

丽珠集团 (000513): 近观管理, 远察品种

· 依赖于提高药品营销网络效率

2004. 4. 12 | 评 级 | 增 持 |

市场数据		主要财务指标					
04. 04. 12		(万元, 元, %)	2001A	2002A	2003A	2004E	2005E
A 股收盘价(元)	9.01	主营业务收入	139579	160121	181191	194000	210000
A 股一年内最高价(元)	11.02	增长率		14.72%	13.16%	7.07%	8.25%
A 股一年内最低价(元)	6.17	净利润	5039	6194	9220	12433	14359
上证指数	1722.99	增长率		22.92%	48.85%	34.84%	15.49%
市净率	2.77	每股收益	0.16	0.20	0.30	0.41	0.47
B 股收盘价(港币)	5.7	主营业务利润率	0.467	0.44	0.493	0.452	0.44
总股本/流通 A 股	30603/11567						
流通 A 股市值(万元)	104103						

资料来源: 中国银河证券研究中心

投资要点:

- 制药业务涉及到药品的发现、开发、生产与销售环节, 基于知识产权壁垒的研发能力与营销网络的管理运营能力是制药企业全球竞争力的体现, 药品创新能力和营销水平最终决定了企业盈利能力的高低。
- 主营业务利润率差异更多体现了产品结构变化, 大量的营业费用降低了产品的盈利空间。产品盈利能力的提高需要具有垄断性产品推向市场, 大品种、新特品种的产品促销措施虽然拉升营业费用率, 但促进了公司的持续发展。财务预算的硬约束力增强, 较大的变数存在于媒体广告投入力度, 这又和公司的新品种储备、大品种策略等因素相关。
- 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性特点十分明显, 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。
- 以 2004 年预测每股 0.41 元为基础, 该股动态市盈率 22 倍左右; 扣除大额转让投资收益影响, 每股收益 0.38 元, 动态市盈率约为 24 倍。基本与医药行业平均水平接近, 考虑到公司业务整合前景、品牌优势、新项目的潜在收益, 建议增持该股。

相关研究

丽珠投资价值分析报告 (02. 4. 10)
 丽珠 B 大笔对敲交易后股权之争是否继续成悬念 (中国证券报 02. 4. 26)
 究竟谁能摘得“丽珠” (中国医药报 02. 5. 9)

分析师: 刘彦明
 E-mail: liuyanming@chinastock.com.cn
 联系电话: (8610) 6656 8757

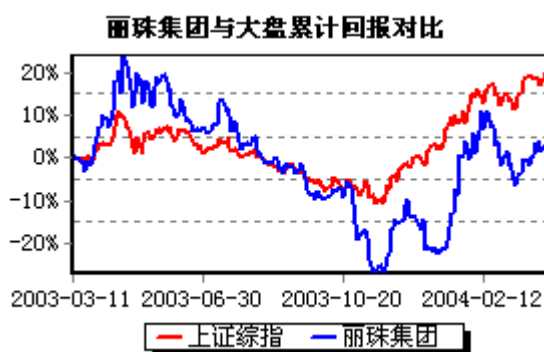
健康元对公司拥有实质控制权

主要从销售与管理、产品两个角度进行分析

丽珠集团始建于1985年，1993年成为全国医药行业至今唯一拥有A股和B股的上市公司。丽珠集团（000513，丽珠B 200513）是集医药生产、营销、科研、开发于一体的综合性企业集团，公司的主营业务以制剂的生产和销售为主，产品涉及化学药品、生化药品、生物工程药品、化学合成原料药、抗生素、微生态制剂、中成药、保健品、诊断试剂、生物活性材料、医用电子设备等医药各个领域的上百个品种。2002年春夏之交，伴随原第一大股东光大集团的股权转让，股权争夺战在各利益主体之间展开。截至2003年底，健康元药业集团股份有限公司及其控股子公司通过协议受让、股权托管及从二级市场直接购买等方式拥有该公司总股本的25.939%，成为丽珠集团第一大股东，并对本公司拥有实质控制权。中国光大集团总公司与西安东盛集团有限公司于2002年4月12日签订股权托管协议，将其所持有的境内法人股38,917,518股（占总股本12.72%）托管给西安东盛集团有限公司，健康元与东盛的控股权之争告一段落。

