

迎接医疗行业大变革的启动年

—2007 年医药行业投资策略报告

2006.12.8 | 调高 | 推荐

分析师: 刘彦明

E-mail: liuyanming@chinastock.com.cn

联系电话: (8610) 6656 8757

投资要点:

- 近一年来医药行业评级调整较及时把握了板块投资机会。预计 2007 年医药行业仍面临较大盈利增长压力, 本应继续给予行业中性的评级。但我们认为, 中国医疗行业发展进入了新的拐点期, 2007 年将是医疗行业大变革的启动年。对政策的良好预期将会影响到相关上市公司的股价表现, 调高评级为推荐。医疗行业的大变革趋势将在 2007 年人代会和党代会之前进一步明朗化, 如果说过去的 12 年国内医药行业奠定了制药大国的基础, 未来的 12 年间国内制药业将借力于政策实现制药强国的追求。
- 医疗民生问题关系到和谐社会建设的成败, 看病难、看病贵现象成为目前医疗体制的症结。我们预测政府加大 1000 亿元的财政投入将有效解决基层公共卫生体系瘫痪的问题, 未来 5 年农村人均卫生费用将年均增长 30% 以上, 政府加大公共卫生投入和农村卫生消费水平大幅提高旨在解决看病难问题。政府补贴到位、医药分开、通用名处方制度等系列政策的出台将使分割的药品市场得到统一, 有品牌的药企将获得崛起的机会。处方药的销售模式将发生重大转变, 医院和零售渠道并重的非专利药自然销售模式市场份额将稳步扩大, 国企背景的品牌公司面临较大的战略机遇。医药分开和中低端药品市场的崛起旨在解决看病贵问题。
- 全球健康产业较高的市盈率、市净率等指标显示了投资者对其增长前景的良好预期。影响药企估值的多因素性使全球制药上市公司股价表现个性化特征。从制药行业的全球化、垄断化及国内药企的可比性角度出发, 选择了 39 家海外上市制药公司相关数据做为对比。
- 回顾了 2006 年年度策略推荐的新华医疗、上实医药、哈药集团等一年来的市场表现, 2007 年度采用微观面和宏观面结合的选股思路, 认为双鹭药业、万东医疗、华北制药、中新药业、华海药业、同仁堂等企业蕴含较大的投资机遇。其中双鹭药业注重品种和销售模式的创新, 预测 06 年和 07 年每股收益分别为 0.55 元和 0.88 元, 目标价位为 19 元。产业环境的改善有利于华北制药全面转型战略的实现, 公司目前市值较产业并购价值 30 亿元约低估五成以上, 中期目标价位 3.08 元。华海药业正处于第二次跳跃式发展的起跳期, 第二次跳跃将以年实现利润 4000 万美元为标志, 公司的市值也将达到 10 亿美元之上, 中期目标价位为 17.8 元。

目 录

一、	制药业投资评级调整基本提前反映市场表现	3
1. 1	医药板块市场走势回顾	3
1. 2	国内医疗行业发展进入拐点期	3
二、	医疗体制改革的新思路逐步明确	4
2. 1	政府将加大公共卫生投入	4
2. 2	农村卫生消费水平将大幅提高	5
2. 3	医药分开和中低端药品市场的崛起	6
2. 4	资本市场的积极参与有利于新医改成功	8
三、	产业投资机遇与国际估值比较	8
3. 1	捕捉医改新政孕育的产业投资机遇	8
3. 2	明星品种构成盈利变动的微观基础	9
3. 3	海外相关医药上市公司估值动态分析	9
3. 4	标杆公司具有较大参考价值	10
四、	重点推介公司的简要分析	13
4. 1	重点推介公司回顾	13
4. 2	双鹭药业(002038): 凝聚创新的力量	13
4. 3	华海药业(600521): 股价处于敏感区间	14
4. 4	华北制药(600812): 股价被低估五成以上	14
4. 6	同仁堂(600085): 估值合理掩盖品牌价值	15

图表目录

图表 1、	医药指数和上证指数相对走势图(2005.6.6~)	3
图表 2、	医药板块整体分季度利润费用率变化图	4
图表 3、	各国卫生支出结构的比较(%),2000 年	5
图表 4、	农村人均卫生费用变化预测图	6
图表 5、	国内制药上市公司成本费用结构图	7
图表 6、	典型公司三种业务盈利模式比较	7
图表 8、	400 家药企 p/e 值和 eps 增长率比照图	10
图表 9、	全球有代表性的制药上市公司估值相关参数	11
图表 10、	双鹭药业盈利指标简表	13
图表 11、	双鹭药业 DCF 估值	14
图表 12、	华海药业盈利指标简表	14
图表 13、	同仁堂盈利指标简表	15

