2010 年 3 月 17 日星期三

研究报告

华润三九（000999）

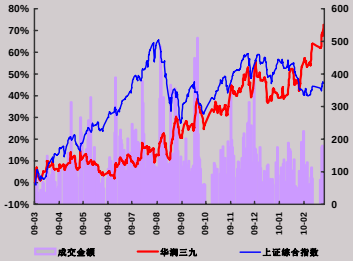
推荐（维持）

所属行业：医药

行业评级：推荐

股本结构	
总市值（亿元）	232.88
流通市值（亿元）	84.45
总股本（亿股）	9.79
流通 A 股（亿股）	3.55

股价表现图



相关报告：

齐鲁证券研究所
行业公司部

联系人：许均华
胡德军
吕国启

Tel：（86531）8177-6395
Fax：（86531）8128-3791
Email：xujh@qlzq.com.cn

分析师：张永攀
执业证书编号：0740208020080

外延与内生发展并举，全线发力促业绩增长

——华润三九调研简报

报告起因：

近日，我们调研了华润三九，就公司近期的生产经营情况，以及 2010 年的生产经营计划与公司部分高管进行了交流。

投资要点：

◇ **2010 年公司制药业务收入依旧能保持 25%以上的增速。**业绩增长的主要驱动动力为：（1）OTC 产品：三九胃泰、正天丸是新版基本药物甲类药品，有望在基层放量，预计能够实现约 30%的增速；（2）中药处方药：公司整合了华蟾素原有销售队伍，华蟾素注射液将成为公司中药处方药的第二大品种，华蟾素注射液有望带动处方药整体增速提高，预计整体能保持 30%以上的增速；（3）免煎中药的增速预计能够保持 40%左右；（4）公司继续并购优良医药资产的发展战略，将会成为推动业绩超预期增长的一大动力。

◇ **公司积极应对主导产品进入最新版国家基本药物目录的市场机会。**三九胃泰、正天丸，参附注射液等独家品种进入最新版医保目录甲类，公司专门成立了基本药物部，主攻基层医疗市场的销售。

◇ **公司 2010 年重要举措：**（1）推行运营中心管理模式，集中集团公司优势资源，去做大做强医药主业；（2）实施营销变革，结合医改摸索医院营销模式，实施皮肤用药品类规划以培育大品种，加快处方药的销售；（3）加大研发投入，落实系列产品研发战略。

◇ **公司的成长性较好，具备较积极的投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.89 元、1.08 元和 1.23 元，对应的动态 PE 分别为 27.22 倍、22.34 倍和 19.66 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表（单位：百万）

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	431618.69	485271.70	433347.63	528684.11	607986.73
同比	24.12%	12.43%	-10.70%	22.00%	15.00%
营业利润	63499.42	88496.60	79135.58	96360.98	109130.48
同比	87.62%	39.37%	-10.58%	21.77%	13.25%
归属母公司净利润	50008.68	70948.90	86961.01	105934.58	120381.00
同比	77.41%	41.87%	22.57%	21.82%	13.64%
EPS（摊薄，元/股）	**0.51**	**0.72**	**0.89**	**1.08**	**1.23**

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

正文目录

一、公司概况 ..... - 5 -

1. 公司基本情况 ..... - 5 -

2. 公司发展战略：聚焦医药，做大做强医药主业 ..... - 8 -

二、公司产品系列 ..... - 9 -

1. 公司制药业务概况 ..... - 9 -

2. 公司OTC业务 ..... - 10 -

3. 公司中药处方药业务 ..... - 10 -

4. 公司配方中药颗粒业务 ..... - 10 -

5. 公司抗生素普药业务 ..... - 11 -

三、公司产品市场营销与销售 ..... - 11 -

1. 公司产品销售渠道 ..... - 11 -

2. 公司奉行品牌营销的策略 ..... - 11 -

3. 公司的营销优势显著 ..... - 12 -

4. 公司市场终端控制能力强大 ..... - 13 -

5. 产品品类和渠道规划带来细分市场持续增长 ..... - 13 -

6. 公司积极应对进入医保目录的市场机会 ..... - 13 -

四、公司 2010 年重要战略举措 ..... - 16 -

1、推行运营中心管理模式 ..... - 16 -

2、实施销售变革 ..... - 16 -

3、落实研发战略 ..... - 19 -

五、盈利预测与投资建议 ..... - 21 -

六、风险提示 ..... - 22 -

1. 新医改及基本药物制度实施政策风险 ..... - 22 -
2. 中药注射剂行业的特有风险 ..... - 22 -

图目录

图 1: 公司股权结构 ..... - 5 -
图 2: 公司产业结构 ..... - 6 -
图 3: 2001-2009 年公司营业收入及其增速 ..... - 6 -
图 4: 2001-2009 年公司营业利润及其增速 ..... - 6 -
图 5: 2005-2009 年公司各业务毛利率变化 ..... - 6 -
图 6: 2005-2009 年公司销售收入结构 ..... - 7 -
图 7: 2005-2009 年公司销售毛利结构 ..... - 7 -
图 8: 2005-2009 年公司医药业务营业收入及其增速 ..... - 7 -
图 9: 2005-2009 公司医药业务营业利润及其增速 ..... - 7 -
图 10: 2008-2009 年公司主导产品营业收入占比 ..... - 7 -
图 11: 2008-2009 年公司主导产品营业利润占比 ..... - 7 -
图 12: 2005-2009 年公司利润指标的变动 ..... - 8 -
图 13: 2005-2009 年公司杜邦分析指标的变化情况 ..... - 8 -
图 14: 2009 年公司各业务营业收入占比 ..... - 9 -
图 15: 2009 年公司四大产品系列营业收入占比 ..... - 9 -
图 16: 公司品牌营销策略 ..... - 12 -
图 17: 公司品类与渠道规划的背景 ..... - 14 -
图 18: 公司感冒用药系列品类规划 ..... - 14 -
图 19: 公司皮肤药品类规划 ..... - 14 -
图 20: 运营中心管理模式示意图 ..... - 16 -
图 21: 运营中心管理的华润三九医药战略结构 ..... - 17 -
图 22: 公司销售变革的方向 ..... - 17 -

图 23：公司计划加快进入医疗终端 ..... - 18 -
图 24：针对基层医生的线上与线下销售（正天丸） ..... - 18 -
图 25：2010 年计划加大处方药学术营销力度 ..... - 19 -
图 26：公司 2010 年落实研发战略计划 ..... - 19 -
图 27：公司 2010 年OTC 研发方向（根据市场需求提出研发课题） ..... - 20 -
图 28：公司 2010 年处方药研发方向（技术为先导、中药为主、西药为辅） ..... - 20 -
图 29：公司 2010 年中药配方颗粒研发方向 ..... - 20 -
图 30：公司 2010 年抗生素及普药研发方向 ..... - 21 -
图 31：公司 2010 年将加快立项进程 ..... - 21 -