丽珠集团隶属于健康产业的制药子行业，健康产业包括制药业（又可细分为化学药、中成药、生物制品等类型）、医疗器械、保健品、医院、医疗保险机构等子行业。一百多年来，健康产业随着人类对生命认识规律的深化而呈快速发展态势，被誉为永不落幕的朝阳行业。制药业务涉及到药品的发现、开发、生产与销售环节，基于知识产权壁垒的研发能力与营销网络的管理运营能力是制药企业全球竞争力的体现，药品创新能力和营销水平最终决定了企业盈利能力的高低。故本文主要从销售与管理、产品两个角度对丽珠集团投资价值进行分析。

图一 近期股价表现



资料来源：中国银河证券研究中心

销售与管理

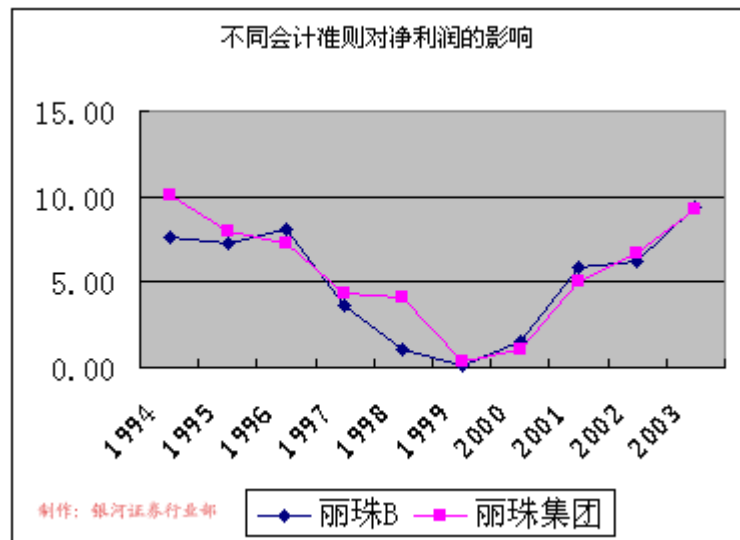
对于以制剂为主的制药企业而言，药品的竞争力和期间费用的管理是影响企业盈利能力的重要因素。本部分主要对丽珠集团的营业费用与管理

费用影响因素进行分析。

会计政策对企业的盈利有重大影响

丽珠集团为同时拥有 B 股和 A 股的上市公司，图二 依据 1992-2003 年该公司历年年报净利润数据制作。可以看出，不同审计标准对公司 1999 年以前的净利润影响有很大差异，平均年均差异在 15% 以上，1998 年的净利润竟有 4 倍的差异。1999 年以后 A 股会计政策进行了重大调整，应收账款坏账准备坏帐准备原按照应收帐款余额的 5% 计提，改为帐龄分析法计提。追溯调整后的历年 A 股净利润与 B 股较为接近，B 股的净利润似乎更反映企业的实际情况。应收账款的走向同样也是影响未来业绩的重要因素。

