

医药行业 品种走强引领行业回暖

2004. 11. 30 | 调高 | 增持 |

分析师: 刘彦明

E-mail: liuyanming@chinastock.com.cn

联系电话: (8610) 6656 8757

投资要点:

- 2003 年末和 2004 年中期, 银河证券给予医药行业中性的投资建议, 2004 年的市场走势和我们原先的预计基本一致。2004 年是个行情调整年, 药品成本上升难以向终端转移加大了企业发展战略、内部管理、品种研发等诸多发展要素的调整力度。我们对医药行业 2005 年的投资评级调高为增持。2005 年原料药、生物技术和医药流通子行业将有较多发展机遇, 化学制剂、中成药、保健品、医疗器械等子行业主要表现为各股机会。
- 2005 年国家医疗体制、医保制度、药品流通三项改革的力度和同步性将增强, 这有利于市场集中度向优势企业集中, 有利于医药上市公司的优势品种市场走强。药品流通业的大转折将受益于全面实行药品分类管理及其配套政策。
- 原料药品种存在四个不同的发展机遇期。处于不同阶段的品种和厂家的赢利点存在差异, 正在经历产业整合期的部分上市公司将受益于品种价格回升和产业整合的良好机遇, 鲁抗医药和华北制药 2005 年有望受益于产业整合机遇。相比于原料药, 具体品种走势是影响化学制剂、中成药和生物制药子行业公司业绩的最重要因素, 个股的投资机会和药品的市场走势密切相关。品种走强和政策支持对双鹭药业、万东医疗等生物技术股走强存在基本面的支持。
- 对重点关注的上市公司益佰制药 (600594)、恒瑞医药 (600276)、丽珠集团 (000513)、同仁堂 (600085)、云南白药 (000538) 进行了评级。医药行业个股业绩分化很大, 宜从具体药品品种、公司业绩和股价关联性角度寻找个股机会。

银河医药行业指数与上证指数对比图 (2003. 12. 31-2004. 11. 30)



资料来源: 中国银河证券研究中心

本报告中的信息均来源于已公开的资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。我公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告版权归中国银河证券有限责任公司。未获我公司事先书面许可, 任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

图表目录

- 图一、医药行业销售收入同比增长变化图（2003-2004）
- 图二、医药行业利润总额同比增长变化图（2003-2004）
- 图三、全国药品销售额和增长率变化图（1990-2005）
- 图四、原料药收入和利润变化图（2003-2004）
- 图五、化学制剂子行业收入和利润变化图（2003-2004）
- 图六、恒瑞医药主要品种市场景气度变化图
- 图七、明星药品竞争能力框图
- 图八、云南白药品种价格综合指数（1998 - 2004）
- 图九、同仁堂主导品种销售额变化图（1996-2004）
- 图十、生物技术子行业销售收入和利润变化图
- 表一、2004 年度医药股票池一览表
- 表二、2004 年度相关公司投资要点及报告索引表

一、品种走强引领行业回暖 调高 增持

2003 年末和 2004 年中期，银河证券一直给予医药行业中性的投资建议，同时强调重视医药上市公司个股的投资机会。医药板块及相关上市公司 2004 年的市场走势和我们原先的预计基本一致。医药行业的经济周期并不明显，属于典型的防御性行业，整体上受本轮经济过热引发的宏观调控影响较小。2003 年的 sars 疫情带动了全社会的药品销售较快增长，同时带来了 2004 年较大的社会库存量有待消化；2003 年公共卫生投入加大的政府买单行为 2004 年有所减弱；2003 年主要原料药品种受益于国际产业转移和价格较大幅度上涨，掩盖了当时产能过剩和国内价格恶性竞争冲动。这一切深层次矛盾决定了 2004 年是个行情调整年，药品成本上升难以向终端转移加大了企业发展战略、内部管理、品种研发等诸多发展要素的调整力度。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。2004 年的弱势并不排斥应运而生的强股，产业充分调整有利于医药行业 2005 年的整体回暖。

临近 2004 年岁末，我们调高对医药行业 2005 年的投资评级为增持。在竞争将更趋于激烈的产业环境中，同时强调行业回暖更应选好强势股。2005 年政府在加大医疗卫生体制、药品流通体制改革、社会基本医疗保障三方面改革力度的同时，将更强调政策之间的协调性和同步性，以医补医、药品分类管理措施的完善、加大社会医疗保险覆盖面等措施将显著提高我国医疗服务水平和质量，药品研发环节的市场价值将得到提升，企业产品市场集中度将显著提高。我们认为 2005 年各子行业表现不一，但都不乏品种走强和各股投资机会。其中原料药和生物技术的表现将尤为出众。原料药市场阶段性的机遇期可分为仿制厂家的技术突破期—规模优势期—多品种培育期—产业整合期四种类型，我国具备诸多具备国际比较优势的原料药品种，处于不同阶段的品种和厂家的赢利点存在差异，正在经历产业整合期的部分上市公司将受益于品种价格回升和产业整合的良好机遇，鲁抗医药和华北制药有望受益

于产业整合机遇。生物技术新药研发 2005 年将摆脱多年来概念和仿制支撑门面的格局，诸多一类新品种将成功上市。同时生物技术产业政策将得到相关部门的实质性支持，2005 年极有可能提到一弹两星的国家产业战略高度，品种走强和政策支持无疑将成为生物技术相关股票市场表现的助推剂，双鹭药业、万东医疗等生物技术股存在基本面的支持。医药流通子行业多年来持续走低，若 2005 年药品分类管理及配套政策实施到位，医药流通板块整体将迎来大战折的机遇。除原料药、生物技术和医药流通子行业外，医药行业尚包括的化学制剂、中成药、保健品、医疗器械等子行业主要表现为各股机会。

