9%	3.3%	44.3%
丽珠集团	1.41	0.75	14.7	2.2	11.2%	15.4%	-8.5%	-0.6%	123.9%
鲁抗医药	0.22	0.10	12.3	0.6	11.2%	18.1%	-31.0%	-8.0%	174.7%
科华生物	0.46	0.23	3.9	1.1	11.2%	9.2%	3.3%	5.6%	42.3%
双鹤药业	0.91	0.52	29.4	3.0	11.0%	9.2%	2.2%	9.5%	3.8%
仙琚制药	0.35	0.18	8.2	0.6	10.9%	15.6%	11.4%	14.9%	80.0%
仟源制药	0.48	0.24	1.7	0.2	10.7%		-8.9%		45.3%
康芝药业	1.39	0.11	1.3	0.2	10.4%	12.7%	-59.3%	-55.2%	-590.7%
第一医药	0.19	0.11	6.3	0.2	9.8%	7.0%	12.5%	11.3%	116.0%
海南海药	0.16	0.52	3.2	1.1	9.5%	2.2%	307.8%	2.0%	28.0%
信立泰	1.57	0.54	7.2	2.0	9.5%	12.0%	10.4%	20.5%	49.5%
金陵药业	0.38	0.20	11.6	1.0	9.2%	13.5%	30.0%	-5.1%	62.3%
安科生物	0.34	0.15	1.2	0.3	8.9%	3.6%	19.2%	-37.3%	59.1%
康恩贝	0.53	0.23	9.5	1.6	8.4%	12.3%	66.5%	230.0%	53.7%
誉衡药业	1.11	0.23	2.5	0.6	8.0%	22.4%	1.4%	1.6%	68.2%
升华拜克	0.34	0.18	9.7	0.7	7.7%	6.1%	12.3%	37.2%	130.1%
浙江医药	2.54	1.32	25.2	6.0	7.1%	0.7%	2.5%	-14.8%	59.0%
独一味	0.22	0.08	1.5	0.3	7.0%	35.8%	9.5%	218.4%	57.6%

佐力药业	0.69	0.32	1.3	0.3	6.8%	23.9%	34.1%	46.6%	-54.1%
信邦制药	0.44	0.13	1.7	0.2	5.6%	5.8%	4.1%	3.4%	45.2%
南京医药	0.03	0.01	82.9	0.0	5.4%	10.3%	-92.9%	-46.5%	-1637.6%
东宝生物	0.38	0.17	0.9	0.1	5.4%	4.5%	21.2%	31.1%	104.7%
山东药玻	0.67	0.32	7.4	0.8	5.2%	11.3%	-10.9%	-10.5%	149.4%
莱茵生物	-0.19	-0.17	0.4	-0.2	5.1%	-42.1%	-193.0%	-443.0%	32.7%
华仁药业	0.36	0.18	1.8	0.4	5.1%	10.6%	10.6%	33.6%	63.8%
长春高新	0.66	0.32	5.8	0.4	4.7%	4.0%	-29.2%	1.3%	2.0%
东阿阿胶	0.89	0.69	12.8	4.5	2.9%	10.7%	47.3%	61.0%	33.1%
亚太药业	0.35	0.22	2.2	0.3	2.2%	4.4%	27.4%	14.5%	84.6%
联环药业	0.17	0.10	1.4	0.1	1.6%	2.2%	12.1%	7.1%	20.3%
福瑞股份	0.49	0.18	0.9	0.2	0.6%	5.7%	1.1%	2.7%	48.2%
九芝堂	0.55	0.21	5.4	0.6	0.6%	1.0%	-20.2%	-18.8%	136.0%
天坛生物	0.34	0.23	5.7	1.2	0.0%	-1.7%	-6.7%	-9.5%	98.7%
西藏药业	0.16	0.04	5.5	0.1	-1.4%	9.4%	45.9%	-61.8%	-768.1%
广济药业	0.06	0.06	2.5	0.1	-4.8%	-8.7%	13.5%	85.7%	434.6%
迪康药业	0.18	0.02	1.4	0.1	-5.3%	-6.4%	3.4%	12.4%	-175.9%
智飞生物	0.64	0.24	3.1	1.0	-5.5%	21.1%	-25.6%	27.5%	62.7%
嘉应制药	0.15	0.04	0.4	0.1	-6.5%	57.7%	7.8%	75.1%	-49.3%
武汉健民	0.47	0.24	7.4	0.4	-8.3%	-9.9%	20.4%	0.8%	-295.0%
海普瑞	3.02	0.45	15.7	3.6	-13.0%	-16.3%	-39.5%	-39.1%	219.3%
福安药业	1.23	0.51	2.1	0.7	-14.1%	-5.7%	8.7%	13.1%	31.2%
江中药业	0.84	0.31	8.8	1.0	-15.2%	-5.2%	-23.6%	1.3%	150.6%
东北制药	0.16	0.01	26.1	0.0	-16.9%	-12.5%	-97.6%	-92.5%	-3837.2%
北陆药业	0.42	0.13	0.9	0.2	-18.5%	-38.1%	-13.4%	-14.1%	65.5%
华兰生物	1.06	0.38	4.7	2.2	-23.6%	-28.0%	-29.7%	-35.3%	14.7%
亚宝药业	0.23	0.06	4.8	0.4	-25.7%	-38.1%	-60.6%	-25.3%	391.4%
美罗药业	0.04	0.01	4.2	0.0	-34.2%	-21.7%	1845.9%	310.7%	956.1%
千红制药	1.25	0.49	4.3	0.8	-35.9%	-33.7%	-5.9%	-29.3%	86.5%

