

医药行业年终评述：蛇年稳健发展，牛年开拓创新

银河证券研究中心 刘彦明 (电话：66086688-8752)

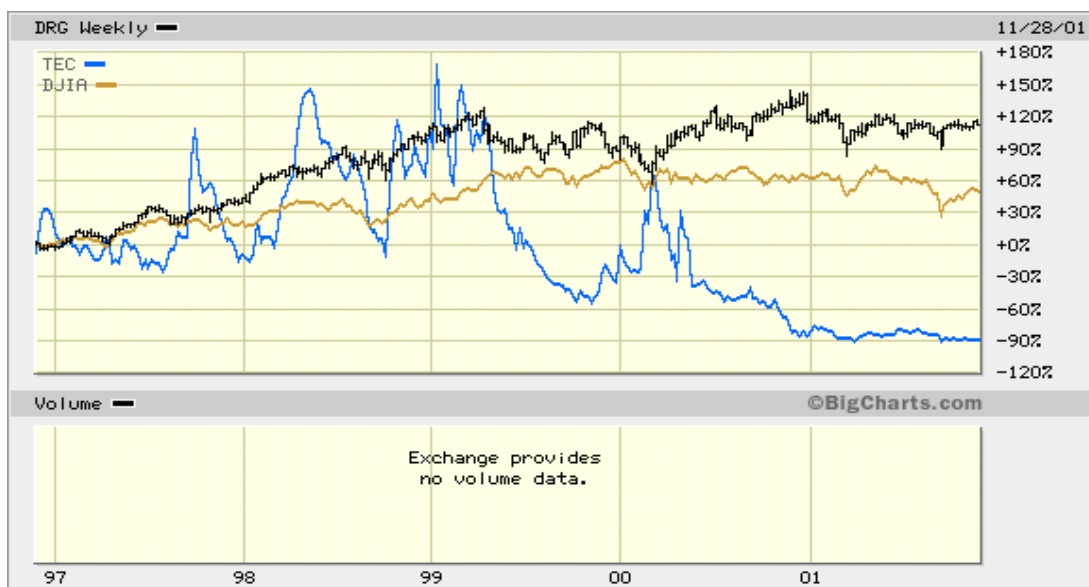
内容提要：本文主要对 2001 年医药资本市场发展状况加以回顾，同时对 2002 年的发展前景进行了预测。2001 年岁末时逢我国成为世界 WTO 组织的成员，这使医药行业的发展面临着众多的机遇和挑战。

关键词：医药 WTO 连锁零售 上市公司

全球医药资本市场的回顾与展望

全球制药业是建立在新药研发知识产权的基础上，具有典型的知识经济特征，即产品的制造成本远低于研发成本。作为制药业开发平台的生物技术是新经济的宠儿，在 2001 年资本市场挤压新经济泡沫的浪潮中，制药及生物技术类股票经受住了考验，这与技术类股票形成了明显对照。下图为三类指数（道琼斯工业平均、制药、技术类）五年长期走势图，从图中可以看出，截止 2001 年 11 月 28 日，制药类股票五年来涨幅达 120%，远高于道琼斯工业平均指数 60% 的涨幅。

图一 道琼斯制药指数五年走势图



制药类股票长期收益和波动性也与技术类股票形成了较大的反差，技术类股票五年来的长期收益率为-90%。但不可否认的是，制药类股票也如同技术类股票，其股价也曾受到新经济概念的充分鼓动。制药类股票在 2001 年表现出的盘整态势也体现了对历史沉淀的消化吸收。如何判断国际制药类股票在 2002 年的变化趋势及对国内板块的影响应是较为重要的论题。

笔者认为，国际制药类股票将表现整体弱势和各股分化趋势并存。2002 年美国经济仍处于结构性调整状况，出台有关削减医药费用的可能性不大，医药企业的研发投入和生物技术企业的新药开发仍将保持平稳的增长，处方药的增长仍将保持 12% 以上的增长。但由于目前医药企业平均市盈率达 37 倍，远高于目前市场整体市盈率 18 倍的水平。制药业类股票防