图二 不同会计准则对净利润的影响



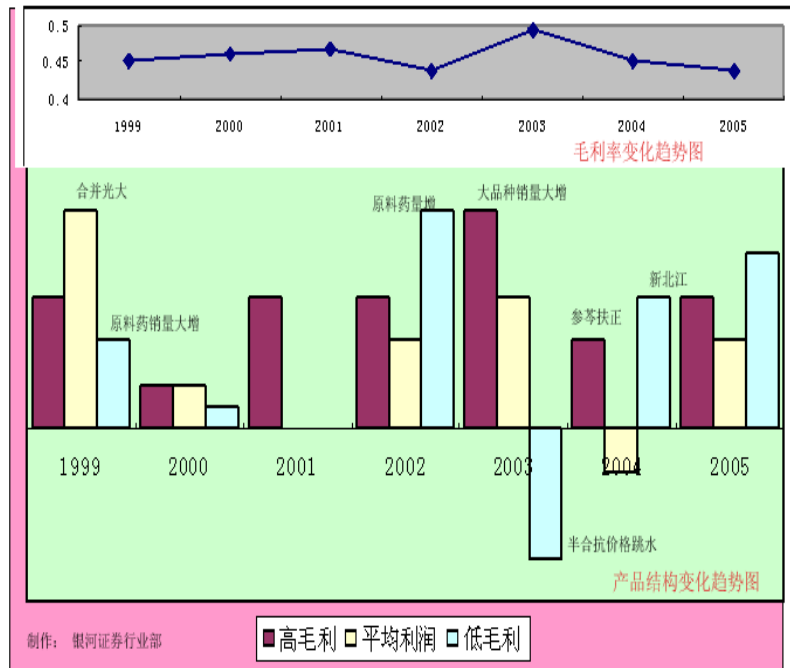
主营业务利润率差异更多体现了产品结构变化

主营业务利润率指标体现了产品在同类产品中的竞争力，各种药品的竞争力存在差异，其销售比例和毛利率是该指标的主要影响因素，国内药价虚高现象某种程度增加了预测的难度。从图三来分析，该指标基本维持在 0.43-0.51 的范围内，其中 2003 年该指标最高，这和该年度制剂类产品比重升高有关。由于缺乏具体产品毛利率的数据，在盈利预测中采取了增量分析与历史回归相结合的方法，将药品销售结构的变化（品种销量增加值或减少值）、销售收入的增长、和主营业务利润率加以综合分析。2003 年受非典因素影响，公司的制剂类产品总体上销量大增，同时半合成抗生素原料药价格的调水及销量减少使公司主营业务利润率更多体现了制剂产品的特点。

图三 毛利率与产品结构变化关联图

盈利预测中采取了增量分析与历史回归相结合的方法

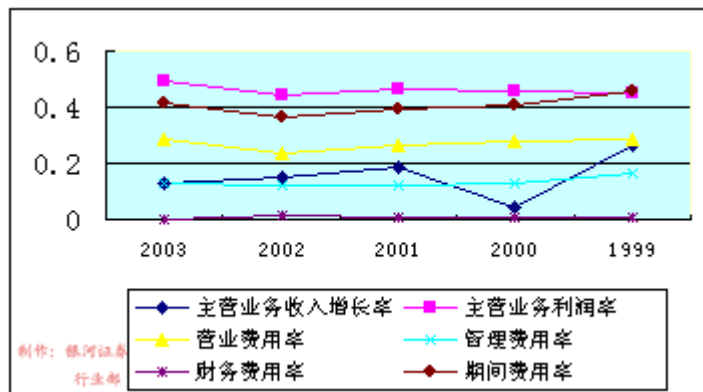
垄断性药品与差异性药品的利润空间不同



营业费用增长控制十分关键

公司营业费用率的高低取决于多方面因素，历年来高达主营业务利润率的 52-60%之间，大量的营业费用降低了产品的盈利空间。这种费用比例在制剂类制药企业中也是比较高的。做大老品种似乎是提高营销效率的捷径，但广告支出还需考虑到处方用药的特点。估计 2004 年广告投入将有所降低。从长远来看，产品盈利能力的提高需要具有垄断性产品推向市场，全国性营销网络决定了网络维护费用的高企，而缺乏垄断性产品（多为差异性产品）决定了产品的利润空间较小。未来营业费用的变化来自两方面的因素，内部营销网络的整合提高运营效率，节省营业费用，相信这种整合工作将逐步铺开；大品种、新特品种的产品促销措施虽然拉升营业费用，但促进了企业的持续进步。结合未来产品销售结构，2004 年营业费用率维持在较低水平。

