

学校编码: 10384
学号: 17920111150718



分类号_____密级_____
UDC_____

廈門大學

硕士学位论文

益佰制药的估值分析与应用研究

A Research on Valuation Methods and Their Applications to
Guizhou Yibai pharmaceutical Co., Ltd

胡珍

指导教师姓名: 吴世农 教授

专业名称: 工商管理 (MBA)

论文提交时间: 2014 年 7 月

论文答辩日期: 2014 年 8 月

学位授予日期: 年 月

答辩委员会主席_____

评阅人_____

2014 年 7 月

益佰制药的估值分析与应用研究

胡珍

指导教师:
吴世农
教授

厦门大学

厦门大学学位论文原创性声明

本人呈交的学位论文是本人在导师指导下,独立完成的研究成果。本人在论文写作中参考其他个人或集体已经发表的研究成果,均在文中以适当方式明确标明,并符合法律规范和《厦门大学研究生学术活动规范(试行)》。

另外,该学位论文为()课题(组)的研究成果,获得()课题(组)经费或实验室的资助,在()实验室完成。(请在以上括号内填写课题或课题组负责人或实验室名称,未有此项声明内容的,可以不作特别声明。)

声明人(签名):

年 月 日

厦门大学学位论文著作权使用声明

本人同意厦门大学根据《中华人民共和国学位条例暂行实施办法》等规定保留和使用此学位论文，并向主管部门或其指定机构送交学位论文（包括纸质版和电子版），允许学位论文进入厦门大学图书馆及其数据库被查阅、借阅。本人同意厦门大学将学位论文加入全国博士、硕士学位论文共建单位数据库进行检索，将学位论文的标题和摘要汇编出版，采用影印、缩印或者其它方式合理复制学位论文。

本学位论文属于：

（ ） 1. 经厦门大学保密委员会审查核定的保密学位论文，
于 年 月 日解密，解密后适用上述授权。

（ ） 2. 不保密，适用上述授权。

（请在以上相应括号内打“√”或填上相应内容。保密学位论文应是已经厦门大学保密委员会审定过的学位论文，未经厦门大学保密委员会审定的学位论文均为公开学位论文。此声明栏不填写的，默认为公开学位论文，均适用上述授权。）

声明人（签名）：

年 月 日

内容摘要

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，随着人口老龄化的到来，医药行业爆发性的需求增长也会随之而来。资本市场上医药行业一直受到广大投资者的青睐。本文主要从宏观经济形势、公司所处行业状况和公司财务状况入手，对上市公司贵州益佰制药股份有限公司及同行业公司进行了估值分析。采用学术界常用的模型包括现金流折现模型（DCF）、经济利润模型（EVA）等多种估值模型对益佰制药公司进行了估值分析，也利用了相对估值方法与同行业公司进行了对比，实证讨论了各类估值模型的适用范围和局限性，给投资者提供了有关益佰制药公司的价值参考。

本文结构主要采用自上而下的分析框架，第一章主要介绍本研究的背景、意义及本论文的主要内容。第二章主要分析最新的经济环境和资本市场状况。第三章则对医药行业的发展作全面的介绍，目的是让投资者能了解行业的未来发展趋势、目前的市场空间、竞争态势、行业本质。第四章则介绍了益佰制药的发展历程和经营状况。第五章主要对益佰制药和天士力两家公司财务状况进行比较分析。第六章对益佰制药和天士力进行财务预测。第七章则根据各种企业估值理论，分别构建益佰和天士力公司的估值模型，探讨和计算两家公司的价值并与其当前市场价值进行了比较分析。第八章结论和建议。

益佰制药核心竞争力在于其强势高效的销售团队上，加之近几年通过聚焦回归战略，将业务重心重新回归处方药和 OTC 药的销售上，并通过不断的并购拓展自身的产品线，获得资本市场的认可。我们通过运用多种估值模型对公司进行估值计算，认为益佰制药目前市场价格是低估的，在公司主营业务和结构上不发生重大变化的前提下，其股票价格处于我们估值区间的下限，建议投资者买入。

医药行业是抗周期的行业，其市场需求随着人口老龄化进程加快而稳定增长，加之受到居民消费升级的推动，行业的成长空间较大。行业选定好后，就需要选择行业里具有成长性且估值被低估的医药企业。只有对企业进行全面的分析，做定性和定量的分析后，将其内在价值与其股票市场的价格相比较，才