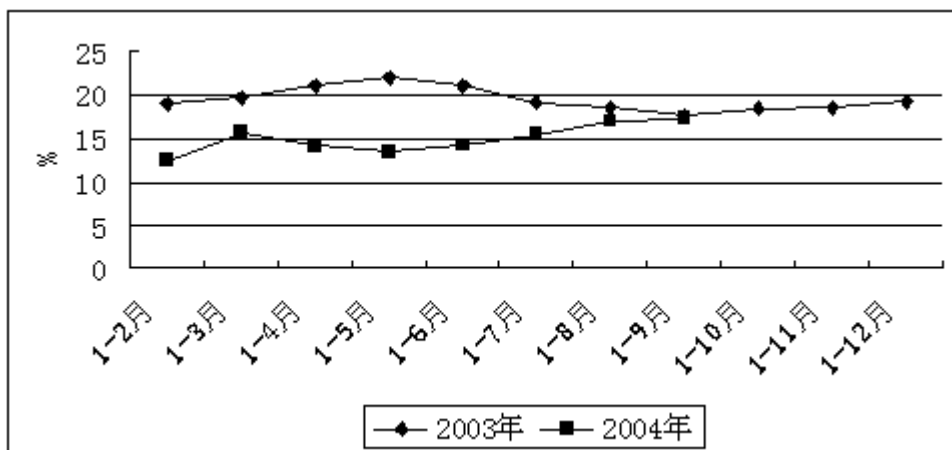
二、行业分析

本部分主要分三块内容，一、主要经济运行指标分析；二、政策变化趋势分析；三、具体子行业分析。

2.1 主要经济运行指标分析 稳健增长仍是主基调

根据国家统计局公布的数据，2004 年 1-9 月医药工业实现销售收入 2269 亿元（不含医疗器械），同比增长 17.39%，主要行业销售增幅均比前 8 个月有不同程度的提高。其中，化学原料药实现销售收入 650 亿元，增长 16.68%；化学药品制剂 694 亿元，增长 17.92%；中成药 478 亿元，增长 14.92%；生物制药 178 亿元，增长 26.46%。医药行业多年来基本保持两倍于 GDP 之上的增长速度，这种数量的高增长趋势由人类健康需求的无止境性特点所决定的。2003 年的 sars 疫情等突发事件使 2003 年第二季度的销售收入同比指标偏高，同时也影响到 2004 年的该指标偏低。稳健增长将是医药行业长期发展的主基调，但由于医疗服务产品的可替代性、政府价格管制和知识产权保护等政策因素、以及市场和价格国际化等产业竞争因素的共同作用，医药行业增长率将会出现一定范围的波动，具体子行业、公司、药物品种的利润贡献能力的分化更是在所难免，对这些因素的分析将是我们报告的重点内容。

图一、医药行业销售收入同比增长变化图（2003-2004）

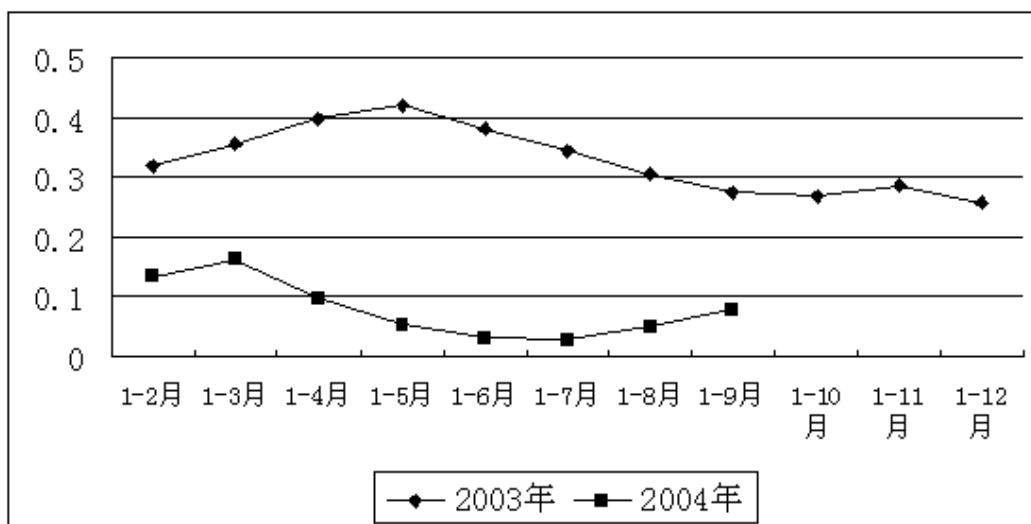


资料来源：国家统计局

2004 年 1-9 月份，医药工业实现利润 193.6 亿元，同比增长 8.1%，利润增长仍严重滞后于收入增长。其中，化学原料药实现利润 37 亿元，下降 10%，降幅继续趋缓；化学药品制剂

66.7 亿元，增长 8.5%，增幅回升；中成药 50 亿元，增长 17.1%，增幅提高；生物制药 17.5 亿元，增长 20.5%，增幅基本持平；中药饮片 9.8 亿元，增长 3.2%。医药行业利润滞后于收入增长的现象某种意义上反映了行业激烈的竞争状况，对于投资者而言，更为关注的是企业持续盈利能力的变化趋势和上述现象的内在关联性，做大盘子和寻找新的增长点无疑是企业持续增长的关键。