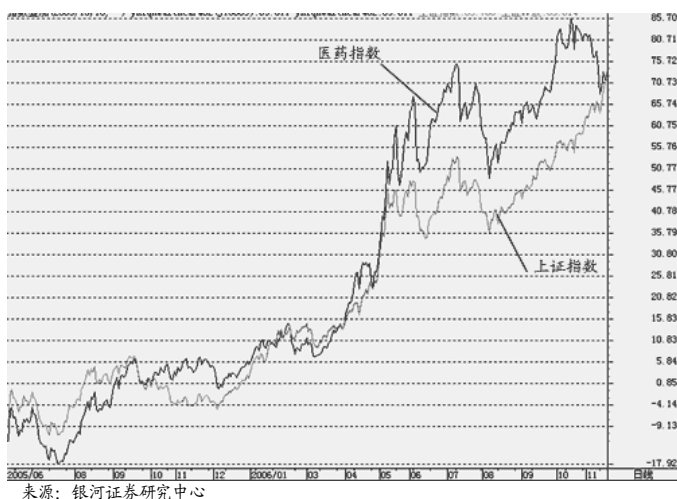
一、 制药业投资评级调整基本提前反映市场表现

1. 1 医药板块市场走势回顾

自股权分置改革推开以来,我们相继推出了《医药行业国际估值比较和个股机会》、《医药行业产业链分析》、《98 家医药上市公司年报前瞻》、《全流通视野下的各股市值比较分析》、《医药行业:品种优先,并购做强》等估值研究方面的报告。无论是纵向比较还是横向比较,全流通后市值定量比较研究将越来越发挥重要作用,它有利于建立证券市场长效激励机制建立,有利于股票的价格发现功能完善,有利于形成股票价格信号对资源配置的主导作用,有利于流通股股东的长期投资价值回报,有利于发现并购重组机会。银河证券认为,股权分置和医药分家问题左右了国内公司历史发展路径的选择。股权分置改革和医药分家的推进最终将建立制药上市公司以股东价值最大化和品种创新为导向的战略目标,过度融资和过度广告宣传等历史包袱将转化为产能利用率提升和品牌积累等提升业绩因素,国内医药市场的高成长性有利于上市公司实现长期价值回报。2005 年 12 月 28 日,银河证券推出了医药行业 2006 年年度投资策略报告《医药行业:大局将得以改观》,给予医药行业买入的投资建议。若以 2006 年 6 月 26 日收盘价计算,98 家医药上市公司的总市值为 1735 亿元,而 2005 年 12 月 12 日该数据为 1083 亿元,板块市值增长了 60.2%。期间上证指数从 1116 点上涨到了 1633 点,大盘上涨了 40%,国内医药板块 2006 年上半年的走势明显强于大盘。应该说银河证券上年末对板块整体表现的预测反映了实际运行状况的趋势。

2006 年 6 月 28 日,我们推出了《医药行业:品种优先,并购做强》的研究报告,将行业调整为中性。稍后的研究报告统计分析医药板块 2006 年中期业绩同比变化。利润增长长期滞后于收入增长的产业运行态势趋缓、营业利润同比较大下降、投资收益大幅增加等特点反映行业竞争进入新阶段。若以 2006 年 11 月 15 日收盘价计算,98 家医药上市公司的总市值为 1839 亿元,而评级下调日 6 月 26 日该数据为 1753 亿元,板块市值增长了 5.9%。期间上证指数从 1633 点上涨到了 1922 点,大盘上涨了 17.6%,医药板块板块的上涨落后与大盘,行业中性的预期和市场实际表现比较吻合。

图表 1、医药指数和上证指数相对走势图 (2005.6.6~)

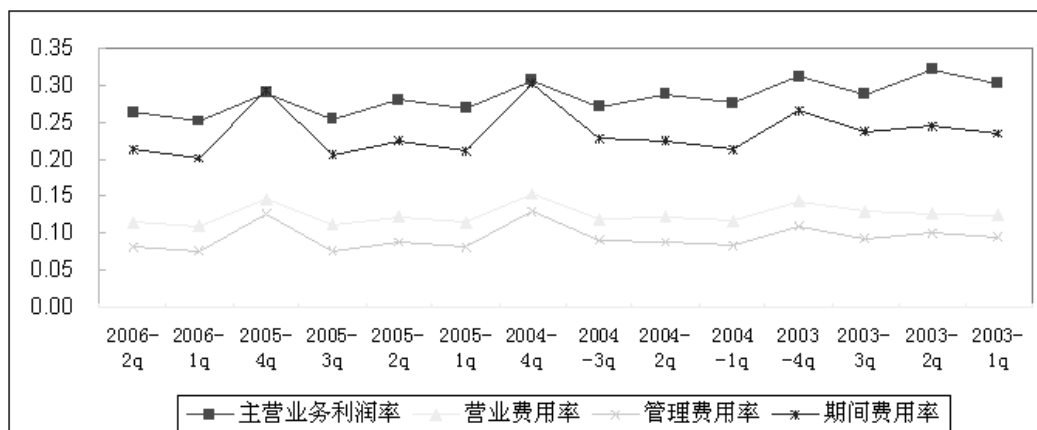


1. 2 国内医疗行业发展进入拐点期

2006 年全年和 2007 年上半年制药企业盈利增长的压力都很大,本应继续给予行业中性的评级。但我们认为,中国医疗行业发展进入了新的拐点期,2007 年将是医疗行业大变革

的启动年。对政策的良好预期将会影响到相关上市公司的业绩预期。所以，我们调高评级为推荐。从中期政策趋势来看，医药营销环节的反商业贿赂、通用名处方制度即将出台、企业自主创新能力环境的改善有利于企业开发出具有竞争壁垒的临床药物新品种，从而提升公司的盈利能力。同时，上市公司的资本运作将从并购做大策略向并购做强转变，集团整体上市、对子公司壳资源的转让和吸收合并等制度性变革措施将影响相关上市公司的发展。医疗行业的大变革趋势将在 2007 年人代会和党代会之前进一步明朗化，如果说前 12 年医药行业奠定了制药大国的基础，未来 12 年政策将助力实现制药强国梦想的实现。

图表 2、医药板块整体分季度利润费用率变化图



资料来源：银河证券研究中心整理

从全球范围来看，医药行业作为朝阳行业的基础在于生物科技的不断发展提供了技术可能性、老龄化社会提供了庞大的消费群体、政府福利支出加大提供了大笔买单。2006 年企业自主创新、政府公共卫生投入和医保参保范围等方面都看点十足，将构成行业回暖的拐点因素。医药行业整体仍保持“快速发展，过度竞争，特色经营，并购做强，品种优先”的长期运行态势，医药行业的个性化特征决定了特色医药上市公司总成为行业亮点。