图四 历年费用结构示意图



预算的硬约束力增强

预算为费用支出定型，预算的硬约束力增强

公司 2003 年全面落实财务预算管理制度，预算的执行力度明显加大。普遍反映企业的费用管理落实到位，这将使主要费用支出的控制水平明显提高，也有利于投资者对费用比率走势的把握。从费用支出结构来看，较大的变数存在于媒体广告投入力度，这又和公司的新品种储备、大品种策略等因素相关，药品过多的广告投入同时也是对未来收益的预支行为。2004 年广告投入同比有所下降，预计营业费用率在 26%左右，2005 年新药的上市将促使新药费用提高。

营运效率将维持在较高水平

药品制造行业整体上供大于求的状况决定了卖方的弱势地位，应收账款和存货的有效管理近年来得到了较大提高。公司从 1999 年到 2002 年曾大量计提坏账与不良资产，资产质量得到了较大改善，陈年应收账款的风险得到了释放，公司的应收帐款增量帐龄将主要表现为 1 年以下，应收账款的周转率和存货周转率得到较好改善。估计该因素可使公司的管理费用率降低 1 个百分点，2004 年可节约 2000 万元的管理费用。

股权收购与出让影响不一

2004 年，公司分别以人民币 1858.5 万元和人民币 6141.5 万元的价格，将公司所持有的 15.75%湖北科益药业股份有限公司股权和 59%湖北丽益医药科技有限公司股权转让给武汉鑫益投资有限公司。公司从上述交易中获得的投资收益总计为 30,803,519.3 元，每年将减少合并销售收入约 1 亿元及合并净利润约 300 万元。公司在 2003 年相继完成对下属公司系列增资扩股，其中丽宝公司、丽康公司、上海丽珠成为公司的全资子公司，新北江制药从 60%到 80%、利民制药厂从 70%到 86%。从短期来看，增资扩股减少了少数股东权益所占利润总额的比例，抵消了转让湖北子公司对利润的影响。长期来看，这些公司均为公司未来战略布局的重要立足点，加大投入与控制有利于相关原料药及制剂品种的做大做强。

产品

作为一家上市多年的综合性制药公司，丽珠公司的产品涉及原料药、化学药品、中成药、生物药品的上百个品种。但从产品的销售渠道、盈利模式等投资者关注角度来考虑，各种制剂类产品存在诸多共性。本部分内容将细分为原料药与制剂两大块。

原料药

公司的原料药生产基地主要包括丽珠合成制药厂和广东新北江制药股份有限公司，2003年估计两个基地的销售收入达4亿元。其中丽珠合成制药厂定位于 β -内酰胺类化学合成抗生素原料药生产，新北江制药定位于抗生素原料药和他汀类调血脂药的生产基地，主要是发酵类原料药的生产。

合成药厂的优势地位受到威胁

丽珠合成制药厂的半合成抗生素生产品种包括氨苄西林、头孢曲松、6-APA等原料药，国内半合抗市场一度为国外厂家所主导，公司较早开展半合抗进口替代的生产工艺与产业化研究，具有技术和规模的领先优势。随着相关厂家的半合抗技术的突破，与中国制药、华北制药等抗生素原料药专业生产厂家相比，公司缺乏成本优势，2003年下半年6-APA等产品的市场价格下调一度使合成药厂陷入亏损。公司在2004年能实现较大的产品结构调整，推出的头孢他啶、头孢扶辛等产品的技术壁垒将得以解决。估计合成药厂2004年属于恢复调整年，净利润基本与2003年的1393万元持平，但远低于2002年的4393万元。