图二、医药行业利润总额同比增长变化图（2003-2004）



资料来源：国家统计局

2.2 政策变化趋势分析

医疗服务产品具有社会公共福利品的属性，在发达国家，医疗投入是财政支出的最大项目，目前国内基本医疗保险也正成为医疗市场的最大买单者。同时，医疗服务水平的提高有需依赖医疗服务提供方之间的较为充分的公平竞争。虽然国情不同，但政策均对各国的医药卫生产业的发展有重要影响，政策导向决定了社会医药卫生资源的投入产出比，决定了能否满足公众日益增长的医疗卫生需求，决定了一个国家健康产业的全球竞争力。回顾 2004 年和展望 2005 年相关的政策变动有利于把握相关上市公司的业绩变动趋势。

2.2.1 医保药品扩军和参保群体扩大，制药企业普遍受益

2004 年 9 月 16 日，国家劳动和社会保障部公布了《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录（2004 年版）》（以下简称医保目录）。这是自 2000 年以来医保目录的第一次调整这次《医保目录》呈现大扩容态势：中成药品种由 415 个增加到 823 个；西药品种由 725 个增加到 1031 个，从中也可以看出国家对中药行业的政策倾斜。同时，自 1998 年医疗保险推出后，我国的参保人员从 1696 万人上升到 11847 万人。医保支出占全国药品销售收入的比重从 7% 上升到 44%。作为药品市场的最大买单者，医保的扩编势必对相关上市公司业绩又较大的影响。1、已具备完备的销售渠道、药品毛利率较高的独家处方药品种，这些先前处于自

费药行列销售额扩大的最大制约因素就是自费造成的患者支付能力的限制，进入医保有利于提高医生开方积极性。比如益佰制药的艾迪、杏丁等品种，丽珠制药的参芪扶正注射液，恒瑞医药的注射用奥沙利铂、多烯紫杉醇、加替沙星、苦参素等品种，我们预测这些品种的 2005 年的销售额同比增长都在 30% 以上。医保扩编提供了医生开方的合理性，公司的营销重点转入“推动工作”——怎样开发更多医院、怎样扩大医药代表队伍、怎样激励医药代表、怎样做好学术推广工作等。2、医保扩编将使药企整体利润增长滞后于收入增长。医保本身有较强的议价能力，医保的目的是普惠于广大患者，如果药企业绩大幅上扬有违初衷。另外，扩编也增加了患者和医生对同类药品的选择权，药企之间的竞争可能导致营业费用的拉升。

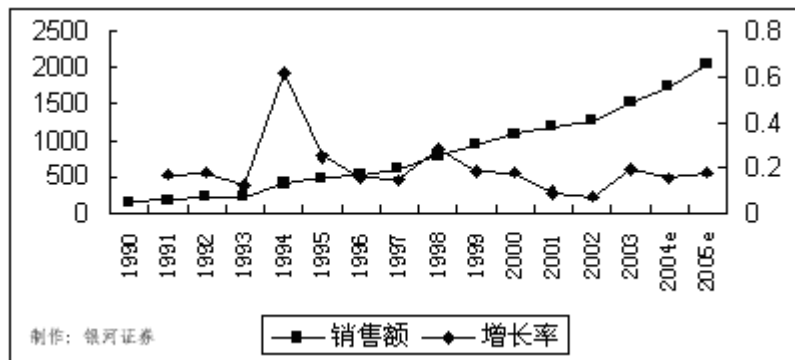
1998 年，中国开始实行城镇职工基本医疗保险制度。这标志中国从过去的福利制度向医疗社会保险制度转变。确立了以医疗社会保险为医疗保障制度的基本主体。我们认为未来参保群体的扩大对药品市场的带动作用要大于目前状况。这是因为目前参保群体多陆续从公费医疗体系转变而来，本身不属于缺医少药群体，更多的理解是改变了福利形式。而未来新增医保群体即带来新的消费增量。据报道，我国将采取三项措施推进医保改革，力争用三年左右的时间逐步将城镇劳动者全部纳入医保范围。这些措施包括：一、重点推进混合所有制经济、各类非公有制经济从业人员及进城务工农民参加医疗保险；二、在有条件的地方，力争用三年左右的时间将小城镇从业人员以及失地农民纳入不同层次、不同保障方式的医保体系。三、医保服务机构要简化就医和费用结算程序，使参保人和医疗机构得到及时、便捷的服务。