能知道这家企业在资本市场是被低估还是高估，找出低估了的企业进行投资，才会有超额收益。

关键词：益佰制药；公司估值；估值方法

厦门大学博硕士论文摘要库

Abstract

The pharmaceutical industry is an important part of our national economy. With the population aging, the pharmaceutical industry explosive growth in demand will follow. The investors have been focusing on the pharmaceutical industry in the capital market. We make valuation analyses on the listed Corporation Guizhou Yibai pharmaceutical Co., Ltd and other companies in the same industry by discussing on the macroeconomic situation, the industry status and the financial situation of companies in this paper. We conduct valuation analysis on Yibai Pharmaceutical Company by using some usual valuation models that are being adopted among scholars, such as discounted cash flow model (DCF), EVA model (EVA) and so on. use absolute valuation method, relative valuation method and the industry more use. In this paper, we use the relative valuation method to compare Yibai Pharmaceutical Company with other companies in the same industry, and also make empirical research on the scope and limitations of various valuation models, providing the value reference of Yibai Pharmaceutical Company for investors.

We mainly make top-down analyses in this paper: Chapter 1 introduces the research background, significance of the main contents of this thesis; In Chapter 2, we analyze the new economic environment and the condition of capital market; in Chapter 3, we present the development of the pharmaceutical industry. Chapter 4 provides an introduction of the basic situation of Yibai Pharmaceutical Company; In Chapter 5, we make comparison between Yibai and Tasly by using financial analyses; In Chapter 6, we conduct financial forecasting on Yibai and Tasly. In Chapter 7, we structure valuation models based on various business valuation theories respectively for Yibai and Tasly, making comparisons between the intrinsic value and the current market value of these two companies. Finally, we make our conclusions and suggestions in Chapter 8.

The core-competitiveness of Guizhou Yibai pharmaceutical Co., Ltd is its sales team with high aggressiveness and efficiency. The company gains recognition from the capital market by refocusing on the sales of prescription drugs and OTC drugs and expanding its own product lines through continuous mergers. We conclude that the current market price of YIBAI is underestimated by making estimations with various

us valuation models. That is, the share price of YIBAI is at the lower end of our valuation range in the premise of no major changes in main business and structure of the firm. Therefore, we recommend investors to buy this stock.

The pharmaceuticals industry is an anti-cyclical industry, and its market demand will grow steadily with the acceleration of the aging process of population. In addition, this industry is driven by the resident consumption upgrade, thus having a superior growth space. After selecting the industry, we need to pick the pharmaceutical firms that are undervalued and having enough growth in this industry. Only after we conduct comprehensive analysis on the firm by using quantitative and qualitative analyses and comparing its intrinsic value with market value, we could make the conclusion that whether the value of a firm in the capital market is undervalued or not. Only if we invest in the firms that are undervalued can we gain excess earnings.

Keywords: Yibai pharmacy; Enterprise evaluation; Valuation methods.

目 录

| | |
|-------------------------------|----|
| 第一章 研究概述 | 1 |
| 第一节 研究背景 | 1 |
| 第二节 研究意义 | 2 |
| 第三节 论文的主要内容和结构 | 3 |
| 第二章 经济环境和资本市场分析 | 5 |
| 第一节 宏观经济环境分析 | 5 |
| 第二节 资本市场分析 | 8 |
| 第三章 医药行业及细分行业发展情况 | 11 |
| 第一节 医药行业基本情况 | 11 |
| 第二节 心血管药品市场情况 | 12 |
| 第三节 抗肿瘤药品市场情况 | 19 |
| 第四章 益佰制药的发展历程和经营状况分析 | 20 |
| 第一节 公司发展历程 | 20 |
| 第二节 公司经营和财务状况简析 | 22 |
| 第三节 公司核心竞争力分析 | 26 |
| 第五章 公司财务状况的比较分析-益佰与天士力 | 29 |
| 第一节 天士力公司简介 | 29 |
| 第二节 益佰制药与天士力财务报表的结构比较分析 | 32 |
| 第三节 益佰与天士力的财务比率分析 | 40 |
| 第六章 益佰制药和天士力的财务预测 | 53 |
| 第一节 益佰制药财务预测 | 53 |
| 第二节 天士力财务预测 | 64 |
| 第七章 益佰制药和天士力估值分析 | 74 |

| | |
|---------------------|----|
| 第一节绝对估值 | 74 |
| 第二节 相对估值 | 81 |
| 第三节 主要指标的假设判断 | 82 |
| 第四节 估值模型结果 | 85 |
| 第八章 结论和建议 | 94 |
| 第一节 主要结论 | 94 |
| 第二节 投资建议 | 95 |
| 主要参考文献 | 96 |
| 致 谢 | 97 |