二、医疗体制改革的新思路逐步明确

2006 年 10 月 18 日公布的《中共中央关于构建社会主义和谐社会若干重大问题的决定》(简称该决定)勾勒了未来 15 年和谐社会建设的远景规划，医疗、教育、住房三大民生问题的有效解决被提上了历史日程。我们通过点评的方式对来预测产业结构调整和行业整体的成长性。

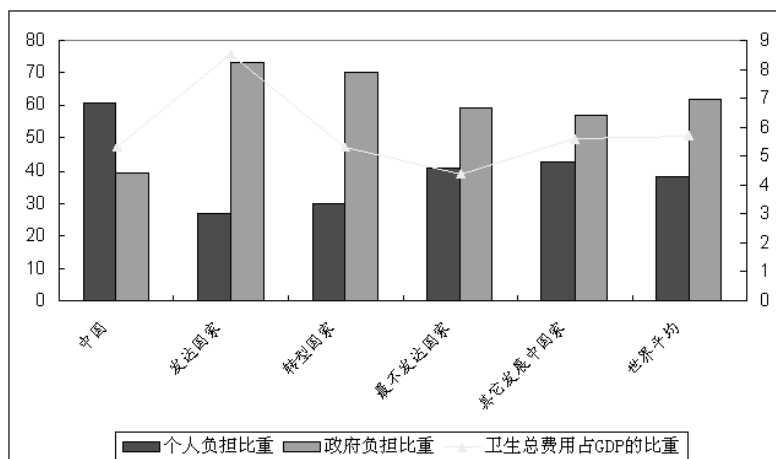
2.1 政府将加大公共卫生投入

政府公共卫生投入低被认为医改不成功的主要原因，它造成医药无法分家和医院主要依靠向患者收取费用维持运转等现象，被认为是改革停滞不前甚至倒退的深层次原因。近年来，政府投入医卫的比重逐年下降。2003 年全国卫生总费用为 6598 亿元，占 GDP 的 5.6%。其中政府投入仅占 17%，企业、社会单位占 27%，其余 56% 由居民个人支付。但从卫生费用所占 GDP 比例来看，计划经济时期医疗卫生总投入占 GDP 的比重也只有 3% 左右，而 2003 年卫生费用占 GDP 比例为 5.62%，超过世界平均水平 (5.3%)。无论横向比较还是历史地看待，我国医疗卫生的问题，并不简单是个投入不足的问题；如何提高现有投入的效率都任重而道

请务必阅读正文最后的中国银河证券免责声明

远，而这某种程度上也是个利益和效率的博弈问题。而2003年政府预算卫生支出1116.9亿元，占总费用的比例为17%。倘若该比例上升到25%，困扰业内多年的医药分家问题将可得到根本性解决；倘若再追加5%，基层医疗体系网络将能得到有效维护。总体来看，政府加大1000亿元的财政投入将有效解决以药养医和基层公共卫生体系瘫痪的问题，但在具体投入方式上还需仔细考虑。

图表3、各国卫生支出结构的比较(%)，2000年



资料来源：卫生部，银河证券研究中心整理

2.2 农村卫生消费水平将大幅提高

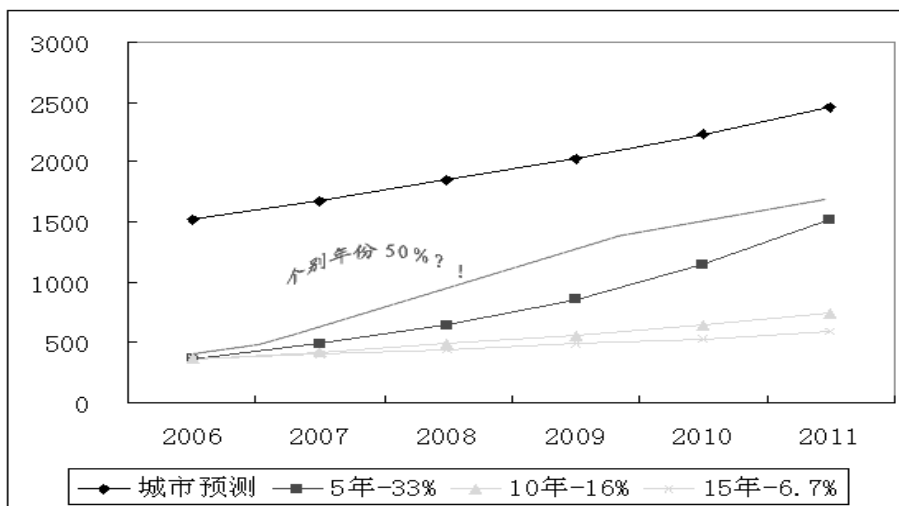
该决定指出，要把基础设施建设和社会事业发展的重点转向农村，国家财政新增教育、卫生、文化等事业经费和固定资产投资增量主要用于农村。建设覆盖城乡居民的基本卫生保健制度，为群众提供安全、有效、方便、价廉的公共卫生和基本医疗服务。健全医疗卫生服务体系，重点加强农村三级卫生服务网络和以社区卫生服务为基础的新型城市卫生服务体系建设，落实经费保障措施。

我国目前医疗市场城乡二元化消费的特点十分明显，据卫生部统计，2000年中国卫生费用中，农村卫生费用占22.5%，城镇卫生费用占77.5%，这就是说，占全国人口三分之二的农村居民所花费的医疗费用，不到城市居民的三分之一，农村居民人均医疗费用约为城市居民的六分之一。根据三次全国卫生服务调查的数据，绝大部分农村居民自费承担医疗费用（1993年84.1%，1998年87.3%，2003年79%），2004年新型农村合作医疗在全国全面推广之后，合作医疗的覆盖率上升，更多的农村居民具有了一定的医疗保障，在一定程度上缓解了农民的医疗负担，但是和农村居民的医疗需求相比还有很大的差距。1993年、1998年、2003年的农村平均门诊费用分别为22元、25元和50元，平均住院费用分别为541元、837元和1455元。农村卫生技术人员所占的比重不断下降，从建国初的近70%下降到2001年的不足40%。根据“十一五”规划和今年两会精神，2006年“新农合”试点覆盖面将扩大到全国县（市、区）总数的40%，2007年达到60%，2008年在全国基本推行，2010年实现基本覆盖农村居民的目标。4亿城市人口享受到的国家公共卫生和医疗投入是9亿农村人口的近2倍。从人均卫生费用看，2004年城市为1261元，农村为301元，二者之比为4.2。假如农村人口分别用5年、10年、15年达到城市人均卫生费用2004年的水平，农村人均卫生费请务必阅读正文最后的中国银河证券免责声明