表目录

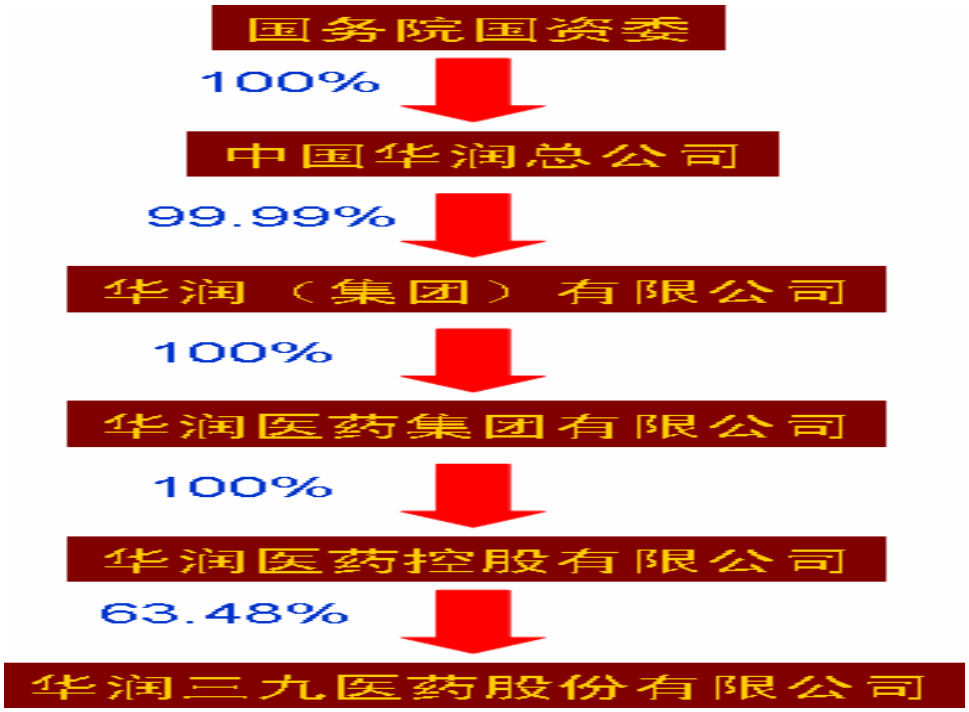
表 1、公司独家产品进入医保目录情况 ..... - 15 -
表 2、处方药品种进入新旧医保目录情况比较 ..... - 15 -
表 3、公司进入 2009 年医保目录的甲类产品价格变动情况 ..... - 16 -
附表、公司盈利预测与估值 ..... - 23 -

一、公司概况

1. 公司基本情况

华润三九，原名三九医药，2000 年在深交所上市，其前身是成立于 1985 年的深圳南方制药厂，在 20 世纪 90 年代早期就实现了 6 亿多元的销售收入，辉煌一时。但是，好景不长，由于实际控制人三九企业集团在九十年代中后期多元化发展的过程中，规模急速膨胀之后，债务危机爆发，对公司大规模占款（2007 年 6 月达 37.58 亿元），因此严重影响了三九医药的正常经营。2006 年国务院国资委委派华润集团重组三九集团，制定了对三九医药的债务清欠方案，并于 2008 年完成债务清欠方案，从此三九医药正式并入华润旗下（图 1），2010 年 3 月正式更名为华润三九。

图1：公司股权结构



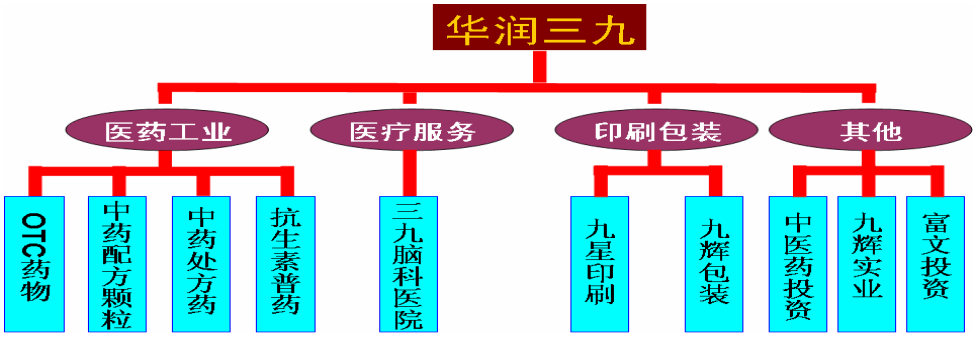
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

华润的入主，一方面解决了大股东对上市公司的占款问题，消除了公司的财务费用压力，另一方面，调整了公司的管理架构，同时逐渐剥离与医药不相关的产业，使三九医药重新聚焦医药主业。公司已经被确定为的华润集团中药业务平台，主营医药生产，还有脑科医院，包装印刷等其他业务（图 2）。

自从华润集团入主以后，公司的营业收入（图 3）、营业利润（图 4）与各业务的毛利率逐年稳定增长（图 5），华润集团聚焦医药主业的战略使得公司医药行业营业收入（图 6）与营业毛利（图 7）的占比不断

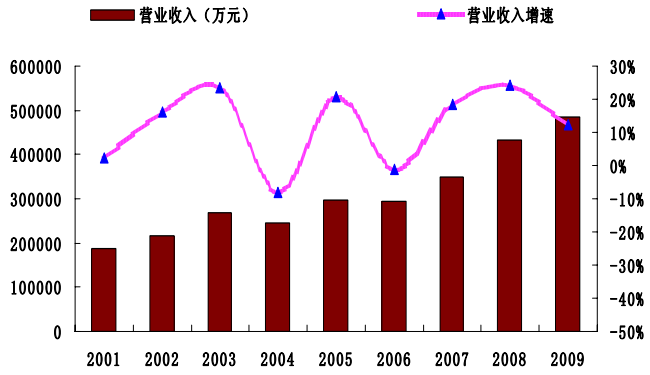
提高，并且医药行业的营业收入（图 8）与营业利润保持稳定增长（图 9），两大主导产品系列感冒灵与皮炎平稳定增长的同时，皮炎平营业收入（图 10）与营业利润（图 11）占比提高。最重要的是，公司的权益净利率不断提高（图 12），而这是由于销售净利率的提高驱动的（图 13），因此这是有效且是可以持续的。

图2：公司产业结构



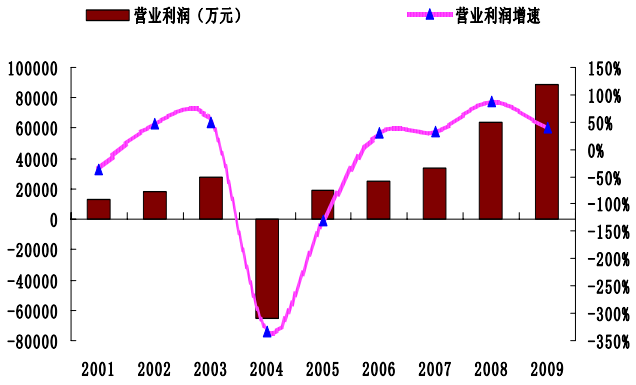
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图3：2001-2009年公司营业收入及其增速



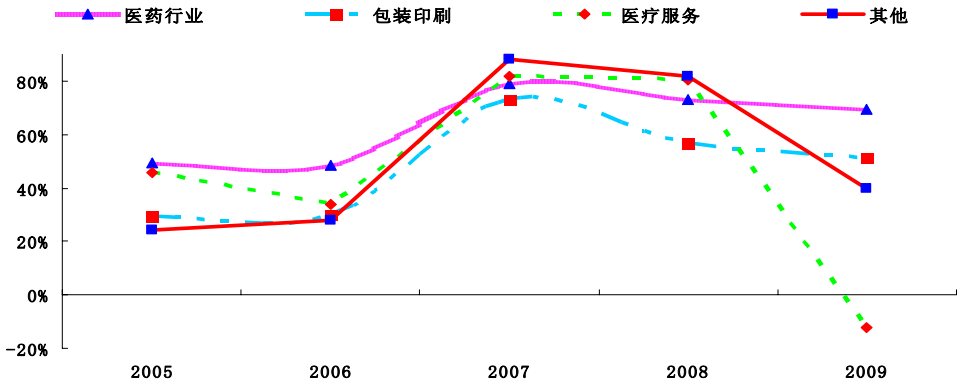
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图4：2001-2009年公司营业利润及其增速