2.2.2 完善药品分类管理，形成药品流通新秩序

2004 年 7 月 1 日，我国开始实行零售药店出售抗菌药物必须凭医生处方的规定后，对规范抗菌药物使用的又一重大举措，这是药品分类管理中具有里程碑意义的事件。2004 年 10 月，卫生部又出台了临床使用抗生素的指南。系列政策的初衷就是降低抗感染药物使用比例，促进合理使用抗生素，但对各相关主体的影响不一。1、抗生素相关上市公司受到冲击最大，国际化和产品结构调整势在必行。国内早期的医药上市公司背景均是以抗生素生产为主营业务方向的国有企业，多年来产能严重过剩和有效需求骤降将对业绩有较大影响。但也应看到，这些上市公司在该领域具有较强的竞争力，发展高端产品和开拓国际市场是应对行业寒冬的有效措施，外在的压力将加快上市公司结构调整的步伐，我们认为鲁抗医药和华北制药 2005 年的产业动向值得投资者关注；2、药品零售板块将受到较大冲击。据统计，药店经营的抗菌药物一般在 200 种左右，占经营品种的 15%，其销售额占总销售额的 20%，占药店利润的 25%。抗菌药物是药店生存和发展的支撑点，对零售药店影响举足轻重。由于目前医生处方基本垄断在医院流通渠道，该禁令无疑断了药店的财路。2005 年我国将全面实行药品分类管理，我们认为药品零售板块的转机有望在 2005 年出现，而有关医生处方自由流动的法律性规定竟成为整个药品流通业转暖的方向标。药品零售板块近 4 年来持续走低，同时行业的核心竞争力和服务水平不断提高，这种反差主要由目前医疗卫生政策改革的阵痛所引发，2005 年药品零售业有望迎来发展机遇期。目前政府的思路已有以药养医变成了以医补医，处方自由流动将成为利益主体博弈的可能结果之一。3、药品分类管理对医院影响构成短期利好，长期利弊。药品分类管理的初衷是合理用药，但由于目前处方垄断于医院销售渠道，随着药品处方自由流动规则的出台，医院将逐步依赖技术服务获得收入，药品将不再是其收入和利润的主要来源。我们预测 2004 年和 2005 年全国药品销售同比增长分别为

15%和 17.3%，低于 2003 年 19%的增长率。其中抗肿瘤类、心脑血管类用药仍保持较快的增幅。

图三、全国药品销售额和增长率变化图（1990-2005）



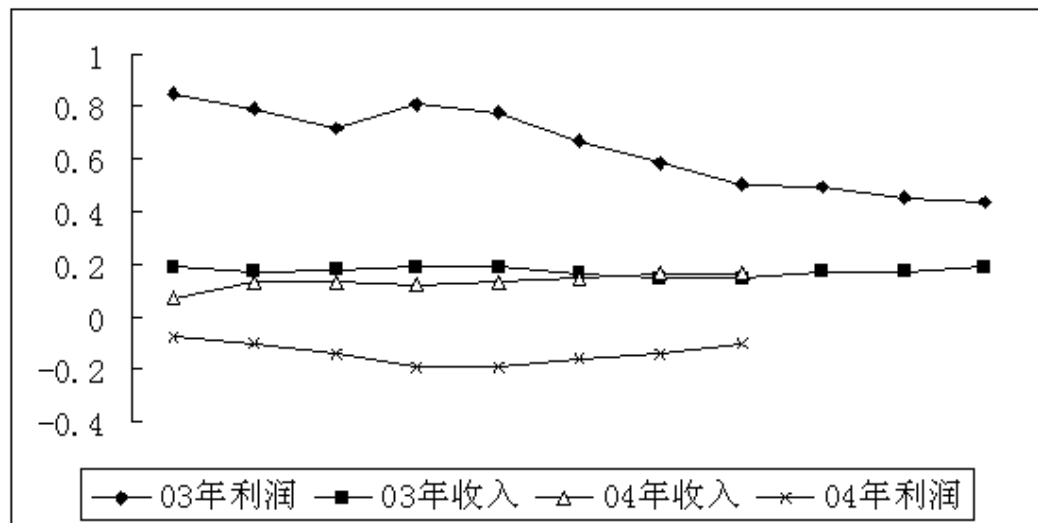
资料来源：中国银河证券研究中心

2.3.1 原料药市场，调整孕育机遇

2003 年总产量已达 56.18 万吨，同比增长率为 11%，占全球原料药市场份额的 22%，2003 年原料药的出口额为 29.88 亿美元，同比增长了 28.07%。受益于 2003 年主要原料药品种价格的恢复性增长，2003 年原料药行业利润整体上出现了爆发性增长，如下图所示，2003 年销售收入同比增长了 18.63%，利润总额同比增长了 43.9%。但根据原料药行业产能严重过剩和主要品种市场价格走势，我们给出了 2004 年原料药行业投资减仓的评级。我们预计 2004 年销售收入同比增长 17%，利润同比减少 5%。原料药企业的竞争力主要基于技术优势和规模优势，相对于专利药研发厂家的知识产权壁垒，原料药的盈利空间和时效性受到较大制约，全球原料药市场近年来的发展与制药行业分工的细化和通用名药市场的兴起密切相关，预计化学原料药市场已由 1996 年的近 100 亿美元扩展到 2003 年的 150 多亿美元。我们认为原料药市场的机遇是阶段性的，主要表现为专利药仿制厂家的技术突破期-规模优势期-多品种培育期-产业整合期四个阶段，处于不同阶段的品种和厂家的赢利点存在差异，经历了产业整合期的大品种原料药盈利水平将趋于稳定。

我国许多原料药品种已具备国际比较优势，但由于缺乏产业整合，2004 年陷入国内价格恶性竞争的状况，乃至遭到国外的反倾销调查，青霉素品种就是典型案例。我们预计 2005 年青霉素系列价格将恢复性上涨，作为成熟性品种，其价格将维持在合理利润率水平，预计全年价格将恢复性上涨，主要生产厂家该品种的毛利率将在 20%左右。鲁抗医药和华北制药分别采用了国内结盟和国际结盟的整合模式，前者通过和华源集团的资本对接，将有效降低终端消费市场运作屏障和发展高端产品，有效利用自身的产能优势，有利于开拓国内市场。华北制药和 DSM 的结盟，将有利于产品进入西欧原料药市场，有利于公司开拓国际市场。我们认为 2005 年两家公司的的发展将有诸多看点，建议投资者择机增持。