用年均增长 33%、15% 和 10%。若期间城市卫生费用保持 10% 的增长速度，全国下个五年年均增长分别为 10%、13% 和 25%。

我们预测 2007 年到 2009 年农村卫生费用增量投入分别为 500 亿，800 亿和 1000 亿。由于农村药品所占的比重更大，未来三年将提供年均 300 亿元以上的药品市场增量，约占目前市场销售额的 15%。这对于国内定位于中低端的品牌制药公司而言，将构成重大利好。

图表 4、农村人均卫生费用变化预测图

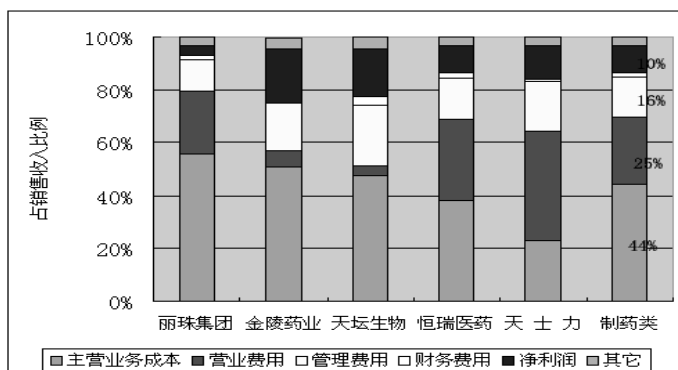


资料来源：卫生部，银河证券研究中心整理

2.3 医药分开和中低端药品市场的崛起

单拿药费收入而言，2004 年医药的收入约为 2500 亿元(2004 年门急诊人次数为 21.05 亿次，平均药费 61.8 元；2004 年全国医疗机构入院人数 6669 万人，人均药费 1872.2)，其中医院获得的差价收入约为 400 亿元。而 2003 年政府预算卫生支出 1116.9 亿元，占总费用的比例为 17%。倘若该比例上升到 25%，困扰业内多年的医药分家问题将可得到根本性解决。而这 2500 亿元的医院药品收入，在合理补偿医院费用的同时，也成为医药行业系列问题的源头。多年来，个人医疗费用支出增长已两倍于可支配收入的比例在增长。过去 5 年，我国城乡居民年均收入水平分别增长了 8.9% 和 2.4%，而在年医疗卫生支出上，城乡居民的支出分别增长了 13.5% 和 11.8%。从医院的自身发展逻辑来看，微观竞争环境的激烈和政府出台系列限价措施也使大多数基层单位经营陷入困境，大乱之后必有大治。政府补贴到位、医药分开、通用名处方制度等系列政策的出台将使分割的药品市场得到统一，有品牌的药企将获得崛起的机会。

图表 5、国内制药上市公司成本费用结构图



资料来源：银河证券研究中心整理

国内许多知名企业品种众多，但其产品的市场份额在零售渠道要远高于医院市场，而医院市场占据全部药品销售额的 80% 以上，除了外资的专利药市场份额相对集中外，大多数仿制药的市场份额并不高。我们预测价位适中的中低端药品市场将向有品牌内资企业集中，医院市场整体促销费用的下降、学术推广取代带金销售等整顿措施有利于国内品牌企业市场份额的迅速提升。目前处方药销售渠道主要为三种营销模式，即高毛利、高营销、高研发、高回报的专利药物销售模式，药品处于专利保护期是其主要特征，其高端市场为外资企业占据；高毛利、超高营销、低研发、中等回报的非专利药带金销售模式，特点是代金销售味较浓，产品主攻医院，国内药企占据医院市场的主导地位，盈利模式类似于图中的快速消费品；中等毛利、低营销、中等研发、中等回报的非专利药自然销售模式，医院和零售渠道并重，国企背景的药物品种占据主导地位。我们认为非专利药自然销售模式市场份额将稳步扩大，华北制药、同仁堂、中新药业、三精制药等药企都面临较好的发展机遇。

图表 6、典型公司三种业务盈利模式比较

业务盈利模式比较	创新药物	非专利药	消费品
收入	100.0%	100.0%	100.0%
内部销售	0.8%	2.6%	0.6%
其他收入	1.5%	0.4%	0.6%
总收入	102.3%	103.0%	101.2%
成本	-17.1%	-56.0%	-41.1%
折旧与摊销	-0.8%	-5.4%	-1.2%
营销	-30.7%	-17.1%	-33.2%
研发	-17.9%	-7.7%	-3.6%
管理费用	-3.0%	-4.7%	-6.2%
其他收入	-2.9%	-2.1%	3.6%
营业利润	30.7%	15.4%	20.7%