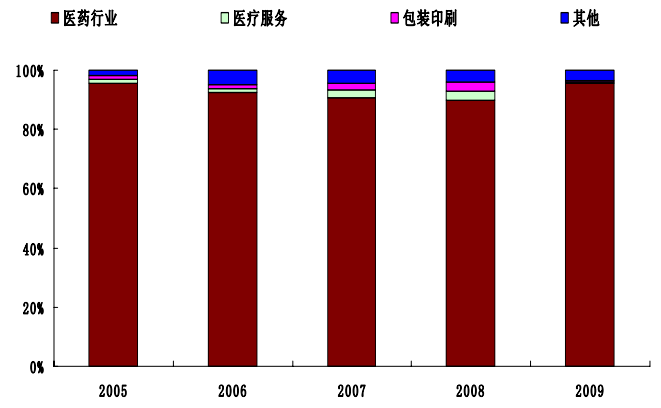
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图5：2005-2009年公司各业务毛利率变化



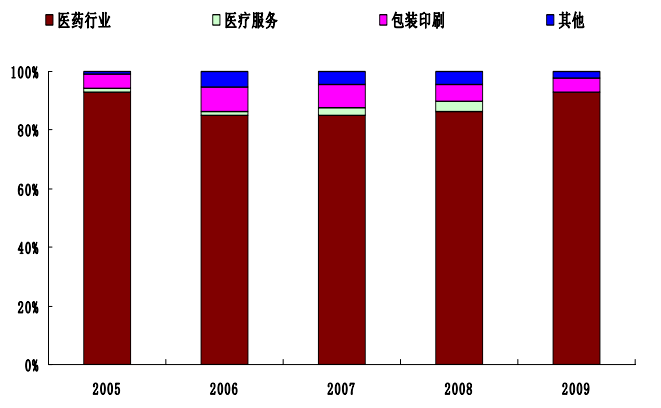
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图6：2005-2009年公司销售收入结构



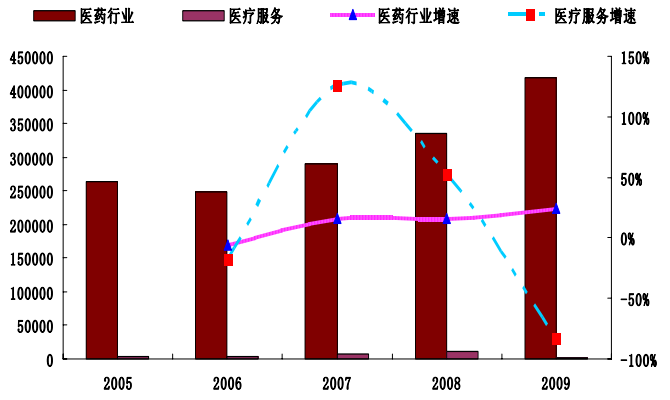
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图7：2005-2009年公司销售毛利结构



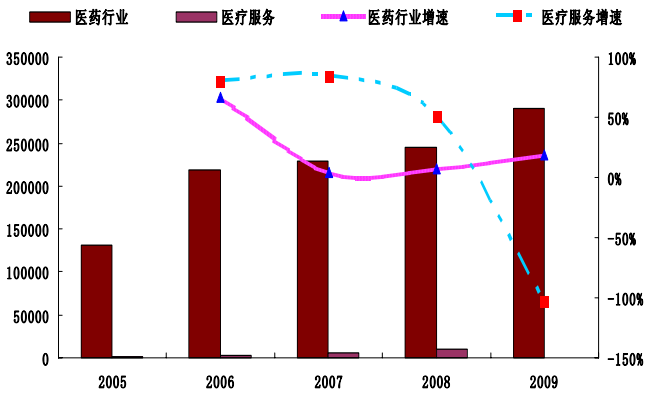
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图8：2005-2009年公司医药业务营业收入及其增速



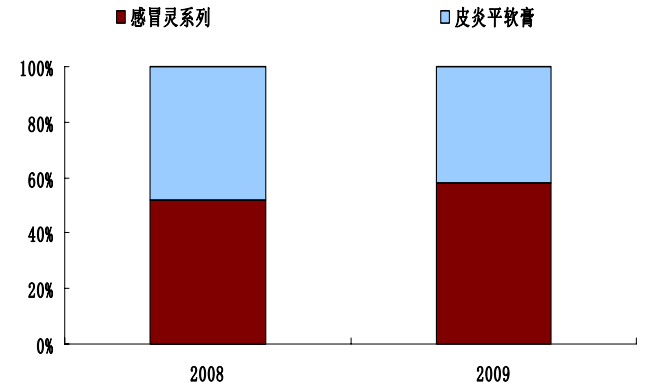
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图9：2005-2009公司医药业务营业利润及其增速



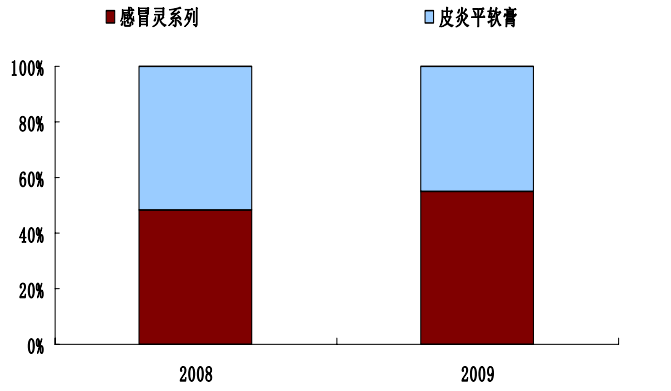
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图10：2008-2009年公司主导产品营业收入占比



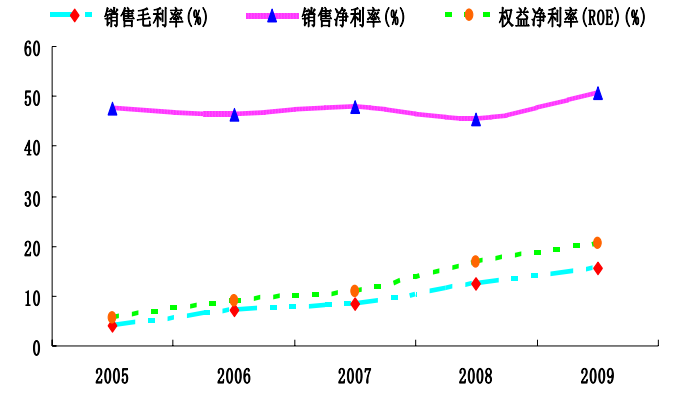
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图11：2008-2009年公司主导产品营业利润占比



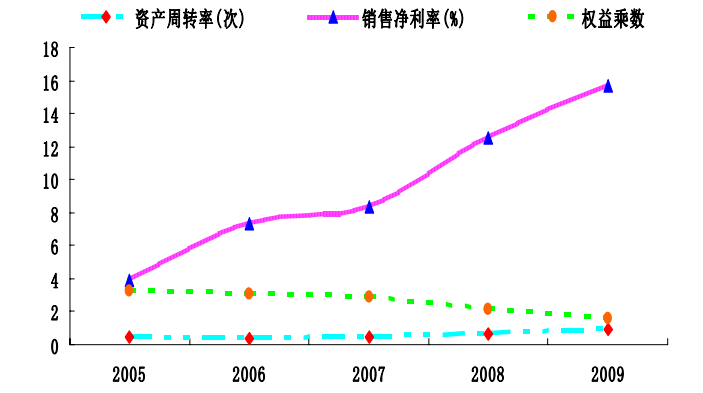
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12: 2005-2009年公司利润指标的变动



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图13: 2005-2009年公司杜邦分析指标的变化情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

2. 公司发展战略：聚焦医药，做大做强医药主业

（1）一个核心，两个明星，四个重点的业务战略

公司以品牌 OTC 为核心业务，以中药处方药、中药配方颗粒为快速增长的明星业务，未来将重点发展品牌 OTC、中药处方药、中药配方颗粒、抗生素及普药四大制药业务。

一、 OTC 业务是公司医药业务中的核心，2009 年约占制药业务的 72%，努力成为国内 OTC 领域的领军者；

二、中药处方药是公司未来几年重点发展的领域，公司致力于成为行业的领先者。中药处方药以中药注射剂为主，公司中药注射剂发展较快，独家品种参附、华蟾素进入基本药物目录甲类；