图四、原料药收入和利润变化图（2003-2004）

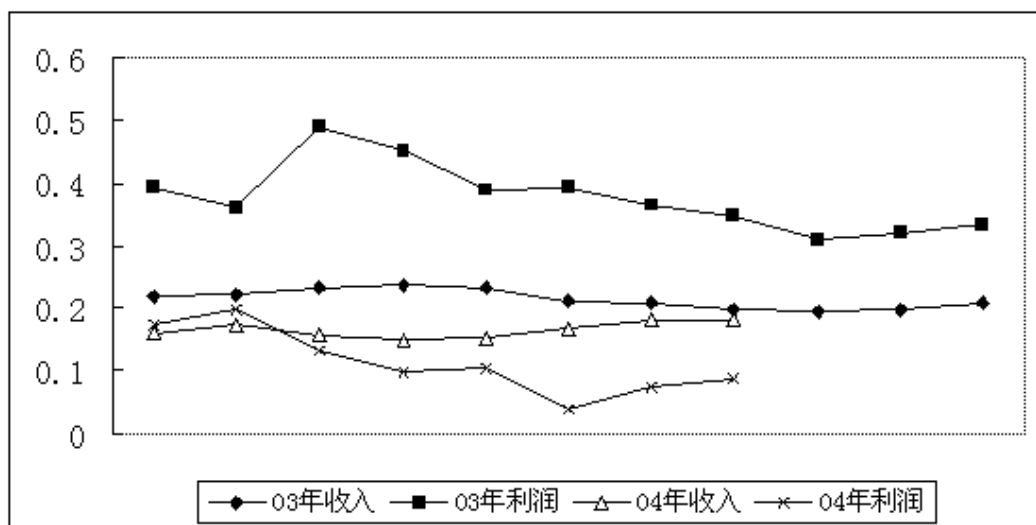


资料来源：国家统计局

2.3.2 化学制药 研发和营销并重—龙头地位进一步强化

从全球范围来看，化学制药工业属于典型的研发驱动型行业，研发投入强度大，跨国制药企业依靠知识产权壁垒瓜分全球药品市场，制药工业的高端产品集中于专利药品，发展中国家的制药工业普遍集中于普药领域。目前，跨国制药企业在中国的市场份额远低于国际市场数据，比如，辉瑞制药约占全球药品销售份额的 11%，而在国内市场的份额估计在 1% 之下。随着中国医药市场规则日益与国际接轨，跨国药企的市场份额上升将进一步挤压国内药企的生存空间。从长远来看，高强度的研发投入并不是国内医药上市公司的现实选择，而缺乏垄断性药品又使医院学术营销和渠道拓展缺乏可持续性。我们认为 2005 年国外药企市场份额上升和国内龙头企业地位强化的趋势并存，这种进程同时受到药品分类管理和医疗卫生体制改革较大影响，但市场份额日益集中的趋势已经形成。

图五、化学制剂子行业收入和利润变化图（2003-2004）



资料来源：国家统计局

我们认为具备可持续发展的化学制药上市公司应具备全国性的医院学术推广和营销网络，缩短新药上市的培育期；为所处治疗领域的龙头企业，该细分市场具有较快的增长率；研发创新能力强，和国内外研发机构具有广泛的业务合作，项目储备和转化能力强。这样的医药上市公司才可能在激烈的市场竞争中具备持续增长能力，才能将国内的市场优势转化为企业的实力，才能在国际市场放手一搏。

我们从 2003 年开始对恒瑞医药进行了持续关注。我们认为类似的制药企业仍是投资者关注的重点，而采用类似图六的医院临床数据库的分析是动态跟踪企业业绩变化的有效手段。

图六、恒瑞医药主要品种市场景气度变化图

药品名称	2001-qt1	2001-qt2	2001-qt3	2001-qt4	2002-qt1	2002-qt2	2002-qt3	2002-qt4	2003-qt1	2003-qt2	2003-qt3	2003-qt4	
阿曲库胺	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.46	1.46	1.02	0.67	0.48
氯唑卓	1.00	1.00	1.00	1.00	0.44	-0.06	0.30	0.15	-0.19	-0.07	-0.26	-0.40	
奥沙利铂	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.26	11.30	1.30	2.01	2.59	0.96	1.05	0.52	0.34	
西沙必利	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.51	30.00	2.41	3.08	2.82	2.16	4.19	1.24	
西沙必利	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#N/A	#DIV/0!	0.34	-1.00	#DIV/0!	
大肝素	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.00	#DIV/0!	#DIV/0!	1.30	#DIV/0!	#DIV/0!	-1.00	-1.00	0.10	
复方丙氧酮	#DIV/0!	0.17	-0.04	-0.25	0.42	0.06	2.00	0.02	-0.15	-0.41	0.00	-0.32	
环磷酰胺	#DIV/0!	3.00	3.10	-0.06	0.43	-0.35	-0.48	-0.08	-0.52	0.02	0.08	1.23	
甲氧苄啶	0.00	0.11	0.16	0.20	0.40	0.00	1.50	0.54	0.05	0.70	0.33	0.53	
甲氧苄啶	-0.48	0.06	0.13	-0.11	0.06	0.36	0.35	0.52	0.14	0.37	0.27	0.26	
克拉霉素	-0.16	0.01	-0.03	-0.17	0.57	0.35	0.22	-0.03	-0.35	-0.11	-0.19	-0.36	
奥曲肽	-0.19	2.36	0.14	1.17	2.00	0.77	1.12	0.40	0.47	-0.10	0.05	0.13	
氟比酮	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	4.41	6.67	3.57	5.00	0.25	1.63	3.00	0.00	0.05	
氟比酮	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.00	-0.74	0.21	0.34	-0.46	0.44	-0.08	-0.59	-0.27	0.15	
诺红霉素	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	36.26	130.54	3.00	-0.22	-0.50	-0.25	-0.14	0.32	-0.09	
诺力宁	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	2.00	0.20	0.45	0.00	-0.16	-0.70	-1.00	-1.00	
磺胺嘧啶	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	1.70	0.43	-0.52	-0.05	0.95	0.07	0.57	0.00	
替比拉韦	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	14.90	-0.90	-0.90	-0.93	-0.94	-0.01	0.01	0.01	
托泊替康	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	0.15	2.33	0.35	-0.02	2.74	
糖皮质激素	#DIV/0!	#DIV/0!	#DIV/0!	-0.22	1.30	-2.00	0.00	0.00	0.30	-0.93	-0.00	0.00	
依托咪唑	#DIV/0!	0.40	-0.90	-0.66	0.00	0.74	4.50	1.72	0.43	0.52	0.03	-0.03	
异环磷酰胺	0.21	1.04	1.13	0.70	-0.13	0.32	0.10	0.34	0.53	0.15	0.16	0.01	
左旋氧氟沙星	#DIV/0!	37.37	1.75	0.25	3.00	0.00	1.50	2.01	1.00	1.00	0.00	0.07	