来源：银河证券行业部

2. 4 资本市场的积极参与有利于新医改成功

国内医疗资源集中在大中城市的大医院，它们的经营状况较好。而县级及以下的诊疗机构普遍效益较差。医疗机构及从业人员的待遇分化严重程度不次于社会的两极分化，这成为建设以人为本和谐社会的不和谐音符。我们预测 2006 年起将会加大对城市社区医院和农村医疗机构的投入，中低端医疗市场的增长潜力要高于高端市场。医疗高端市场的盈利潜力很大，如果国家限于财力水平所限，完全可以吸引社会资金投资高端医疗市场，在提高运营效率的同时，国家的投资分红又可用于中低端市场的建设。这种资本运作的潜力是巨大的。在计划经济时期，尽管经济发展水平很低，医疗卫生总投入占 GDP 的比重也只有 3% 左右，但通过有关制度建设，就已经基本上解决了绝大部分城乡居民的卫生防疫和基本医疗保障问题。改革以来，中国的经济实力已经增长了 10 倍以上，医疗卫生总投入占 GDP 的比重已经超过 5%，在发展中国家位居前列，解决所有居民的基本健康保障是没有问题的。改革的实质是要进行筹资方式、分配方式和资源运用方式的调整。中低端市场医疗市场应为国家财力支持的重点。在国家增量投入有限的情况下，国家可采取存量整合的方式，吸引社会资本投入高端医疗市场的产业化运营。通过投资分红、证券发行等方式募集发展中低端公益性医疗市场所需资金投入。

三、产业投资机遇与国际估值比较

3. 1 捕捉医改新政孕育的产业投资机遇

作为和大众健康息息相关的特殊产品，药品研发、生产与流通一直作为特殊商品受到监管，但监管的方式一直处于动态变化中；政府对药市的政策影响还体现在公共卫生财政投入、药品价格控制、医保支出方式等方面。不难理解，医疗体制改革的政策是影响医疗产业长期发展趋势的根本因素。

虽然已有权威机构宣布十年来的医疗体制改革是失败的，但被动投资者重在把握产业变革中蕴含的长期投资机会，寻找因时而生、而变的新崛起企业所代表的投资机会。我们认为宏观主体公益性和微观主体趋利性构成医疗行业的基本矛盾，市场将不断地游走于规范与混乱之间。三医问题（医疗、医院、医生）和三药问题（药品、药厂、药商）的妥善解决毕竟依赖于对基本该矛盾的辩证认识。可参见笔者相关研究，比如以四个适度理念替代四个过度，解决医疗市场的四个短缺。

我们预测 2007 年人代会期间新的医疗体制改革方案即将出台。“以民为本、监督政府、惠及大众”的新理念有可能贯彻到新的政策措施中。近期中药注射剂注册审批和再评价，媒体披露的一二三四五新医改方案包含了新的医改思路。我们认为不能简单地否定贯彻执行了十余年的医改政策，关键还是在实践中把握医疗行业的基本矛盾，即宏观主体公益性和微观主体趋利性的矛盾运动规律。齐二药”假药案、“欣弗”事件、“奥美定”事件接连发生的“药害”事件表明，我国目前正处于医药风险的高发期。

医疗改革牵扯到诸多部门，由国家 11 个有关部委组成的医疗体制改革协调小组已经成立，由发改委主任马凯和卫生部部长高强任双组长。医改小组比较青睐政府承担公共卫生及全民基本医疗的“英国模式”。从制定政策的思路上来看，未来政策的四大看点包括：1、加大惠及大众的财政卫生投入力度，该政策类似于免除农业税政策，是诸多利益的诉求点，将

推动国内普药生产厂家、县乡级医院的发展，对于华北制药、新华医疗等上市公司业绩提升影响较大；2、医院以药养医的局面将被打破，通用名处方制度将得到推行；有利于同仁堂、中新药业等国企背景的品牌类上市公司提高市场份额；3、政府新药审批的科学性和透明性得到加强，鼓励企业加大研发环节的投入，有利于双鹭药业、恒瑞医药等创新型企业做大做强；4、产业政策引导国内制药业实现由制药大国到制药强国的转变，品种优先、并购做强的策略成为企业实现股东价值最大化的必由之路。

3. 2 明星品种构成盈利变动的微观基础

依照自下而上的选股思路，投资者应重点关注拥有较高盈利贡献能力的明星品种及其公司。制药业涉及到药品的发现、研发、生产和销售等各个环节，优势制药企业依靠上述要素组合赢得竞争优势，这种竞争优势具体表现为药品品种的市场竞争地位，国外将年销售额超过 10 亿美元药品被称为重磅炸弹式药品（国内对应称为明星产品或畅销药品较为合适），笔者将明星产品特征归纳为独家垄断生产地位、疗效显著或有所改进、具备特定的营销网络组织三方面。拥有畅销药品是优势制药企业盈利能力强的根本原因，理应成为制药企业管理层和投资者关注的重心。与一般品种相比，畅销药品除非已进入产品成熟期，其增长速度一般远快于行业增长速度。竞争壁垒是其财务贡献大的根本原因，表现为占据较高的销售比例、主营业务利润率高、营业费用率可控性强、产品生命周期长等。畅销药品的这些特点可用下图加以概括总结。

图表 7、明星药品竞争能力框图



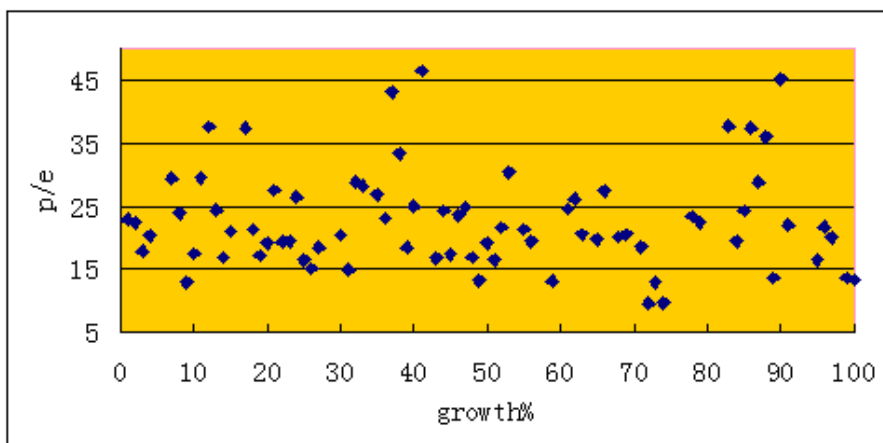
资料来源：中国银河证券研究中心

3. 3 海外相关医药上市公司估值动态分析

生命过程的复杂性决定了医药类上市公司估值的特殊性，但业绩和成长性依然构成估值的基石。公司的估值某种意义上寻找现实和未来的均衡点，市盈率指标较好的反映了公司现实盈利状况，而每股盈利未来增长率能较好反映公司的成长性。如同制药企业市盈率指标差请务必阅读正文最后的中国银河证券免责声明