三、配方中药颗粒也是公司未来几年发展的重点，其主要针对医院，服用方便，产品品质得到有效保证，安全性高，疗效好，目前的推广难度比以前下降了很多，因此其发展空间大，成长快，未来极有可能实现 30-40%的增速；配方中药颗粒公司计划做成偏治疗型的传统饮品，以后努力做成小复方；子公司现代中药经 SFDA 批准的免煎中药 6 家定点生产企业之一，公司在制定免煎中药的标准，2010 年有几十个品种标准极有可能成为省级行业标准，未来有可能成为国家级行业标准。另外，公司在安徽淮北投资兴建免煎中药产业基地，利用区域优势赢得先机；由于中药配方颗粒在不同地区接受度不一，因此公司的中药配方颗粒只在个别地区（北京）纳入医保目录，但是这对公司中药配方颗粒的发展影响不大；公司 2010 年开展稀缺药材的 GAP 种植以及标准化炮制的研究，这使得药材的质量能得到有效的控制，有利于提高产品品质，保证产品质量可靠、疗效的稳定与用药的安全；

四、抗生素业务目前是维持，加大投入的可能性极小，不是公司优先发展的领域。

（2）收购兼并扩展产品线

2009 年公司收购三九黄石扩大 OTC 规模。三九黄石 OTC 品种多，且拥有两个独家品种雷公藤、肽脂安胶囊，此举丰富了公司产品线；2009 年公司还收购了安徽金蟾生化，扩大中药注射剂规模。安徽金蟾生化的主导产品华蟾素系列制剂，其是抗肿瘤用药，国家保护品种，已有将近十年的临床使用经验，安全性好。2009 年，依赖安徽金蟾的销售团队约实现年销售收入 1 亿元，目前已完成对安徽金蟾的整合工作，纳入公司的强大销售平台进行销售，预计今年将会继续保持良好的增长势头。

（3）剥离非医药业务

公司的医药商业与食品行业企业难以为其对业绩作出较大贡献，因此转让三九连锁与汉源三九；其它非制药业务中，医疗服务（脑科医院）增长较快，近期还会继续发展，九星印刷定位是内部服务，另一家印刷包装企业有 30%的业务是内部服务。

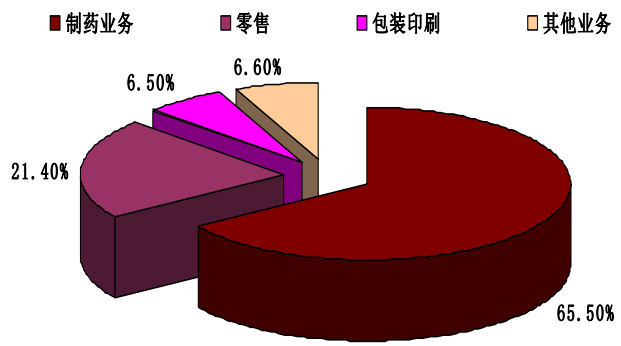
二、公司产品系列

1. 公司制药业务概况

医药业务是公司的主业（图 14），医药业务主要有 OTC、中药处方药、配方中药颗粒、抗生素等四大业务系列（图 15）。

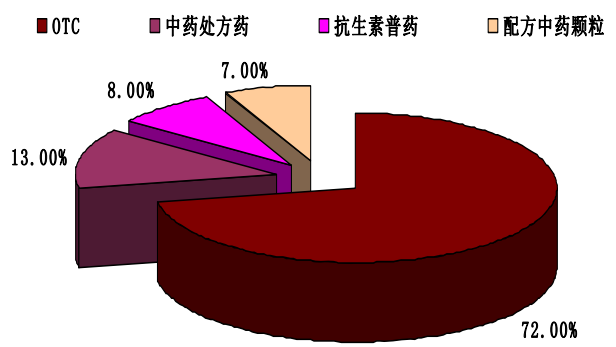
OTC 业务是医药业务的核心，2009 年占比约为 72%；中药处方药业务以中药注射剂为主，未来公司的中药处方药将以抗肿瘤、心脑血管与上呼吸道感染用药为主，关注胃肠、骨伤科与精神用药。中药注射剂中，公司以前的品种的增速预计为 20%，新品种华蟾素的增速将会达到 30—40%；配方中药颗粒业务空间大，成长快；抗生素包括粉针剂和原料药，年贡献收入约为 2 亿元。公司目前将重点发展中药处方药与中药颗粒业务，未来几年中药处方药和中药颗粒将会高速发展，因此 OTC 业务的占比可能会逐渐下降。

图14：2009年公司各业务营业收入占比



资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图15：2009年公司四大产品系列营业收入占比



资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

2. 公司 OTC 业务

公司 OTC 业务主要有感冒、胃肠、皮肤、骨科、妇科、疼痛、五官等九大品类，其中感冒品类是最大的，年销售额合计超过 10 亿元，位居国内感冒用药市场第一，市场占有率约为 5-6%，代表品种为 999 感冒灵；皮肤类年销售额超过 4 亿元，市场份额超过 30%，位居细分市场的第一，999 皮炎平是皮肤类的杰出代表；胃肠类用药年销售额超过 2 亿元，主要是三九胃泰、补脾益肠丸。

三九感冒灵、三九皮炎平、三九胃泰是公司的三大拳头产品。除此之外，独家品种正天丸是 2010 年重点发展的品种，其主治头痛，具活血化淤之功效，已进入最新版国家基本药物目录。虽然该产品最高零售限价下调 6.67%，但市场实际售价比调整后的最高限价要低，因此下调最低销售价格对公司的出厂价影响不大，因此公司销售毛利率能够得到维持。

此外，公司今年新推出的产品糠酸莫米松凝胶定位高端，极有可能成为皮肤用药的要利润增长点。

3. 公司中药处方药业务

中药处方药是公司未来几年重点发展的领域，公司致力于成为行业的领先者。中药处方药以中药注射剂为主，公司中药注射剂发展较快，独家品种参附、华蟾素进入基本药物目录甲类。

独家抗肿瘤用药华蟾素注射液是公司 2009 年收购到的金蟾药业的产品，是医保甲类品种，2009 年的销售额在 1 亿元左右，2010 年公司将重点发展该产品。2010 年以前，金蟾药业的华蟾素注射液销售采用大包代理制模式，终端控制力较差，基本维持 1 个亿的销售规模，且毛利率较低，2009 年下半年公司开始把华蟾素注射液销售体系整合到三九的销售平台中，因此能够借助公司中药注射剂强势的的推广能力和渠道资源优势，预计 2010 年华蟾素注射液极有可能实现高速甚至超预期的增长。

4. 公司配方中药颗粒业务

配方中药颗粒也是公司未来几年发展的重点，其主要针对医院，服用方便，产品品质得到有效保证，安全性高，疗效好，目前的推广难度比以前下降了很多，因此其发展空间大，成长快，未来极有可能实现 30-40%的增速；配方中药颗粒公司计划做成偏治疗型的传统饮品，以后努力做成小复方；子公司现代中药是经 SFDA 批准的免煎中药 6 家定点生产企业之一，公司在制定免煎中药的标准， 2010 年有几十个品种标准极有可能成为省级行业标准，未来有可能成为国家级行业标准。

此外，公司在安徽淮北投资兴建免煎中药产业基地，利用区域优势赢得先机；由于中药配方颗粒在不同地区接受度不一，因此公司的中药配方颗粒只在个别地区（北京）纳入医保目录，但是由于配方中药颗粒

服用方便快捷，是未来中药用药的一大趋势，因此我们认为这只是暂时的现象，长远来说，对公司中药配方颗粒的发展影响不大；公司 2010 年开展稀缺药材的 GAP 种植以及标准化炮制的研究，这使得药材的质量能得到有效的控制，有利于提高产品品质，保证产品质量可靠、疗效的稳定与用药的安全。