厦门大学博硕士论文摘要库

CONTENTS

| | |
|---|-----------|
| 1 Introduction..... | 1 |
| 1.1 Research Background | 1 |
| 1.2 Research Significance..... | 2 |
| 1.3 Research Contents and Structure of Analysis..... | 3 |
| 2 Economic Environment and Capital Market Analysis..... | 5 |
| 2.1 Analysis of Economic Environment..... | 5 |
| 2.2 Analysis of Capital Market | 8 |
| 3 The development of the pharmaceutical industry..... | 11 |
| 3.1 Analysis of the pharmaceutical industry..... | 11 |
| 3.2 Market Analysis of Cardiovascular Drugs..... | 12 |
| 3.3 Market Analysis of Anti-cancer Drugs..... | 19 |
| 4 The Company Development History and Appearance..... | 20 |
| 4.1 The Company Development History..... | 20 |
| 4.2 The Company Main Business and Finacial Situation..... | 22 |
| 4.3 The Company Core-competitive..... | 26 |
| 5 Financial Analysis between Yibai and Tasly..... | 29 |
| 5.1 Tasly company's basic situation..... | 29 |
| 5.2 Construction Compare Analysis between Yibai and Tasly..... | 32 |
| 5.3 Financial Ration Analysis between Yibai and Tasly | 40 |
| 6 Financial Forecasting for Yibai and Tasly..... | 53 |
| 6.1 Financial Forecasting for Yibai..... | 53 |
| 6.2 Financial Forecasting for Tasly..... | 64 |
| 7 Valuation Analysis for Yibai and Tasly..... | 74 |
| 7.1 The Absolute Valuation..... | 74 |
| 7.2 The Relative Valuation..... | 81 |
| 7.3 The Hypothetical judgment for Main Index..... | 82 |
| 7.4 The Results of Valuation..... | 85 |
| 8 Conclusions and Suggestions..... | 94 |
| 8.1The Main Conclusion..... | 94 |
| 8.2 Investment Advice..... | 95 |

| | |
|------------------------------|-----------|
| References..... | 96 |
| Acknowledgements..... | 97 |

厦门大学博硕士论文摘要库

第一章 研究概述

第一节 研究背景

随着国民经济的逐步提高，中国人均 GDP 也是逐年提升，无论是企业、还是普通老百姓对收入的保值增值的需求越来越强烈，理财意识也越来越得到大众的认同。而市场上的理财投资渠道还是相对比较窄的，银行存款利率偏低，余额宝的出现，打破了原有金融体系的规则，是资金流向有了新的输出途径。但为了获得更高的超额收益，高风险高回报的诱惑，使得股票市场仍然是那些追求高收益投资者们的首选途径，也是企业获得资金的重要融资途径之一。如何去评价分析一家上市公司是否能给投资者带来超额收益，分享企业未来创造的价值，是投资者长期追求和探究的问题，而越来越多的投资者、分析师和投资银行家正在逐渐用基本面金融分析和复杂的估值模型作为公司估值的计算标准。只有扎实的对基本面进行分析、灵活应用多种估值方法进行估值，有效地计算出股票的价值，投资者才能更准确的知道某个上市公司是否偏离其内在价值，才能在眼花缭乱的股票市场保持资金的安全，从而获得超额收益。

在当前中国经济增速仍将处于下行通道的过程中，各个行业的趋势也出现明显的分化。制造业面临前所未有的压力，被市场的投资者所摒弃，而消费类行业尤其是具有消费属性的医药行业却是资者们争相追逐的行业之一。我国是人口大国，走过人口红利的强劲发展之后，我们也逐步进入人口老龄化的阶段。在此背景下，随着人均 GDP 的提升，人们对医药消费的需求却成几何式的增长。同时医药市场风云变幻，高速增长，每年增长率达 15%-20%。这个行业是一个长周期行业，并且细分子行业众多，对于研究分析医药公司价值来说是非常有意思的一个行业。

医药行业是我国国民经济的重要组成部分，是传统产业和现代产业相结合，一、二、三产业为一体的产业。其主要门类包括：化学原料药及制剂、中药材、中药饮片、中成药、抗生素、生物制品、生化药品、放射性药品、医疗器械、卫生材料、制药机械、药用包装材料及医药商业。医药行业是一个多学科先进