异一样，制药企业的成长性指标也千差万别；且该两类指标很难找到简单的线性关系。图七数据来源于路透分析系统对 400 多家全球制药企业的统计，其中成长性指标为分析师对该公司未来两年每股盈利增长率的估计中间值。图中数据基本呈离散分布，这和我们制药企业为个性化行业的观点是相符的。比如，制药企业要揭示的是对复杂生命个体的认识，企业及其产品处于不同的成长阶段，各国的政府政府监管及药企盈利模式存在差异，产品的知识产权状况等指标需要更长的时间周期来把握。上述这些因素决定了估值时应避免以偏概全，需要结合国情和具体公司情况寻找被低估的公司。

图表 8、400 家药企 p/e 值和 eps 增长率比照图



资料来源：卫生部，银河证券研究中心整理

3. 4 标杆公司具有较大参考价值

上述 400 多家制药上市公司分布于全球各地，表 8 选取了美国、欧洲、印度、香港等证券市场医药类可比照公司。主要考虑到医药行业的国际垄断性和国内公司的比照性。比如，香港市场的主板和创业板共约有 50 余家医药类上市公司，我们选择了其中的 16 家，又以业务在内地开展的公司为主。全球通用名药企业的购并大潮让我们也选择了印度和欧美市场的一些跨国仿制药上市公司。前三家跨国药企的市值约占全球总市值的 75%，这些企业的一举一动对国内药企有较大影响，比如其专利状况的变化和专利药销售情况。所以也选择了这些行业龙头。具体估值指标参见图表 8（价格为 2006 年 9 月 22 日收盘价）。就香港市场而言，目前香港市场的医药股估值水平要低于内地，构成内地同质股票的上行压力。

图表 9、全球有代表性的制药上市公司估值相关参数

	公司名称	% 涨跌幅 (1 年)	% 涨跌幅 (3 个月)	每股净资 产	收盘价	收入	P/E	一年来最 高 P/E	营业利润 率	收入增 长率	净资产收 益率	税前利润 (本币)	市值(\$)	
欧美 市场	PFIZER INC	11.52	24.33	8.98	28.16	5.13E+10	19.16	24.40	22.48	14.52	12.36	1.15E+10	2.05E+11	
	JOHNSON&JOHNSON	-1.11	4.54	12.95	63.96	5.05E+10	17.24	21.63	27.03	11.40	27.49	1.37E+10	1.87E+11	
	GLAXOSMITHKLINE	2.83	-4.64	1.26	1418.00	2.17E+10	15.60	19.40	31.74	3.68	64.14	6.73E+09	1.56E+11	
	NOVARTIS N	14.83	10.60	12.09	72.00	3.22E+10	20.44	22.90	21.44	4.61	18.58	7.27E+09	1.59E+11	
	SANOFI-AVENTIS	3.62	-8.04	34.36	68.65	2.73E+10	15.02	75.59	14.13	35.57	4.84	2.64E+09	1.19E+11	
	ROCHE I	13.49	10.64	218.26	233.90	3.55E+10	34.15	34.96	25.41	4.37	16.57	8.97E+09	1.52E+11	
	ABBOTT LABS	9.09	13.94	9.44	47.90	2.23E+10	23.60	24.37	19.53	10.20	23.39	4.62E+09	7.32E+10	
	MERCK & CO	52.32	19.26	8.23	42.04	2.2E+10	16.62	17.25	33.45	-11.42	25.85	7.36E+09	9.15E+10	
	Astra	27.99	6.71	8.76	3324.00	2.4E+10	18.30	20.18	27.15	5.76	34.61	6.67E+09	9.80E+10	
	AMGEN	-15.61	9.11	17.47	70.89	1.24E+10	31.09	38.01	39.00	27.92	17.96	4.87E+09	8.30E+10	
	SINOVAC BIOTECH	-34.18	-4.06		2.60									1.02E+08
	SCHERING AG	84.12	3.41	16.83	92.08	5.31E+09	29.14	29.22	17.48	3.39	18.96	9.70E+08	2.28E+10	
	TAKEDA PHARM	9.70	6.83	2640.84	7350.00	1.21E+12	18.09	26.03	33.23	4.70	13.34	5.18E+11	5.62E+10	
	WATSON PHARM	-25.27	12.16	20.59	25.91	1.65E+09	41.13	42.97	13.27	15.20	6.57	2.19E+08	2.65E+09	
BARR PHARM INC	-2.05	6.49	15.91	51.50	1.17E+09	16.51	29.09	41.71	15.17	19.90	5.23E+08	5.47E+09		
TEVA PHARM	-6.45	-7.25	7.66	14210.00	5.25E+09			25.01	24.58	17.75	1.31E+09	2.59E+10		
印度	RANBAXY LAB.-A	-16.38	11.67	63.79	413.80	3.6E+10	100.68	149.78	7.41	12.65	4.59	2.23E+09	3.37E+09	
	SUN PHARMA-A	42.56	22.87	78.41	924.50	1.35E+10	35.34	35.82	36.96	17.18	30.70	4.89E+09	3.77E+09	
	CIPLA-A	86.30	15.83	25.52	260.15	3.1E+10	30.80	43.41	23.55	23.87	26.36	7.10E+09	4.42E+09	