制作：银河证券行业部

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

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。

图七 明星药品竞争能力框图



制作：银河证券行业部

资料来源：中国银河证券研究中心

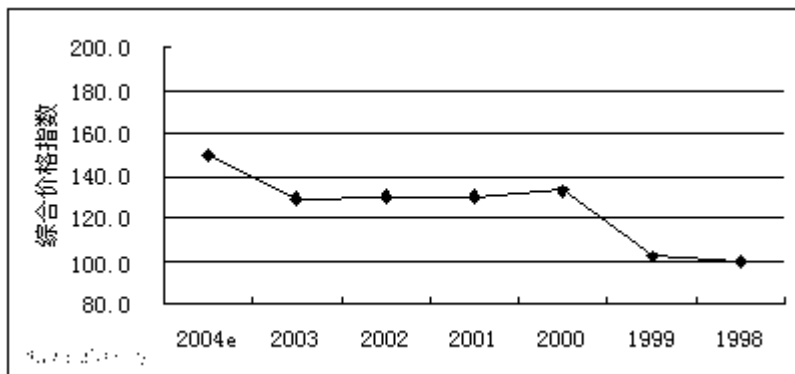
2.3.3 中成药 品牌就是壁垒？

中成药在国内消费具有悠久的历史和文化传统，近年来中药现代化也取得了一定的进展，但主要集中在剂型改进等层面，难以产生疗效方面的实质性突破，药品市场的增量部分更多为西药制剂分享。即使拥有独家垄断中成药品种的上市公司，由于产品缺乏升级换代的基础，也面临成熟期后市场份额下降的考验。目前，益佰制药、天士力等中成药上市公司都善于开拓医院销售渠道，也不乏销售过亿元的拳头品种，采用老药新剂型的品种策略和国内目前医疗市场的格局是相适应的。我们预计 2005 年益佰制药业绩增长将步入新的台阶，投资者可重点予以关注。

占据国内中成药主流市场的仍是诸多老厂家生产的老品种，其中的优势品种具有特定的企业和地域特点，从盈利能力来分析，这些品种的盈利能力虽然毛利率和国外专利药接近，但由于研发投入十分低，盈利能力远高于国外专利药品种且无专利到期后仿制的威胁。这些品种普遍表现出用药份额的渐进性和药品价格阶段性提升的特点，2004 年云南白药和东阿

阿胶业绩较大提升和其品种调高出厂价关系密切，品牌忠诚度高和相应的议价能力强是该类企业的主要看点。我们认为上述企业 2005 年的业绩将在新的平台上演绎。

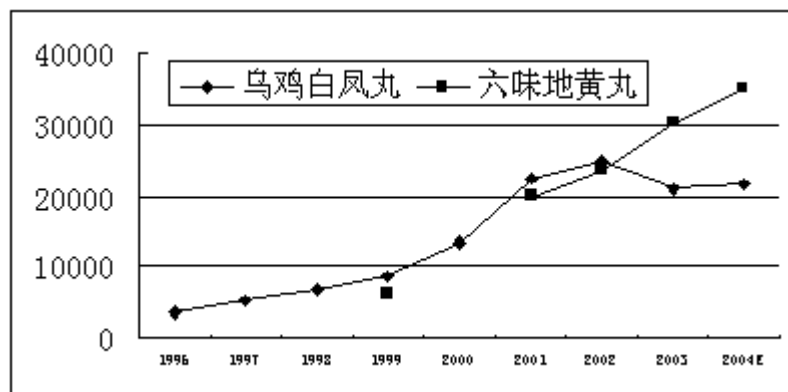
图八、云南白药品种价格综合指数 (1998 - 2004)



资料来源：中国银河证券研究中心

作为中成药的第一品牌，同仁堂具备口碑好和品种多的优势，品牌优势在其拳头品种虽市场投入少，但却占尽市场先机中表现的淋漓尽致。由于品种同质化色彩较浓，毛利率相对较低，影响了利润水平的快速增长。我们认为，牛黄清心丸系列推出的礼品装定位于国内外高端市场，2005 年下半年会取得较快的增长，其发展势头不亚于目前第一盈利品种六味地黄丸系列，投资者可作为长线关注。