技术和手段高度融合的高科技产业群体，涉及国民健康、社会稳定和经济发展。1978年至2008年，历经30年改革大潮洗礼的中国医药行业发生了翻天覆地、日新月异的变化。30年来，中国医药工业增长速度一直高于国内生产总值（GDP）。从1978年到2007年，医药工业产值年均递增16.8%，成为国民经济中发展最快的行业之一。

我国医药工业总产值占GDP的比重为2.7%。维生素C、青霉素工业盐、扑热息痛等大类原料药产量居世界第一，制剂产能居世界第一。中国药品出口额占全球药品出口额的2%，但是中国药品出口的年均增速已经达到20%以上，国际平均水平是16%。与此同时，中国药品市场地位不断提升，占世界药品市场的份额由1978年的0.88%上升到2008年的8.25%。同时，随着人口老龄化的趋势，我国药品销售总额也是逐年攀升。

笔者选取医药行业中以抗肿瘤与心脑血管用药为主要产品并具有多元储备用药品种的制药公司贵州益佰制药股份有限公司作为研究对象，从分析公司基本面入手，对上市公司贵州益佰制药股份有限公司进行了估值分析。由于市场的复杂性和不确定性，人们很难准确预测公司未来的收益和相关风险，本文主要以价值评估的经典理论为基础，从宏观经济、资本市场、行业情况、公司基本面等情况自上而下地进行分析，以财务分析及预测为数据基础，运用多种企业估值方法进行价值评估，实证研究了各类估值方法在价值评估中的适用性。

第二节 研究意义

虽然医药行业在中国一直受到投资者的高度关注，但就行业本身来说其增速取决于国家对需求与支付能力的平衡。纵向来看，我国医药行业发展与政策节奏密切相关。横向看，医药政策作用于行业产业链的各个环节。公立医院的管理体制改革、新版GMP的实施、反商业贿赂、医药支付方式改革等无一不牵动医药研发、生产、流通、使用和医保等产业链的各个环节。从中长期来看，医药行业基本面冷暖相夹，促进行业优胜劣汰。正面的影响因素有需求强劲增长、政府投入加大、医疗保障水平持续提升、大病医保制度持续推进，以及鼓励创新，促进集中。负面的影响因素有医保控费、药品行政降价、药品招标降价、反商业贿赂，以及药品安全事件频出。所以，行业平稳增长的同时，导致

医药企业的分化加速。

本研究将主要集中在国内以抗肿瘤与心脑血管用药为主的企业之一贵州益佰制药股份有限公司，其主要意义是提供给投资者有关益佰制药价值的参考，并了解该公司的业绩增长因素，以期给予投资者关于该公司更多的信息。

通过本文的论述，读者可以了解到，估值是对于已有数据的分析及未来数据的预测，尽管预测有时与实际情况有出入，但估值的过程对于动态把握企业的价值具有重要的意义。通过估值这个过程，让我们系统思考影响特定企业估值的关键因素，并在后续动态管理的过程中加以重点关注和跟踪，这是投资是否成功的重要影响因素。在应用不同的估值方法比较分析的过程中，让我们清晰地了解到不同估值方法之间的差异，应用何者更为合理、科学、实用。

第三节 论文的主要内容和结构

一、论文主要内容

医药行业的上市企业普遍具有销售收入稳定增长、毛利率较高、现金流充沛的特点，本研究将主要集中在国内中成药制药龙头企业之一贵州益佰制药股份公司上。在分析研究了公司的行业特点、主营业务、财务状况的基础上，分析红利折现模型、现金流折现模型、剩余收益模型、经济利润估值模型、权益现金流估值模型的适用性，并运行其中合适的估值模型对益佰制药及同类公司进行估值分析，给投资者提供了有关益佰制药公司的价值参考。

二、论文结构

本论文的结构如下：

第一章主要介绍本研究的背景、意义及本论文的主要内容和结构。

第二章主要分析最新的经济环境和资本市场状况，宏观环境是医药企业生存的基础条件。

第三章则对医药行业的发展作全面的介绍，目的是让投资者能了解医药行业及细分子行业心脑血管药品市场、抗肿瘤药品市场的未来发展趋势、市场空间、竞争态势、行业本质。这些行业特征同时也是本文所要研究的益佰制药公司所拥有的。

Degree papers are in the "[Xiamen University Electronic Theses and Dissertations Database](#)". Full texts are available in the following ways:

1. If your library is a CALIS member libraries, please log on <http://etd.calis.edu.cn/> and submit requests online, or consult the interlibrary loan department in your library.
2. For users of non-CALIS member libraries, please mail to etd@xmu.edu.cn for delivery details.

厦门大学博硕士论文摘要库