守型的特征使其在 911 事件后成为市场的亮点，掩盖了行业盈利趋弱的特点。随着专利药保护的逐渐到期，许多公司无法构筑竞争的专利壁垒，盈利能力将大幅下降。新药开发的平台逐步移植到生物技术平台上后，整个制药业将面临一次重新洗牌，制药公司和生物技术公司的关系需要重新审视。笔者认为 2002 年有较大上涨空间的公司类型有剂型改进类、治疗型组织培养类、仿制药物类、资产（实质性）重组类等。全球性的销售区域、以知识产权为竞争壁垒的畅销药产品链、营销的提升作用是跨国制药巨子的三大制胜法宝，目前能否保持后续研发药品的持续增长对业绩十分关键。医药类市值最高的 Merck 公司今年市值缩水接近一半，主要原因就是业绩缺乏新药的支撑，而 pfizer 公司在全球股市大调整中显示防守型行业本色，市值已跃居全球第四位。这种调整的趋势在 2002 年将继续延伸和发展。另外，公众对广告支出过度增长的异议、美国国会讨论减少药费支出议案等因素，都对整个行业的分化产生催化作用。但投入临床的新药增长加速、人类对生命规律的认识深化、公众的健康需求持续增长等因素，又将继续带动全球制药业整体的快速增长。

国内医药资本市场回顾

一、2001 年医药行业运行状况

从 2001 年我国医药行业运行状况来看，医药行业保持了多年来快速的增长态势。统计表明，医药行业呈现以下的发展特征：

1. 工业生产继续保持较高增幅

统计表明，今年 1—9 月医药工业总产值按可比价格计算完成 1992 亿元，比上年增长 17.8%，工业销售产值累计完成 1488 亿元，按可比价格计算比上年同期增长 18%。这种产销两旺的局面是不断创新的治疗药品和不断增长的健康需求互动的结果。

2. 企业应收帐款净额居高不下，销售成本仍显过高

统计表明，9 月末行业企业应收帐款净额 521.7 亿元，比去年同期增长 11.1%，占企业流动资产的 30%以上。应收帐款居高不下、回款缓慢已成为医药行业发展的瓶颈问题，也从侧面反映了产业内竞争剧烈、产品供大于求的现状。从医药销售成本来分析，今年 1-6 月，全国医药工业实现产品销售收入 957.1 亿元，其中产品销售成本 618.7 亿元，利润 75.6 亿元，销售成本与利润之比为 8.18:1，这对于制药工业来讲已是过高。分析其销售成本构成，仅产品销售费用、管理费用两项就占产品销售成本的三分之一。可见，产品销售费用、管理费用过高是造成销售成本过高的主要原因。

3. 民营医药企业异军突起，显示了良好的成长性

统计表明，1-9 月份利润总额排序前十名中有五席民营企业，还有一位外资企业。这十家企业依次是西安杨森、哈医药、扬子江、华北制药、石药集团、深圳太太、北京同仁堂、吉林修正、成都地奥、深圳万基。这些企业中有一半还未跨入证券市场的大堂，证券市场作为资源配置的最佳场所，应该将它们及其它成长迅速的医药企业吸纳进来。

4. 进口增长势头强于出口增长

根据海关的统计分析，今年 1-9 月份出口总额 31.5 亿元，比去年同期增长 12.8%；进口总额 25.5 亿美元，比去年同期增长 36.2%。虽然出口仍大于进口 6 亿美元，但进口的增长速度明显高于出口，尤其是医疗器械进口，增幅达 42.9%。加入 WTO 后，进口药品关税将由目前的 12%左右逐步降至 6%，这将进一步提高国外公司在新特药方面的市场份额。受国际市场影响，3 季度出口出现了负增长，这种迹象的中长期发展和影响还有待观察。

二、2001 年医药上市公司回顾

作为产业发展的晴雨表，资本市场的资源配置功能愈来愈得到体现和发挥。2001 年医药产业在国内证券市场主要表现出以下特点：

1. 板块整体融资功能较强

2001 年医药行业共有 6 家进行了首次公开发行，他们是天药股份、太太药业、北生药

业、康美药业、交大昂立、美罗药业、迪康药业；再融资的上市公司有 6 家，包括哈药集团、哈瓷股份、新华制药、中新药业、双鹤药业、四环生物等。合计 12 家，而今年进行融资的上市公司总共 179 家，医药企业占到了接近 8%，这体现了医药行业受到资本市场的青睐，行业的发展潜力自在不言中。IPO 的医药企业以有民营背景的企业居多，这也是医药行业整体发展的明显趋势。另据国外统计，到 2010 年，卫生保健业可望占到美国经济总产量的 16%，目前占 13%，而 50 年前是 4%，经济学家认为到 2040 年要超过 20%。而我国卫生事业产值目前占 GDP4%，应该说未来的发展空间还很大。