丽达药业代表新的发展模式

与合成制药厂同处保税区内，但从其发展定位来考虑，主要是解决新药的原料药配套问题。丽珠过去没有非 β -内酰胺类化学合成原料生产厂，缺乏新产品的中试基地不利于科研成果的转化。丽达公司建成后，就为后续新产品的产业化创造了有利条件。尤其对于一类新药来说，自身提供原料药方式有利于延长产品的生命周期。目前丽达药业已进入土建阶段，该公司未来的成长性不容小视。

新北江制药追逐发酵原料药热点

新北江建厂后，先后经历了盐霉素钠盐（精品）、妥布霉素（针剂和原粉）、硫酸粘杆菌素、盐霉素钠（粗品）美伐他汀等几个主导原料药品种的更替。目前的产品结构仍以硫酸粘杆菌素、盐霉素钠和美伐他汀为主导，但生产工艺所有权及市场均为外方控制。由于国内的恶性竞争，虽然生产水平与生产成本均优于竞争对手，但也已进入微利时期。他汀类药物专利的陆续到期将有利于相关原料药的国际市场开放，国内的生产成本优势有利于他汀类原料基地向国内转移，这有利于扩大美伐他汀和洛伐他汀（联营企业广东蓝宝公司生产）的市场份额。公司已可转债方式投入的克拉维酸原料药项目2003年8月进入设备安装阶段。克拉维酸品种的加入，很好的弥补了新北江制药在人用原料药主导品种的缺乏，使新北江得以在兽药和人药两个的原料药领域都有其强势品种，真

原料药盈利贡献的阶段性特点

营销网络和药品竞争壁垒的重要性

正做到两条腿走路。克拉维酸作为阿莫西林/克拉维酸钾制剂所需用的原料药，基本从国外进口。莱克公司 2001 年对中国市场出口阿莫西林/克拉维酸钾为 15 吨，2002 年达到 26 吨，说明中国市场增长很快。初步估算 4500 吨阿莫西林有四分之一制成复方制剂，克拉维酸的市场需求量将达到 300 吨以上。克拉维酸作为解决细菌耐药性的有效途径，项目的前景不容置疑。目前该项目的瓶颈问题属于技术层面，另外，公司的项目比国内另外两家起步晚，若能后来居上，将成为公司盈利新的增长点。

总体上来看，原料药品种的生产成本优势建立在技术优势和规模优势的基础上，其盈利贡献的阶段性特点十分明显，新项目的投产、技术工艺的突破等因素最终转化为阶段性成本优势。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。

制剂

制剂多品种化与系列化

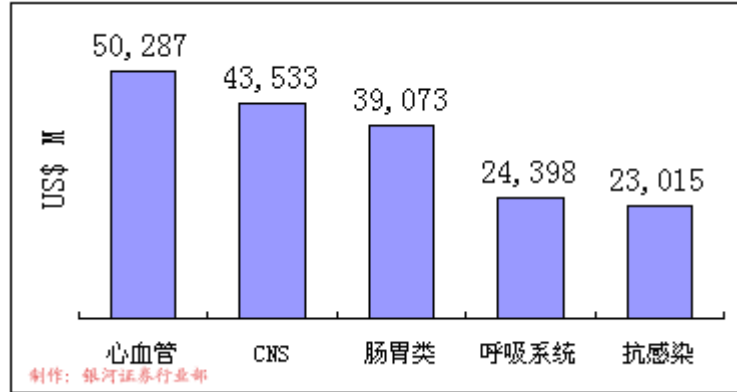
丽珠公司的药品涵盖抗感染（包括抗细菌和抗病毒）用药、消化道药物、心脑血管药物等治疗领域，品种多达百余种。公司药品的主要销售渠道为医院，营销网络和药品竞争壁垒最终决定了营销效率和产品的盈利能力，药品竞争壁垒包括知识产权、技术壁垒等构成的品种差异性（决定了同类产品的多寡），临床上的疗效（决定了在医生和患者中的口碑）。医院渠道现阶段的营销成本很高，就药品本身而言，有潜力的产品应是独家生产且疗效显著的品种。