市场	DR. REDDY-A	88.52	18.44	147.36	748.75	2.34E+10	51.09	256.11	13.21	18.75	7.45	2.78E+09	2.51E+09
	AUROBINDO PH-A	79.99	18.12	169.89	622.95	1.48E+10	34.84	207.00	10.55	8.08	6.88	9.46E+08	7.26E+08
香港市场	中国制药	-25.19	24.05	1.62	0.98	3.19E+09	17.19	17.37	6.84	26.25	6.30	1.49E+08	1.94E+08
	东瑞制药	47.27	12.50	0.61	0.81	7.34E+08	6.34	7.08	14.46	65.84	21.63	1.06E+08	8.32E+07
	广州药业(H股)	42.03	15.98	11.92	4.90	9.03E+09	19.87	26.39	3.42	16.41	7.04	3.07E+08	7.20E+08
	利君国际		14.29	1.72	3.40	8.85E+08	9.61	10.18	15.68		18.64	1.32E+08	1.27E+08
	新华制药(H)	4.46	-1.68	8.96	1.17	1.7E+09	2977.50	3155.64	0.70	10.20	0.40	1.25E+07	1.40E+08
	神威药业	52.00	-19.49	1.97	4.75	8.31E+08	12.09	17.56	41.19		20.33	3.42E+08	5.05E+08
	中国生物制药	-43.72	-18.90	0.82	1.03	7.56E+08	1.53	27.37	24.01	14.24	82.72	1.13E+08	3.00E+08
	维奥生物	-28.18	28.46	0.26	0.16	4.46E+08	28.21	105.88	8.45	47.42	5.47	2.65E+07	3.13E+07
	位元堂	-30.01	-20.78	0.46	0.20	3.25E+08			-12.50	6.20	-15.21	-1.07E+08	3.62E+07
	中生北控		-3.11	1.13	1.87	1.35E+08	7.77	7.97	22.83		21.62	3.04E+07	2.40E+07
	常茂生化	321.82	65.71	0.40	2.32	2.99E+08	22.07	23.41	27.64	32.59	25.03	8.07E+07	2.04E+08
	长江生命	-24.76	19.05	0.28	0.75	6.94E+08	239.07	2229.17	-4.44		0.45	1.61E+07	9.26E+08
	亿胜生物	23.81	-19.75	0.10	0.13	4.92E+07	10.48	14.33	31.74	17.05	26.86	1.55E+07	9.30E+06
	金卫医疗	60.17	-16.00	1.34	1.89	2.81E+08	4.25	11.69	44.53	75.23	27.42	5.64E+08	3.71E+08
	罗欣药业		20.00	0.27	0.45	2.50E+08	5.15	6.87	25.45		22.58	5.64E+07	3.52E+07
	海王英特龙	103.23	-27.59	0.09	0.63	4.82E+07			23.44		10.31	1.02E+07	7.66E+07
复旦张江	76.67	-17.19	0.17	0.27	2.01E+07			-157.86	2.65	-24.12	-3.47E+07	2.42E+07	
万全科技	8.70	72.41	0.31	0.50	4.22E+07	21.48	30.47	15.63		5.04	6.40E+06	2.31E+07	

四、重点推介公司的简要分析

4.1 重点推介公司回顾

2005 年年度报告推介的医药上市公司包括上实联合 (600607)、哈药集团 (600664)、新华医疗 (600587)、丽珠集团等; 2006 年银河证券阶段性推荐的股票还包括浙江医药、华海药业、双鹭药业、山东药玻等股票, 均取得了不错的市场表现。目前银河证券有研究报告支持的医药上市公司共有 46 家, 我们认为 102 家医药上市公司中, 约有 80% 的上市公司的投资都存在时点的把握。医药行业个性化投资特点较为明显, 行业整体趋势并未发生大的变化, 对个股的事件时点和业绩把握构成投资的主题内容, 可参见银河证券相关个股研究报告。

人类永无止境的健康需求决定了医药行业良好增长预期, 但政府医疗卫生政策、技术创新、企业发展的阶段性变化特点又使上市公司的业绩变化不尽相同。诸多药物老品种的恢复性增长和新品种的良好增长预期成为行业 2007 年回暖的微观基础, 2007 年品种引领行业回暖的趋势要求投资者重视医药行业品种和各股机会, 从而分享医药行业进步和获得较好投资回报。这种自下而上的选股思路有利于把握企业业绩变化的微观基础, 但 2007 年医疗政策的大变革要求注重政策调整带来的个股机遇。双鹭药业、万东医疗、华北制药、中新药业、华海药业、同仁堂等企业蕴含较大的投资机遇。

4.2 双鹭药业 (002038): 凝聚创新的力量

国内生物技术迎来产业战略机遇期, 全球意义上的生物技术公司价值主要体现在创新药物品种的价值。具有中国特色的生物技术公司需要重视营销的多样性和有效性, 同时应以技术驱动力为公司的核心竞争力。制药业的价值链涉及到新药的发现、开发、生产和营销四个环节, 公司的发展得益于在各环节上的创新。若以时间为序, 新仿制化学药品种、复合干扰素、中药大品种、技术转让依次是关注的重点。预测公司 2006 年和 2007 年的主营业务收入分别为 14880 万元和 22097 万元, 同比分别增长 25.5% 和 48.5%, 净利润分别为 4563 万元和 7287 万元, 同比分别增长 42.6%、85.1%; 每股收益分别为 0.55 元和 0.88 元。公司业绩将进入新的增长期, 给予买入的投资评级, 目标价位 19 元。