2. 零售销售终端建设得到加强

国家卫生事业三大改革措施的出台，尤其是医药分家涉及到新的药品流通模式，这使发展连锁零售药店成为全国各地经济热点和亮点。国外的药品零售属于零售行业的研究范畴，但国内原有体制使医药上市公司和药品销售领域有天然的联系，许多医药上市公司将发展连锁药店作为应对加入 WTO 后竞争形势，形成战略制高点的重要举措。上海医药（600849）、中新药业（600329）、哈药集团（600664）等上市公司的连锁药店在当地均处于绝对优势地位。

国内医药资本市场展望

一、2002 年医药行业展望

展望 2002 年国内医药行业前景，下述趋势值得投资者关注：

1. 医药行业的重组力度将得到加强，产业的集中度显著提高

加入 WTO 后国内企业将重塑竞争新优势，外来的压力将有促于改变目前小而全的产业区域格局。医药行业各地域的特点不仅相同，对于国内较有优势的领域，会围绕提高区域产业国际竞争力做文章。如华药和石药的联合规模和成本有利于形成发酵类原料药基地，江浙地区的上市公司联合有利于形成化学中间体国际生产基地。

2. 由营销核心向研发导向的产业调整将成为必然

近二十年来，国内医药行业的竞争力一直处于必然的调整过程，企业的盈利能力主导力量逐渐由生产环节（规模和成本控制）转变为营销环节，企业对营销环节的重视有利于差异化的产品推向供过于求的市场，有利于培育全国性的市场和品牌。目前，营销能力已不是大多数医药上市公司的稀有资源，成熟的市场使营销的边际收益率处于递减状态。加入 WTO 后国内医药公司在 OTC 市场仍会占据主导地位，但在增长迅猛的处方药高端产品却只能暂时拱手相让。发展医药高新技术是国内医药上市公司发展的内在要求，研发领域的机遇包括传统中药的现代化、生物技术平台的利用、新剂型的研制等。

3. 连锁零售药店竞争进一步加剧

2001 年可谓是连锁药店的跑马圈地年，各地的药店如雨后春笋般冒了出来。新药品法的实施、外资加盟国内药品分销业的试点、医院药房的核算制度改革、基本医疗保险制度的推广、频繁的药品价格战等将使这一医药子行业充满生机，也会引发资本市场的相应震动。当然，随着医疗改革的深入，医院、医疗保险机构等医药子行业的资本化也会成为 2002 年的证券市场亮点。

4. 药品零售领域和处方药市场受入世影响最大

依照有关 WTO 条款，从 2003 年 1 月起，我国将开放药品分销服务，允许外国批发商和零售商进入中国市场。而外商投资商业企业的试点工作也已经开始。国内目前虽然药品零售药店如雨后春笋般冒了出来，但仍存在连锁数量少、缺乏物流和信息流的整合，缺乏跨地域品牌。外资较为看重的是区域消费能力和中方合作伙伴的药品零售市场占有率，上海医药（600849）应是最有可能开风气之先的公司。从长远来看，处方药市场受到国外药品的冲击最为惨烈。原因就在于专利保护期内药品几乎均为国外跨国巨子所垄断，随着老龄化社会的来临和医保的完善，国外公司在处方药市场的份额将进一步扩大。

5. 重塑上市公司核心竞争力的努力初显端倪

制药业涉及到药品的发现、研发、生产和营销诸多环节，国内靠生产和营销环节构成的竞争壁垒不有利于行业的持久进步，培育核心竞争力不光针对国内竞争对手，也需考虑入世后国内医药产业在全球产业链上的优势和劣势，其中应对入世措施包括利用生物技术构筑研发平台和营销国际化、中药现代化和中医产业化等。

二、2002 年上市公司展望

如果对 2002 年的医药类上市公司加以展望，笔者认为以下三类上市公司的基本面值得关注：

1. 业绩提升型

国内目前制药企业的核心竞争力主要表现为通过技术或规模优势形成生产成本优势，如某些品种的原料药生产；或者通过营销优势形成某些利润率高产品的市场占有率优势，如保健品和一些心血管类药物的营销。天药股份（600488）和太极集团（600129）分别是这两类模式的代表，其 2001 年每股收益估计为 0.6 元和 0.7 元以上。天药股份的主营业务是皮质激素类原料药生产，该产品生产工艺特点为技术含量高、生产周期长（4-6 个月），90 年代以前该产品国内缺乏技术优势和生产成本优势，国内市场也为以法国罗素公司为代表的跨国企业所左右。天药股份目前应用的新工艺包含重大的工艺创新和技术优势，单就原料成本而言，就比老工艺降低了 50%（估算）以上，而原料药的生产成本高低是盈利的决定性因素。皮质激素类的生产专有技术构成了该公司目前核心竞争力，是其系列产品的母核。据 2001 年中报披露，其主营业务利润率高达 24.73%。目前，我国虽是世界原料药生产大国，但许多品种的利润率却不高，相关上市公司的主营业务利润率均在 15% 以下。产品缺乏技术和成本壁垒是其中最重要的因素。天药股份 2001 年中期每股收益 0.229 元/股，净资产收益率 4.899%，净资产收益率因募股因素随较 2000 年 30.94% 下降，但仍处于原料药类上市公司较高水平。