三大治疗领域前景各异

疾病的流行病学规律及有效治疗手段决定了各大治疗领域的市场开发前景。从全球范围来看，心血管系统药品销售额目前位居各大治疗门类之首。据 IMS 统计，2001 年心血管全球零售总额约 500 亿美元，而抗感染类药全球零售总额为 230 亿美元，分别处于第一和第五的排位。国内心血管药物的市场已经成为仅次于抗感染药物的第二大药品市场。据统计，心脑血管用药 2000 年约占市场总额的 12.62%，仅次于抗感染药。我国是一个抗感染药物消费大国，这种状况更多的是医疗体制方面的原因，随着抗生素滥用监管体系的完善，估计国内抗生素市场很难有年均 10% 以上的增长，厂家更多的盈利机会表现在解决细菌耐药性等新剂型上，同质化的产品同时面临营销成本过大的问题。国内消化道用药经历了上世纪 80 年代后期快速发展后，市场相对进入了成熟期，其用药金额在全部药品消费额中占 13% 的比例，市场年增长率约在 9%，品种高达

320种，市场整体处于供过于求的状态。

图五：治疗门类销售额 2001 年前五强



新品种填补老抗生素品种的位置，抗感染整体增长难度较大

2003 年受非典等突发因素影响，抗感类用药整体有了较大幅度的提高，这主要体现在 2003 年半年报中。受整体市场竞争状况和成长性的制约，预计总体销售额会略有回调。抗病毒颗粒 2003 年同比增长 50.53%，销售额达 1.5 亿元；扣除非典因素，由于产品销售区域的扩大及知名度的提高，估计 2004 年销售额将基本持平。新瑞普欣等新产品的快速增长更多体现了抗生素升级换代的替换作用，缓解了头孢曲松钠、氨苄西林等老产品增长乏力的困境。从总体上看，公司许多抗生素老品种销售额低于 2000 万，同类产品众多，盈利贡献甚微。估计 2004 年公司整体抗生素药品的销售增长率约 8% 左右，与市场走势持平，估计约增长 4000 万左右。

消化道领域大品种策略促进增长

消化道领域是公司的传统优势领域，具有较高的品牌知名度。主要产品包括丽珠得乐、丽珠肠乐及丽珠胃三联，2003 年丽珠得乐系列销售额为 1.3 亿，同比增长 25.62%；丽珠肠乐估计销售额约 4400 万元，同比增长 30%。从品牌、市场潜力等角度来分析，消化道治疗领域有可能最先实现做大品种策略，上述两个品种目前与市场占有率最高的同类产品差距很明显。产品营销效率的提高值得投资者关注。2003 年上半年丽珠得乐品种的销售收入达 7400 万元，同比增长 48.22%；同时相应的广告费用达 4000 万元，下半年广告投入力度减弱后产品销售收入与 2002 年同比基本持平，做好 otc 终端促销工作才能有效发挥电视广告对销售的拉动作用。相对而言，丽珠肠乐的品牌优势较为明显，估计其 2004 年有望跃上 6000 万元的销售台阶。公司所代理的达吉品种 2004 年估计将有较快的增长。

丽珠集团在消化道治疗领域的品牌效应和销售渠道的优势十分明

潜在的明星产品

显,但多年来公司缺乏新品种的支持,医院营销的高成本扼杀了成熟产品的利润空间。目前正处于临床试验期的PPI(质子泵抑制剂)新药进展值得投资者关注,该药具备独家垄断生产、市场潜力巨大、疗效优于目前畅销品牌等优点,是理想的强势品种,估计有望于2005年推向市场。