资料来源: wind, 招商证券研究

图 1: 医药行业历史PEBand

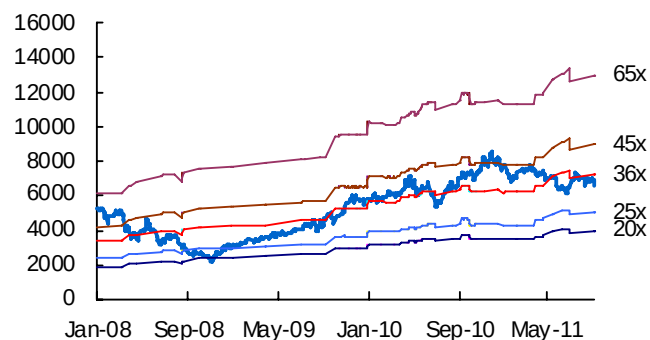
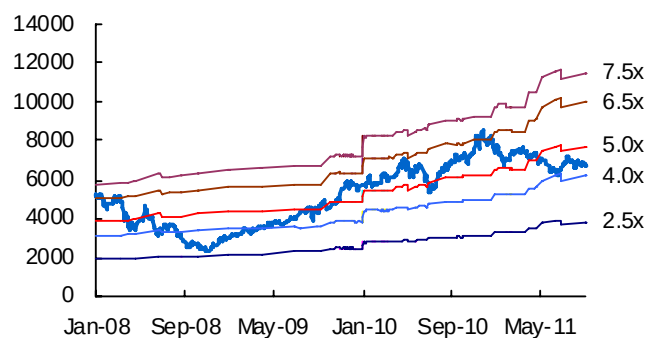


图 2: 医药行业历史PBBand



- 说明: 1、资料来源于招商证券研发中心、港澳资讯;
2、行业指数基期、基点对应于沪深 300 指数;
3、行业净利润为剔除亏损公司后对应时点向前滚动一年的行业净利润总和;
4、行业净资产为对应时点行业净资产总和。

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，全国工商联医药业商会医药工业委员会副秘书长，中国成长型医药企业发展论坛副秘书长，5年证券从业经验，注册会计师（CPA）。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业首席分析师。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业分析师。

廖星昊 CIIA，上海财经大学金融数学与金融工程硕士，武汉大学生命科学与技术基地班学士，1年股权投资经验，注册国际投资分析师（CIIA）。2010年加入招商证券，任医药行业分析师。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本公司或关联机构可能会持有报告中所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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。