图九、同仁堂主导品种销售额变化图 (1996-2004)



资料来源：中国银河证券研究中心

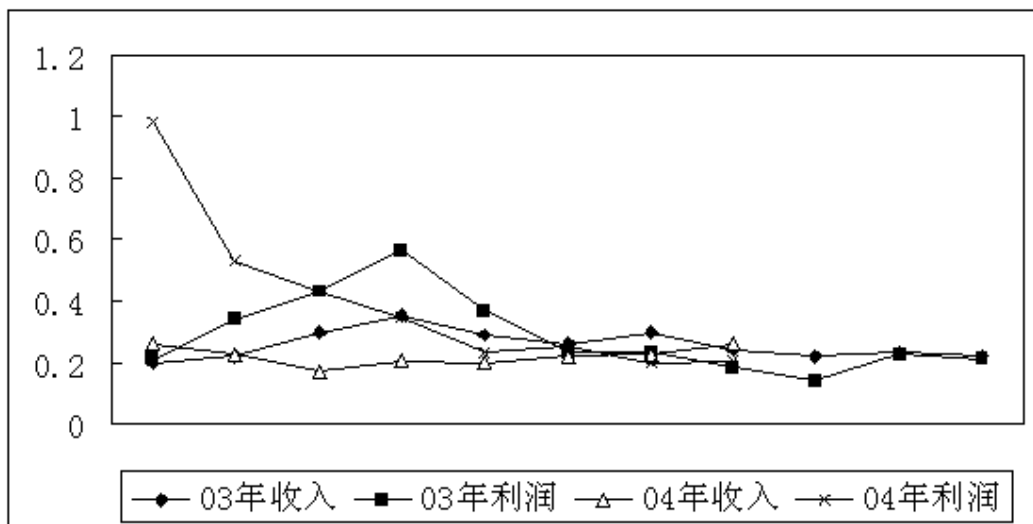
2.3.4 生物技术 重大政策孕育先机，增持

医药工业的突破很大程度上归因于人类对生命认识规律的深化，药品的高附加值某种意义上是对药企高风险、高投入的研发活动的回报。21 世纪的生物技术已经成为医药工业的研发平台，大型药企通过自主研发及和创新能力强的生物技术企业结盟来实现药品项目的储备和积累。

国内生物技术创新进入实质突破期。技术发展存在内在的周期特征，以 2000 年人类基因组计划完成成为标志，人类对生命规律认识进入了新的境界，找到了破解复杂衰老性疾病的

治疗手段。同时全球的生物技术融资伴随纳指突破 5000 点达到的顶峰。随后的 3-4 年时间，生物技术进入了工程研发阶段，即将引来投资回报期。从国内情况分析，基因治疗、治疗性疫苗、生物芯片等领域的成果正取得实质性突破。不同于 90 年代中期的基因工程药品普遍缺乏知识产权壁垒，同一生物技术药品生产者众多，产品盈利能力受到很大制约。目前的生物技术创新成果多具有国际视野，这些一类新药对整个行业发展的示范作用将是深远的。

图十、生物技术子行业销售收入和利润变化图



资料来源：国家统计局

产业政策出台有利于加快生物技术发展，提高国家在该领域竞争力。据透露，即将出台的生物技术政策已得到了国家最高层的首肯，将被提到两弹一星的国家战略高度。各有关部门将协同该产业政策的落实。中国生物技术及产业化正处在关键阶段，国务院已决定成立国家生物技术研究开发与促进产业化领导小组，发改委也将在今年年底前向国务院提交促进中国生物技术发展的政策和建议。据了解，发改委将针对生物技术产业提出包括投融资、税收、人才、出口等一揽子的专项政策。

生物技术的投资行为应强调成长性。投资者须结合企业盈利水平和未来成长性作出对上市公司估值合理性的判断。2005 年证券市场将面临整体成长性稀缺的境况，生物技术所保持的稳健的成长性有望得到投资者的追捧。从产业环境来分析，国内生物技术产业的人才、技术、对外交流、环境等诸多因素已到了厚积薄发期，具备一定的国际比较优势。政府的产业扶持政策某种程度也体现了科学的发展观。

生物技术类公司成长性来源于创新性的团队、制度和人材的贡献，这些要素也构成了相关上市公司的核心竞争力。我们认为两类生物技术上市公司值得重点关注：1、公司技术开发能力强，知识产权转让收入占据较大的主营业务收入比例。目前国内生物技术企业仍强调独立营销网络的构建，随着独家专利产品授权费用的提高，企业应逐步退出复制国内大型药企营销和研发并重的思路，专注于新药的研发和申请。在国际市场上新药的转让价值几乎等

同于生物技术公司的市值，这是产业竞争和分工的必然结果。类似双鹭药业的技术型生物技术公司值得长期关注。2、特定细分小市场的龙头企业。这些上市公司往往抓住技术突破对特定治疗领域和检测应用方面的机遇，做大小市场。达安基因在 PCR 临床应用领域具有较高的市场占有率，万东医疗控股股东在生物芯片领域较早获得了国家大批资金的支持，其研究成果已陆续上市。这类公司的发展强调技术和营销并重，其爆发性增长的机会少于前者，成长的阶段性较为明显。