参芪扶正注射液进入快速增长通道

1999年11月参芪扶正注射液作为具有自主知识产权的二类中药新药、国内首创的澄明纯中药大输液获得国家药品监督管理局的正式生产批文,在组方与剂型上用党参和黄芪为原料,在中医药传统理论的指导下提取有效部位配制的大容量注射剂。既保持了益气健脾、补血、扶正及活血化瘀的中药特色,又改变了中药的传统剂型,药液直接进入血液,作用更快速,疗效更显著,同时还可以克服晚期肿瘤患者口服给药困难。在临床使用上主要为以下三个方面:一是配合恶性肿瘤的放疗、化疗;二是治疗心、脑血管疾病;三是治疗虚损证。在技术上参芪扶正注射液呈现以下特点:可控性好、稳定好、重现性好、安全性高。2001年利民制药厂的大输液车间已通过国家GMP认证,几年来在临床上的显著疗效使产品深被医生和患者接受。该药2003年销售出90多万瓶,预计2004年销量能翻一番,销售额达到3000-4000万元。肿瘤治疗目前还缺乏有效的治疗手段,该药具有垄断生产地位,临床上安全性也得到了验证。适应症的扩大及重点肿瘤医院突破,将使该药2-3年内销售额跃上亿元关口。

差异性品种在细分市场的持续增长

与垄断性品种相比,市场上并不缺乏差异性品种的竞争性药品,差异性品种并不具备技术和知识产权方面的竞争壁垒,但却具备细分市场的卖点和吸引力。公司代理的迪巧和达吉就属于此类产品,比如迪巧属于补钙片,市场中补钙产品可谓铺天盖地,迪巧针对孕妇群体补钙群体对安全性的关注,选择了铅含量最低的诉求点。预计这两个品种2004年销售额能增长4000万以上,也是公司重点培育的上亿元品种。

营销子公司丽威一直坚持走专业化品牌道路,公司主要经营的品种都紧紧围绕泌尿外科、皮肤性病科和抗病毒等专业领域。2003年丽威公司先后推出了可维加(枸橼酸钾颗粒剂)、丽治八正胶囊、地恒赛(地氯雷他定片)和怡乐(甲磺酸酚妥拉明胶囊)四个新品种。这些产品将加大公司产品在相关治疗领域的市场占有率。

2003年公司的主营业务收入达18.1亿元,根据上述对公司原料药和制剂的大致分析,预计2004年公司整体销售约增长2.4亿元,扣除转让丽益公司及科益公司减少的约一亿元收入,预计2004年公司的主营业务收入达19.4亿元,随着2005年公司原料药重点品种的投产,预计公司销售额将得到较大提高。目前,公司的业绩既要考虑到收入的增

长因素,又要考虑到产品营销的效果和营业费用率的变动影响因素,有关内容参见营销分析部分。

业绩预测

综合前述两部分的内容,认为公司 2004 年的业绩增长主要建立在现有品种的有效营销基础上,费用管理和品种聚集战略是业绩增长的主要因素,公司呈现平稳增长的特点;2005 年,随着公司原料药项目投产与转型的成功,公司具有垄断地位的制剂品种将能更有效提营销网络的价值,公司的效益更多依靠垄断因素的提升,考虑到转型成功因素的复杂性,对 2005 年的预测更多偏重保守一面。

2003 年公司的主营业务收入达 18.1 亿元,根据上述对公司原料药和制剂的大致分析,预计 2004 年公司整体销售约增长 2.4 亿元,扣除转让丽益公司及科益公司减少的约一亿元收入,预计 2004 年公司的主营业务收入达 19.4 亿元,随着 2005 年公司原料药重点品种的投产,预计公司销售额将得到较大提高。