太极集团是善于重磅炸弹式药物营销的公司，其产品急支糖浆和曲美都是同类产品的第一品牌。减肥药物曲美对公司上半年的利润贡献是巨大的。根据中报披露，上半年曲美的销售额为 1.46 亿元，母公司主营业务收入为 3.63 亿，曲美占母公司主营业务收入的比例为 40%；同时主营业务利润相应地由 1.45 亿增加到 2.47 亿，也增加了 1.02 亿，销售毛利率为 60%。而 2000 年曲美销售额为 3981.76 万元，占母公司主营业务收入的 7.7%。曲美在短短的半年内成为了公司的明星产品，成为国内减肥药物市场的第一品牌。2002 年上市公司业绩提升的其它渠道是购买国外生物技术公司的专利药物和委托加工或直接到国外销售非专利药，这种渠道的拓展是国内制药企业适应 WTO 规则的必然选择，有利于获得国内处方药市场开拓和走出去战略。

2. 兼并重组型

制药行业是一个集约化、国际化程度极高的产业。自 90 年代初，全球制药行业开始新一轮购并浪潮，如英国葛兰素公司以 191 亿美元兼并了威尔康公司，瑞士山道士公司与汽巴-嘉基以 600 亿美元的资产合并成立 Novartis 公司，默克公司耗资 66 亿美元兼并 Medco 公司。2000 年初，英国制药业两大巨子葛兰素威康与史克必成公司在年初宣布合并，合并后的公司称 GLAXOSMITHKLINE，成为迄今为止医药业并购额最大的案例。医药行业是知识技术密集型产业，有效的重组将有利于拓展壮大公司的新药开发平台，壮大新药开发实力，加强药品的市场渗透强度和广度。

为应对加入世贸后的挑战，我国医药业将加强战备重组，估计今后 5 年内将产生 5-10 个销售额达 50 亿以上的特大型医药流通企业，建立 40 个左右年销售额达 20 亿的大型企业。目前国内的医药上市公司如同整个产业一样，6700 多家小而全的企业整个产值仅相当于全球排名第四的跨国制药企业。随着公司股权结构改革在 2002 年的展开和完善，国内医药产业的重组将稳步展开。限于区域内的制药企业产品互补性较强，重组应先表现为区域内重组，其次才是跨地域重组。

3. 药品连锁零售业等领域的崛起

药品零售业在国际股市上近年来也呈现良好发展态势，这种态势也反映了个性化医疗时

代的到来。根据道琼斯 120 工业部门指数分类统计，截至 2001 年 8 月 8 日，道琼斯工业平均指数下降了 19.31%，而药品零售业指数(包括 10 家公司)较去年同期上涨了 28.62%。其中列入指数的 walgreen 公司是目前市值最高的连锁零售药店，它已拥有上百年的历史，目前年销售额达 243 亿美元，连锁药店数量达 3500 家，占全美处方药市场的 55%。

国内已开始实施的药品分类管理、otc 制度、医院药房独立核算制度等政策的完善将是这一行业持续发展的主要动力。2002 年连锁企业竞争的焦点包括连锁规模的大小、连锁经营管理能力、外资的渗透程度等。目前大部分医药上市公司都介入医药零售连锁业，但大多是从产业整合的角度介入该领域，这和国外作为独立行业存在较大差异。目前连锁规模较大的医药上市公司包括上海医药、中新药业、一致药业、海王生物、桐君阁、复星实业、三九集团、广州药业等。其中上海医药(600849)是国家药监局批准的第一批零售合资、跨省连锁试点企业之一，又地处国内消费能力较强的上海大都市。相信在医保定点、零售合资、跨省连锁试点三大契机下，公司自身药品销售管理能力强的个性将得到张扬，估计近几年能获得超常的增长。

2002 年是我国证券市场实现结构性调整的重要年份，这有利于实现医药上市公司资源的配置和优化，有利于培育我国医药企业的核心竞争力，以积极应对入世后的挑战和机遇。