图表 10、双鹭药业盈利指标简表

主要财务指标					
(万元, 元, %)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	9305.1	11855.8	14880.4	22097.4	26375.6
增长率		27.4%	25.5%	48.5%	19.4%
净利润	3,200.2	3,382.1	4,563.2	7,282.0	8,514.0
增长率		5.68%	34.92%	59.58%	16.92%
每股收益	0.46	0.41	0.55	0.88	1.03
主营业务利润率	64.3%	60.5%	57.5%	61.3%	58.9%
净资产收益率	8.9%	8.9%	10.7%	14.6%	14.5%
市盈率	30.7	34.9	25.9	16.2	13.9

来源: 银河证券研究中心

图表 11、 双鹭药业 DCF 估值

DCF 估值(百万元, 元, %)						
加权资本成本	12.0					
长期增长率	2					
企业价值	2192					
资产价值	2352					
内含股权价值	2343					
目标价位	28.3					
敏感性分析						
	g					
WACC		1.0%	1.5%	2.0%	2.5%	3.0%
10.0%		33.9	35.5	37.2	39.1	41.3
10.5%		31.9	33.2	34.7	36.3	38.2
11.0%		30.0	31.2	32.5	33.9	35.5
11.5%		28.3	29.4	30.5	31.8	33.2
12.0%		26.8	27.7	28.7	29.8	31.1
12.5%		25.5	26.3	27.2	28.1	29.2
13.0%		24.2	24.9	25.7	26.6	27.5
13.5%		23.1	23.7	24.4	25.2	26.0
14%		22.0	22.6	23.2	23.9	24.7

资料来源：中国银河证券研究中心

4. 3 华海药业 (600521): 股价处于敏感区间

公司发展战略进入敏感期。银河证券认为，三级跳跃式发展使 cipla、ranbaxy、sun 等印度药企都发展成为市值 20 亿美元以上的全球性中型制药企业，华海药业正处于第二次跳跃的起跳期。第二次跳跃将以年实现利润 4000 万美元为标志，公司的市值也将达到 10 亿美元之上，对应 06 年盈利预测的股价区间为 13-21 元，目前股价对成长性反应不足。我们给出中短期买入的投资建议，目标价位 17.8 元。

图表 12、 华海药业盈利指标简表

主要财务指标					
(万元, 元, %)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	39,112.9	42,324.6	62,640.3	75,168.4	93,960.5
增长率		8.2%	48.0%	20.0%	25.0%
净利润	11,911.2	12,891.3	14,494.0	18,013.2	24,124.2
增长率		8.2%	12.4%	24.3%	33.9%
每股收益	0.66	0.55	0.62	0.77	1.03
主营业务利润率	49.9%	54.4%	46.2%	47.2%	49.2%
净资产收益率	15.2%	16.1%	15.4%	17.1%	21.0%
市盈率	20.9	25.1	22.4	18.0	13.4

来源：银河证券研究中心

4. 4 华北制药(600812): 股价被低估五成以上

大股东持股比例低和产业整合效益明显将使公司在全流通后的并购时代大显身手，公司请务必阅读正文最后的中国银河证券免责声明

吸引各方产业投资者包括三方面的内容：资产重估和土地等无形资产升值提升公司的潜在价值，仅其城区两块工业用地的转让收益也应在 6 亿元以上；通过并购方式取代产能扩张方式，处于寡头垄断竞争格局的原料药品种的效益将得到提升；公司的某些品种价格虽处于低潮期，但其发酵规模、制剂产能、品牌、销售网络、技术积累等将随着新品种的导入而焕发生机，产业价值不容低估。中低端药品市场的爆发式增长和药品市场的规范有利于其品牌的扩张，其制剂业务将得到大的增长空间。预测公司 2006 年第四季度净利润约为 2800 万元，2006 年-2008 年的净利润分别为 -2000 万、9800 万和 18600 万元。银河证券认为，公司目前市值仅为 20 亿元，较产业投资者心理价位 30 亿元约低估五成以上，目前股价约为 2.1 元，中期目标价位 3.08 元。并购将是其价值重估的重要实现方式。

4. 6 同仁堂(600085)：估值合理掩盖品牌价值

预测同仁堂 2006 年和 2007 年的销售收入分别为分别为 22.8 亿元和 25.1 亿元，同比增长 -12.5%和 10%。每股收益分别为 0.61 元和 0.67 元。同仁堂未来股价走势将越来越呈现事件驱动型特点，影响公司股价走势的事件包括：医疗市场规范和市场集中度的提高、海外市场的开拓、中医的产业化运营、管理层的激励、产品的提价、并购与私有化。我们认为医院药品市场的整顿有利于提高优势企业的市场份额，同仁堂母公司产品多针对处方药治疗领域，但多年来主要依赖零售渠道的销售，公司将迎来难得的发展机遇。

图表 13、 同仁堂盈利指标简表

主要财务指标					
(万元, 元, %)	2004A	2005A	2006E	2007E	2008E
主营业务收入	244,525.2	260,573.2	228,001.6	250,801.7	281,148.8
增长率		6.6%	-12.5%	10.0%	12.1%
净利润	28,678.0	30,123.1	25,802.1	28,118.0	30,964.3
增长率		5.0%	-14.3%	9.0%	10.1%
每股收益	0.79	0.69	0.59	0.65	0.71
主营业务利润率	45.6%	43.8%	41.0%	42.0%	43.0%
净资产收益率	13.4%	12.8%	9.9%	10.2%	10.9%
市盈率	21.1	24.1	28.2	25.8	23.5

来源：银河证券研究中心

本报告由中国银河证券有限责任公司（以下简称中国银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于中国银河证券。未经中国银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。中国银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是中国银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，中国银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但中国银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。中国银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

中国银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。中国银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的中国银河证券网站以外的地址或超级链接，中国银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

中国银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。中国银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

中国银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给中国银河证券客户的，属于机密材料，只有中国银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非中国银河证券客户，请及时退回并删除。

中国银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为中国银河证券的商标、服务标识及标记。

中国银河证券版权所有并保留一切权利。