业绩预测的主要参数

指标名称	2001	2002	2003	2004E	2005E
主营业务收入(万元)	139579	160121	181191	194000	210000
同比增长率		14.72%	13.16%	7.07%	8.25%
主营业务利润(万元)	65122	70385	89261	87688	92400
其他业务利润(万元)	1351	1522	574	600	500
营业费用(万元)	37130	37251	51591	47530	46200
管理费用(万元)	17219	19679	23511	24250	25200
财务费用(万元)	501	1860	292	582	630
营业利润(万元)	11623	13118	14441	15926	20870
投资收益(万元)	(836)	(1753)	1443	3500	1220
补贴收入(万元)	26	221	181	0	0
营业外收入(万元)	528	169	393	0	0
利润总额(万元)	10189	11157	15770	19426	22090
所得税(万元)	2717	2525	3623	4079	4639
少数股东损益(万元)	2432	2437	2927	2914	3093
净利润(万元)	5039	6194	9220	12433	14359
净利润增长率		22.92%	48.85%	34.84%	15.49%
每股收益摊薄(元)	0.16	0.20	0.30	0.41	0.47
主要参数					
主营业务利润率(%)	0.467	0.440	0.493	0.452	0.44
营业费用/主营业务收入	0.266	0.233	0.285	0.245	0.22

管理费用/主营业务收入	0.123	0.123	0.130	0.125	0.120
财务费用/主营业务收入	0.004	0.012	0.002	0.003	0.003
三项费用/主营业务收入	0.393	0.367	0.416	0.373	0.343
所得税/利润总额	0.239	0.218	0.186	0.210	0.210

总体评价与投资建议

作为综合型制药企业，丽珠集团药品涉及诸多治疗领域，在抗感染药、消化道、心脑血管药物领域具有较高的市场占有率与品牌知名度，企业的抗风险能力较强。公司一直以医院处方药市场作为销售开拓主渠道，在全国设立了 80 多个办事处，拥有 400 多个一级代理商，形成覆盖 3000 多家医院的全国性销售网络，全国性销售网络和专业品牌优势是公司目前核心竞争力的重要体现。

期间费用尤其是营业费用率过高构成公司盈利提高的瓶颈问题。国内区域性的药品竞争格局制约了公司全国性销售网络效率的提高，全国性营销网络决定了网络维护费用的高企，而缺乏垄断性产品（较多差异性产品）决定了产品的利润空间较小。未来营业费用的变化来自两方面的因素，内部营销网络的整合提高运营效率，节省营业费用，但调研表明目前各地分支机构的进展普遍较慢，相信这种整合工作将逐步铺开；大品种、新特品种的产品促销措施虽然拉升营业费用，但有利于企业的发展后劲。

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，新项目的投产、技术工艺的突破等因素最终转化为阶段性成本优势。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，垄断性品种的推出将极大降低期间费用支出，增加产品的盈利能力，也有利于现有管理层对营销整合的推进。

公司将采取配股的方式进行再融资。目前公司 A、B 股流通盘分别为 11567 万股和 12230 万股，流通盘大小相近，合计占总股份的 77%；非流通股所占比例约为 22%，分别由光大集团（由东盛托管）持有 12.72% 和健康元持有 7.3%。实质控制人健康元股份持股比例 2003 年底为 25.939%。公司股权结构呈现 A、B 股并重，股权分散的特点。这种股权结构特点和 B 股市场定位有可能带来实际操作中的困难，但对投资者而言，最关心的为对公司业绩持续增长的影响。

公司 2004 年的业绩增长主要建立在现有品种的有效营销基础上，费用管理和品种聚集战略是业绩增长的主要因素，公司呈现平稳增长的特点；2005 年，随着公司原料药项目投产与转型的成功，公司具有壟

A、B 股并重，股权分散，未来配股方案值得关注

断地位的制剂品种将能更有效提营销网络的价值,公司的效益更多依靠垄断因素的提升,考虑到转型成功因素的复杂性,对 2005 年的预测更多偏重保守一面。

以 2004 年预测每股 0.41 元为基础,该股动态市盈率 22 倍左右;扣除大额转让投资收益影响,每股收益 0.38 元,动态市盈率约为 24 倍。基本与医药行业平均水平接近,考虑到公司业务整合前景、品牌优势、新项目的潜在收益,建议增持该股。

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;

投资建议的评级标准

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。