5. 公司抗生素普药业务

抗生素包括粉针剂和原料药，2009 年，公司抗生素普药业务销售收入约为 2.6 亿，同比增长 13%，其中，抗生素制剂同比增长 31%，原料药同比是较大幅度的下降，这主要是受出口市场萎缩的影响。此外，由于新农合市场的扩容效应，主导品种五水头孢唑啉钠销售较大幅度提高，同比增长 30%。抗生素业务目前是维持，加大投入的可能性极小，不是公司发展的重点。

三、公司产品市场营销与销售

1. 公司产品销售渠道

公司产品销售由三家子公司开展，其中三九医贸主要负责 OTC、中药处方药与抗生素普药在国内的销售；现代中药则负责配方中药颗粒（免煎中药）在国内的销售；中药投资负责海外销售业务，三个子公司相互之间不交叉，实现互补。

公司未来主要从两方面把握营销方向，一方面，公司将充分挖掘各子公司的产品，不断推陈出新，从而形成产品系列，占领各细分市场；另一方面，公司将利用已有的渠道优势，加大对第三终端市场的渗透力度，以占领第三终端市场。

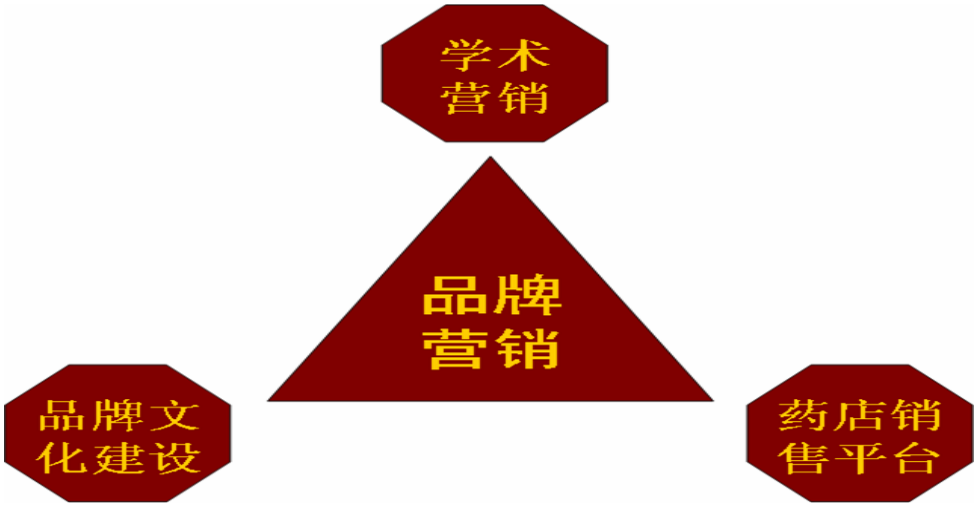
2. 公司奉行品牌营销的策略

公司奉行 “品牌营销”的策略（图 16），公司努力践行以品牌建设为基础，以 OTC 零售为支撑，以高端学术营销为牵引的营销战略。具体来说，公司品牌的发展方向是：以品牌 OTC 为核心业务；以中药处方药、配方中药颗粒为快速增长的明星业务；以品牌运作和渠道掌控能力为核心优势，加大研发和技术改造投入，提升产品功能和质量，形成以营销带动研发和生产的客户导向的价值创造体系。公司 2009 年下半年完成针对 999 品牌进行品牌价值全方位调研项目的任务，为三九医药全面品牌管理及品牌战略的修订奠定基础。

目前，公司拥有强大的品牌运作能力，公司品牌和产品品牌的有效结合，使其能够顺利的实现公司的核心竞争力；公司是国内拥有较高知名度和美誉度的公司品牌和产品品牌，且二者能够有效结合，提升公司的品牌价值，并进而带来较高的客户忠诚度；在 2007 年中国品牌价值排

行榜中，“999”品牌以 83 亿的品牌价值位居中药类企业第一位；产品品牌方面，其四大 OTC 产品感冒灵、皮炎平、三九胃泰等都是非常成功的产品品牌；公司每年仍投入约 3 亿元左右的广告费用，用于维护和提高其品牌形象，推动产品销售。我们认为在广告费用保持稳定的情况下，三九医药的品牌价值仍有提升空间。

图16：公司品牌营销策略



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

3. 公司的营销优势显著

（1）优秀的渠道掌控与终端管理能力

公司的渠道优势与终端管理能力在业内是领先的，目前其合作伙伴已经覆盖国内最优秀的商业公司、零售终端数量超过 4 万家。

公司强大的渠道和终端管理能力是其维持 OTC 市场领先地位的先决条件，公司在开展的渠道规划有利于巩固公司的渠道优势；

终端产品包与系统化服务平台将加强公司的渠道优势。公司在药店终端，建立产品包，这能够带给渠道更多利润，同时，公司还搭建系统化服务平台，极大的提高客户满意度。这些都会极大的调动终端的积极性，为销售的增长打下坚实的基础。

（2）成熟的销售队伍提供强大的保障

公司拥有几支成熟而富于进取心的销售团队，目前正处于不断扩展与壮大之中，是未来销售的持续稳定增长的强大保障：（1）OTC 事业部是目前最重要的销售部门，约有 800 多人，其中，终端队伍约有 400 多人，主要针对药店，开展培训店员等工作；商务代表重点针对渠道，与负责应收账款的催收；社区医院销售队伍，目前其偏重于 OTC 销售，但其，目标市场与处方药仍有重叠。

4. 公司市场终端控制能力强大

公司渠道控制能力强大，依赖庞大的销售团队实现了重点终端比较充分的覆盖。三九医贸是公司的统一销售平台，负责 OTC 产品（中药配方颗粒除外）、中药注射剂与抗生素普药的销售。三九医贸管理模式为事业部制，下设 OTC、处方药和抗生素普药事业部。三九医贸目前销售人员超过 1000 人，其中 OTC 事业部约有 800 人，覆盖了全国 4 万多个零售终端；处方药事业部约有 200 多人，覆盖了国内重点城市绝大多数大中型医院。

公司优秀的存货管理促成对渠道的强大掌控能力。目前与公司合作的一级经销售约有 50 家，二级经销商有 1000 多家，公司大多产品一般经过两级经销商进入终端渠道，而公司的存货管理至少深入到二级经销商。

公司严格控制销售终端，努力防止产品被终端拦截：一方面，通过品牌建设与塑造，强化消费者的指牌购买，避免终端药店销售店员推荐其他品牌产品；另一方面，选择对公司产品友好的经销商。加强与经销商的合作，同时加强药品摆放位置、上架率等指标的考核，另外，推出系列产品包，其中的某些产品毛利率较高，能够提高经销商的盈利能力，从而极大的调动经销商的积极性。

5. 产品品类和渠道规划带来细分市场持续增长

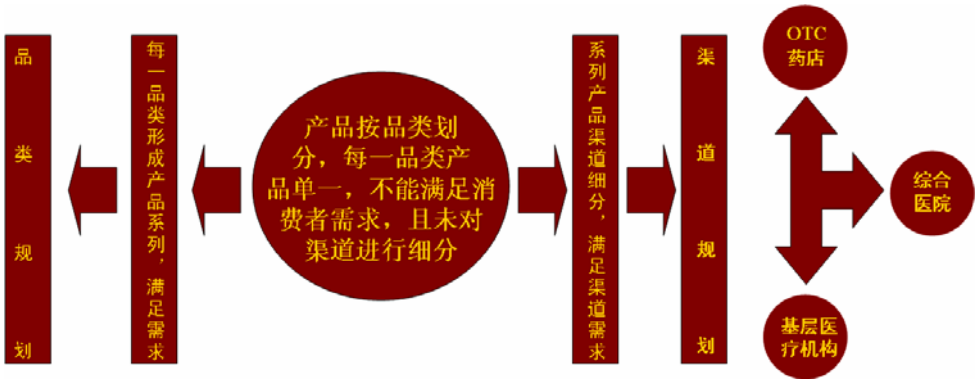
公司的品类规划是应对消费者需求，而渠道规划则是针对渠道需求（图 17）。公司的三类客户经销商、终端药店和消费者关注的方面不同，经销商、终端药店目标是盈利，消费者关注的是药品安全、购买的便捷等方面，公司针对不同的客户采取不同策略。