三、重点关注上市公司的简要分析

本部分列出 2004 年对所覆盖部分上市公司的研究结论，投资者可依据附注参阅具体报告。基于前述 2005 年医药行业整体和各子行业发展趋势，我们将对 2005 年银河证券医药上市公司股票池和关注池作出部分调整。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 2005 年回暖的微观基础，2005 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。

表一、2004 年度医药股票池一览表

股票简称	股票代码	投资评级	股价	总市值 亿元	每股收益			市盈率 (X)		
					03	04E	05E	03	04E	05E
益佰制药	600594	买入	22.90	15.3	0.77	1.06	1.81	29.8	21.6	12.6
恒瑞医药	600276	增持	13.17	33.6	0.37	0.46	0.71	35.5	28.6	18.4
丽珠集团	000513	增持	7.8	23.8	0.3	0.41	0.47	26	19	16.6
云南白药	000538	卖出	15.75	38.0	0.47	0.67	0.78	33.4	23.5	20.3
同仁堂	600085	中性	20.98	75.9	0.66	0.77	0.88	31.7	27.3	23.8

表二、2004 年度相关公司投资要点及报告索引表

公司名称	投资要点	附注 (报告索引)
益佰制药 (600594)	公司处方药和非处方药的非均衡发展将带来较大业绩增长机遇，公司处方药和非处方药盈利空间存在明显的差异性。艾迪注射液分享抗肿瘤药物的高增长，2004 年和 2005 年分别增长 20% 和 30%；心脑血管领域品种的剂型差异化策略促使杏丁注射液年均增长 40%，新推广的清开灵粉针 2005 年有望跃上亿元台阶；预计止	《非均衡发展孕育机遇》 (04.10.11)

	<p>咳领域内的非处方药品种难以实现有效益的增长。04-05 年的净利润复合增长率为 54.4%。非均衡发展促使公司净利润增长快于收入增长。考虑到公司的成长性、预测的前瞻性、股票的流动性等因素，我们给予公司中期（6 个月内）增持，长期（6-18 个月）买入的投资建议。</p>	
恒瑞医药 600276	<p>公司产品结构调整快于预期，盈利空间提升和销售规模年均增长 30% 以上奠定了业绩增长的基础。医院用药抽样数据库可及时跟踪具体品种市场走势，2003 年公司约 60 种药品进入医院销售渠道，品种景气度品种排名依次为阿曲库铵苯磺酸盐、奥沙利铂、左旋氧氟沙星、甲氨喋呤等，多西他赛、奥沙利铂等品种成为明星药品，表明公司具备保持销售收入、净利润等盈利指标 35% 以上增长的能力。</p>	<p>恒瑞医药：业绩持续高速增长可期 (调高增持，2004.8.30) 恒瑞医药：长线看好业务整合价值 (建议中性，2004.02.18) 恒瑞医药：整合提升价值 (建议买入，2003.12.15)</p>
丽珠集团 000513	<p>公司产品可细分为制剂与原料药两大块。原料药品种盈利贡献的阶段特点十分明显，随着公司半合抗新品种的技术突破和新建项目投产，预计 2004 年可净增销售收入 5000 万元，原料药项目 2005 年全面投产后将对公司整体产品结构和产业链衔接有重大影响。公司大品种策略对公司制剂药品的盈利增长十分关键，垄断性新品种的推出将增加产品的盈利能力，也有利于现有管理层对营销体系整合的推进。潜力品种参苓扶正注射液。</p>	<p>丽珠集团：减收不等于减利 (维持，增持 04.8.11) 《近观管理，远察品种》 (深度研究报告，04.4.2) 《丽珠投资价值分析报告》 (02.4.10)</p>
同仁堂 600085	<p>同仁堂和香港上市子公司同仁堂科技品种市场环境构成业绩差异主要成因，国公酒的试点意味营销拉动模式将逐步取代自然增长，同仁堂集团通过建立可控的销售网络，母子公司的增长将进入明星药品营销拉动的新平台。公司未来的增长潜力巨大。预计牛黄清心丸系列有可能成为公司第三大系列盈利品种，列于六味地黄丸、乌鸡白凤丸之后，但其盈利潜力要远远高于后两种。</p>	<p>同仁堂：为未来买单 (维持中性 04.11.3) 同仁堂：同一品牌亮四方 (调高中性，04.06.09) 同仁堂：蓝筹尚需新措施 (建议卖出，03.11.9) 业绩缘何两年翻一番？ (03.04.7)</p>
云南白药 000538	<p>从业绩的持续增长性角度出发，我们认为拳头品种白药系列价格和剂型调整是公司历年业绩差异的最重要因素。分别设定计算了历年产品价格综合指数和销售量指数。显示公司产品价格指数呈现阶梯式变化，而公司销量呈现渐进式的变化。预计价格综合指数和销售量指数</p>	<p>云南白药：业绩将进入新的平台期 (深度报告，下调卖出，04.10.25)</p>

2004 年分别为 17%和 9%，2005 年分别为 0%和 15%。公司目前的市盈率水平和其 2004 年业绩的成长性比较匹配，考虑到公司 2005 年每股收益增长率远低于 2004 年，建议投资者择机卖出。

注：参见文章为本年度银河证券研究报告

银河证券行业投资评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

增持：相对强于市场表现 5%以上；

中性：相对市场表现在-5%+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现 5%以下。

银河证券股票投资评级标准

报告发布日后的 6 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

买入：相对强于市场表现 15%以上；

增持：相对强于市场表现 5%-15%；

中性：相对市场表现在-5%+5%之间波动；

卖出：相对弱于市场表现 5%以下。