公司的品类规划和渠道规划稳步推进：①公司品类规划是不断挖掘新的细分市场，增加市场容量：2007 年开始感冒类用药的品类规划，历经 2 年时间完成任务，感冒类用药整体销售提升较快（图 18）；2010 年开始皮肤用药的品类规划，可能要持续 2 年，将会完成皮肤用药的细分与皮肤系列用药的完善（图 19）；2012 年将开始规划胃肠用药；②渠道规划是对渠道进行整合调整，优胜劣汰，通过提高渠道盈利能力，充分利用各种销售渠道，占据渠道优势，并保持产品线的完整，这有利于满足调动各销售渠道的积极性并抢占对手的市场份额，因此，品类规划和渠道规划将有促进公司产品销售，扩大市场容量与抢占新的市场份额。

6. 公司积极应对进入医保目录的市场机会

三九胃泰、正天丸、处方药中的参附、参麦注射液等进入国家最新基本药物目录甲类（表 1 与表 2），其中，三九胃泰由医保乙类升为甲

图17：公司品类与渠道规划的背景

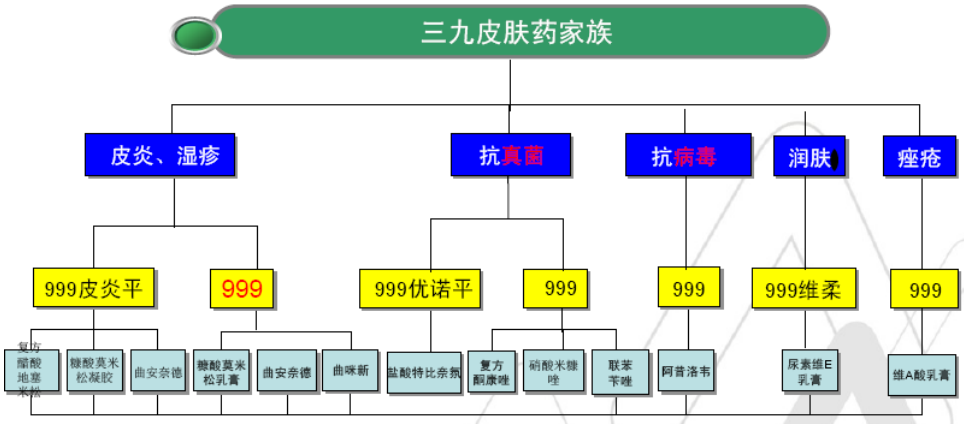


数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图18：公司感冒用药系列品类规划

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图19：公司皮肤药品类规划



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

类，正天丸依旧保留在医保甲类品种。这两个产品均为双跨产品，兼具产品竞争力和营销竞争力，但是，它们目前在医院的销售量很少。为应对进入基本药物目录后，公司计划拓展基层医院新终端，因此，专门成立了基本药物事业部，目前组建了 200 多人的专门销售团队，专攻在医疗机构的销售。针对这两个产品进入最新版医保目录甲类，公司 2010 年销售主攻的重点是基层用药市场，这需要采用高端的学术营销改变医生对公司产品的认知度问题。公司已组建独立的销售团队，专攻基层医疗市场，目前不到 100 人，预计到明年将会壮大到 200 人。

三九胃泰由医保乙类升级为甲类之后，报销比例将会大幅提高，未来 3 年有望实现 30%甚至超过 30%的高速增长。虽然三九胃泰最高零售价下调 9.1%，正天丸下调 6.7%（表 3），但是，因为它们目前的出厂价与零售价相差 20%～30%，因此实际上对这两个产品出厂价影响甚小，不会对其销售毛利率构成市实质性的冲击。随着国家基本药物制度的推进，这两个品种销售有望实现跨越式飞跃。

目前各省招标情况较为顺利，价格也符合公司的预期，因此进入基本药物目录的零售价的略微下调对公司的影响甚小。

另外，市场上有些观点认为，基本药物的推行，公司的 OTC 产品会受到很大的挤压，由于 OTC 产品为公司贡献了 70%以上销售收入，因此公司的销售收入会受到很大的负面影响。我们与市场不同的观点是，基本药物目录的实施不会对 OTC 产品产生很大的冲击，因为公司产品的品牌效应，公司产品在药店终端的指牌购买率极高，再加上公司的渠道优势，使其 OTC 产品能覆盖大部分药店终端，消费者购买公司产品比较方便，因此，我们认为基本药物制度推行不会对公司的 OTC 产品产生冲击。

表 1、公司独家产品进入医保目录情况

产品层次	产品名称	进入目录层次	主治疾病	2009 年销售情况
OTC产品	三九胃泰	甲类	胃肠疾病	1.7 亿元
	正天丸	甲类	头痛、偏头痛	6300 万元
中药注射剂	华蟾素	甲类	心脑血管	5000 万元
	参附注射液	甲类	抗肿瘤	2 亿元
	参麦注射液	甲类	急重症抢救	-

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 2、处方药品种进入新旧医保目录情况比较

事业部	品类	2009 年版		2004 年版	
		类别	备注	类别	备注
处方药	参附注射液	甲类	限二级以上医院急救与抢救	甲类	
处方药	参麦注射液	甲类	限二级以上医院急重症抢救	甲类	限急症、重症用药
处方药	华蟾素注射液	甲类	限癌症疼痛	甲类	-
处方药	华蟾素片	乙类	限癌症疼痛	乙类	-

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 3、公司进入 2009 年医保目录的甲类产品价格变动情况

产品	原价	现价	价格变动（%）	08年售收入	年销售增速	08 年占工业比重
三九胃泰颗粒	1.8 元	1.7 元	-5.56	1.8 亿元	9.03%（深圳三九）	8.20%
正天丸	1.5 元	1.4 元	-6.67	1.0 亿元	5.51%（深圳三九）	4.50%

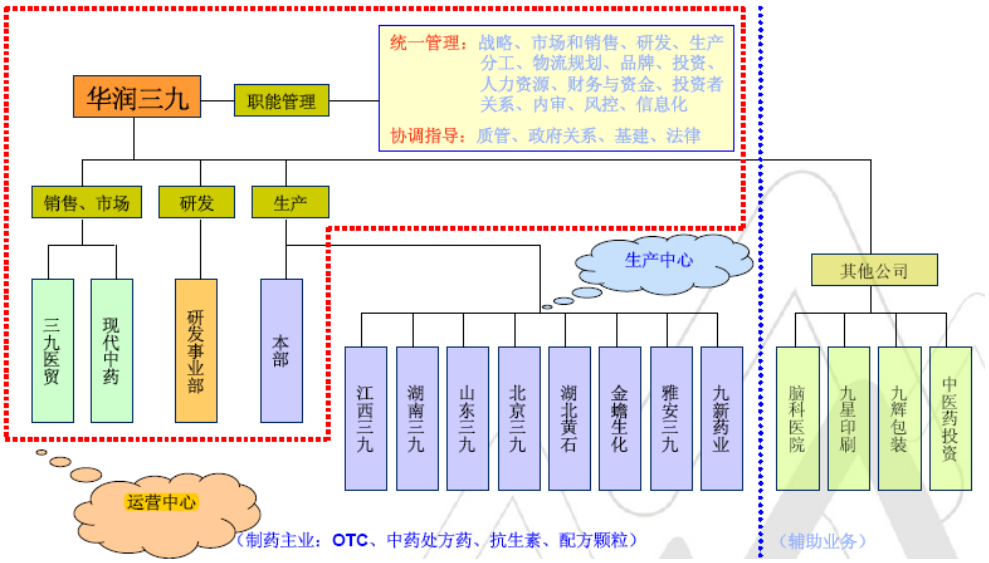
资料来源：齐鲁证券研究所

四、公司 2010 年重要战略举措

1、推行运营中心管理模式

2010 年公司推行运营中心管理模式（图 20 与 21），公司整体的职能管理与销售、市场、研发等由集团公司统一执行，公司的子公司转变为成本中心，不再是利润中心，只负责自身产品的生产，不再负责产品的销售。这有利于集中公司的优势资源，去做大做强产品的研发、生产与销售，促进整个集团公司的协调运作。

图20：运营中心管理模式示意图



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

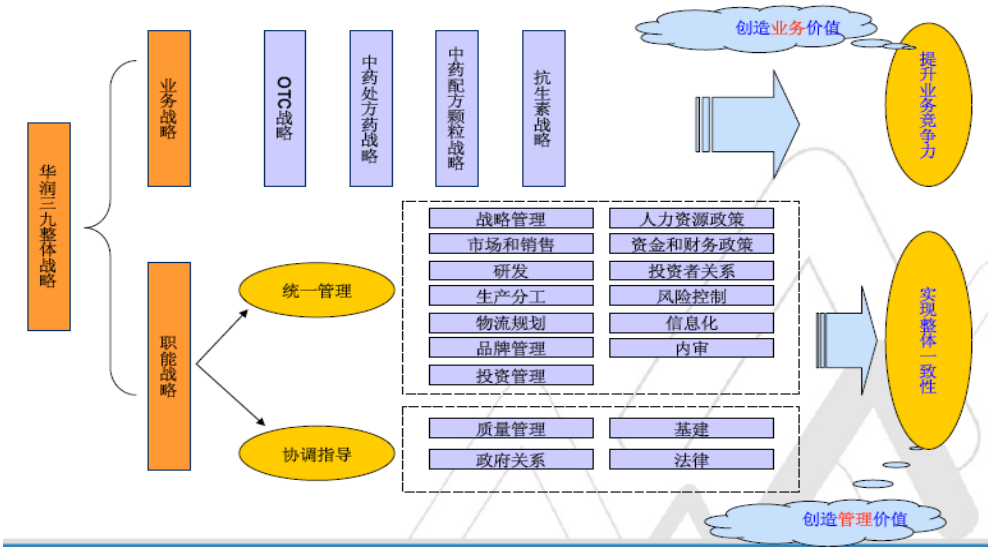
2、实施销售变革

2010 年，公司将实施以下销售变革，计划在 5 年之内建立国内医疗领域最专业、业内领先的营销模式（图 22）：

一、结合医改摸索医院营销模式，建立三九胃泰和正天丸的医院营销模式和学术营销体系，加快进入医疗终端（图 23 与图 24），2010

年公司计划开发 8 个医疗重点区域，20 个城市。8 个医疗重点区域为：山东、四川、江苏、福建、浙江、北京、上海、广东；

图21：运营中心管理的华润三九医药战略结构



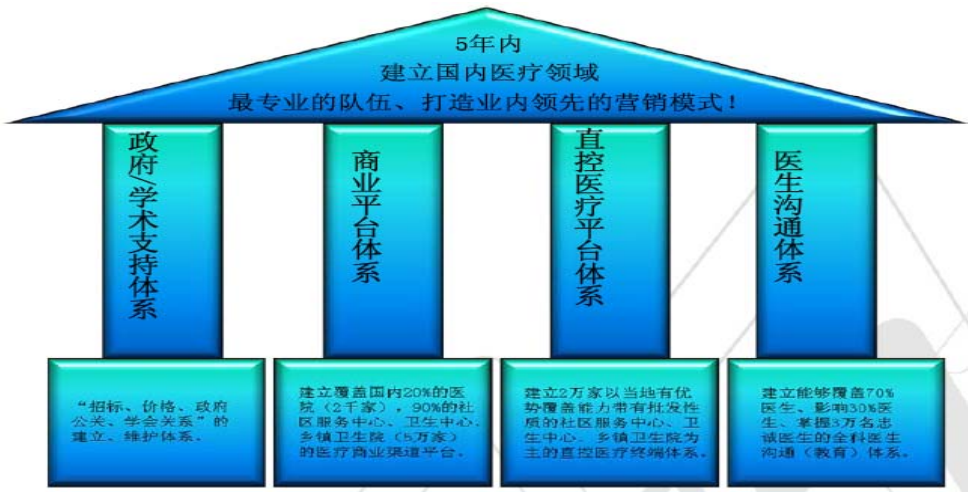
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

二、培育其他大品种，实施品类规划（感冒类已经完成，目前针对皮肤类用药），并提供多层次的产品，形成对核心品种的保护（图 18 与图 19）；

三、规避处方药销售风险，力促销售方式转型，进行核心产品差异化学术推广研究，加大学术营销力度，推动核心产品快速成长，在心血管和抗肿瘤领域培育过 10 亿元大品类（图 25）；

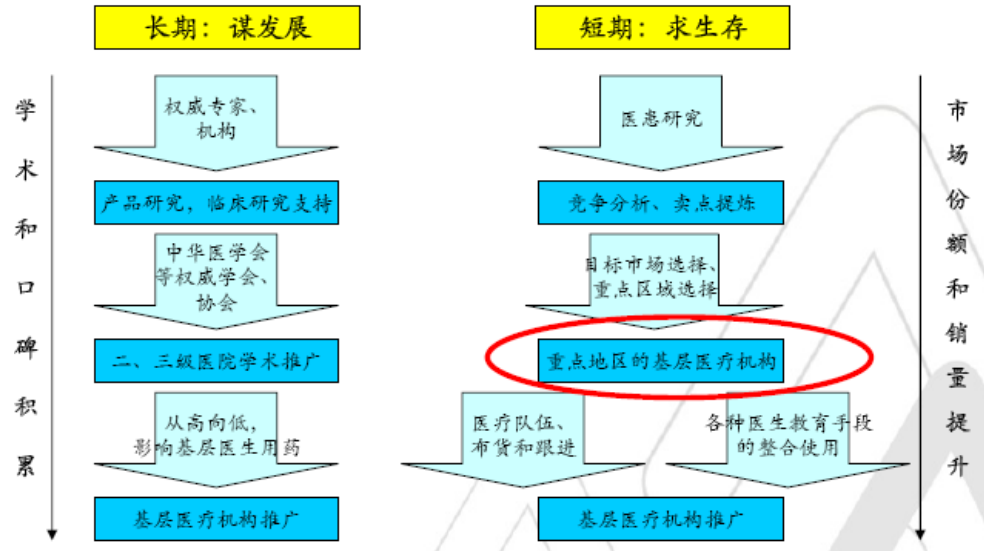
四、整合优化渠道资源；

图22：公司销售变革方向



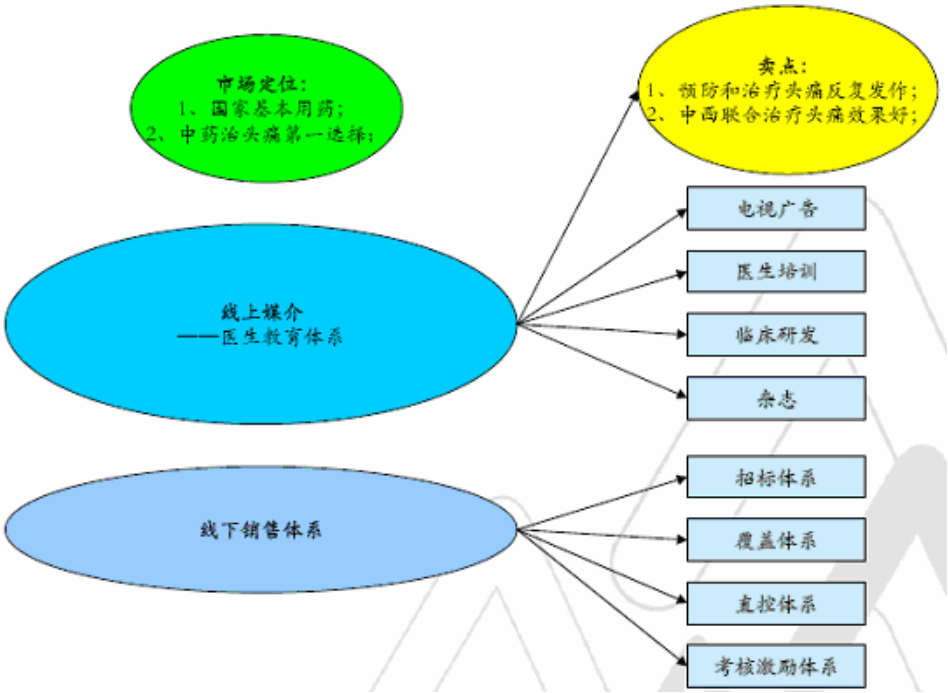
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图23：公司计划加快进入医疗终端



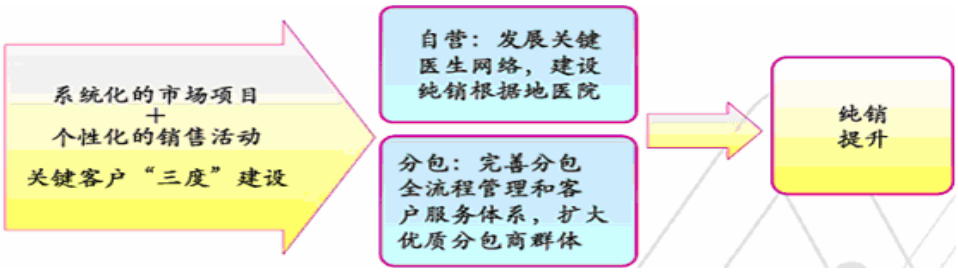
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图24：针对基层医生的线上与线下销售（正天丸）



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图25：2010年计划加大处方药学术营销力度



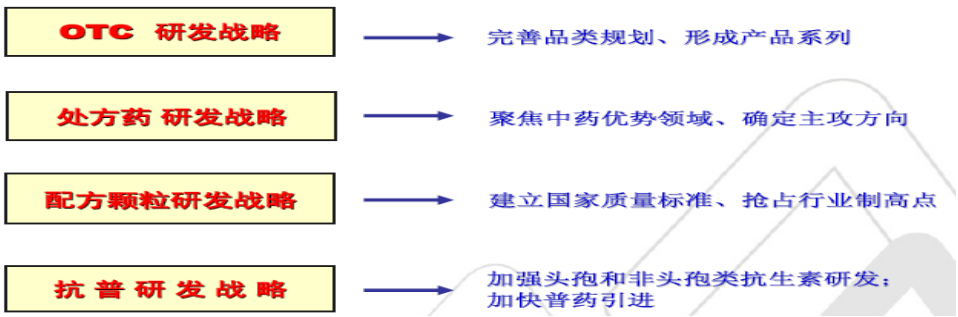
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

3、落实研发战略

相对于公司强势品牌与强大渠道掌控能力来说，公司的研发一直是公司的短板，可以说，在某种程度上开展制约公司的后续良好的发展，因此，从 2010 年起，公司将落实系列产品研发战略计划（图 26），其中，OTC 产品将以市场为导向，对 9 大品类进行开拓（图 27）；中药处方药将以抗肿瘤、心脑血管与上呼吸道感染用药进行研究（图 28），重点关注治疗“五大”领域（骨科、妇科、消化系统、神经系统、糖尿病）的中药优势病种项目；配方中药颗粒将以抢占行业的制高点、确立行业内的领先地位为目标（图 29）；抗生素类则以头孢与非头孢，加快普药引进（图 30）。另外，公司将加快新药的立项（图 31）。

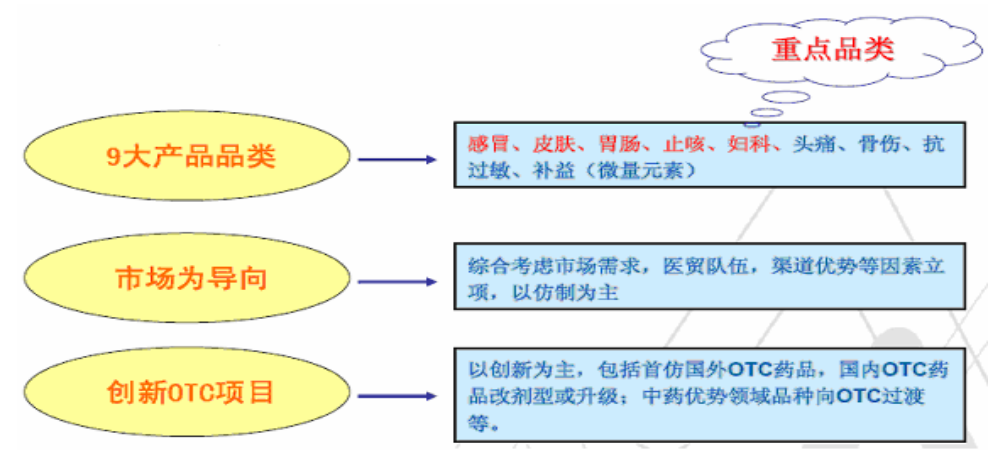
2010 年，公司将加大研发领域的投入，公司近年的研发投入约为 3000 万，预计 2010 年公司的投入将增加到 7000-8000 万。公司研发将加大产学研合作，与院所合作开展基础性研究，依赖内部研发机构对获得临床批件的药物进行临床及临床后研究。目前公司与国内多家有名是医学科研机构建立了密切的合作关系；公司的博士后研究站将开展核心产品技术升级工作，感冒灵、补脾益肠丸二次开发研究已取得阶段性研究成果；公司把“并购”纳入大研发，通过并购获得新品种，借助公司的销售平台，做大做强新产品。在研发投入加大的情况下，公司未来在研发领域将会继续不断取得突破。

图26：公司2010年落实研发战略计划



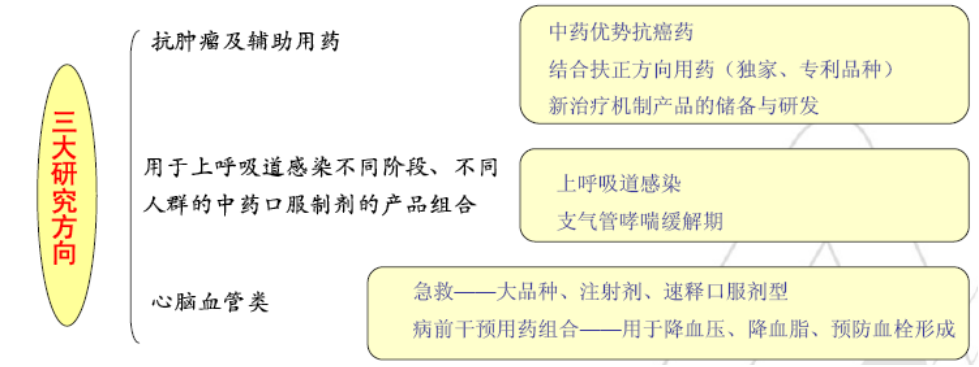
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图27：公司2010年OTC 研发方向（根据市场需求提出研发课题）



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图28：公司2010年处方药研发方向（技术为先导、中药为主、西药为辅）



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

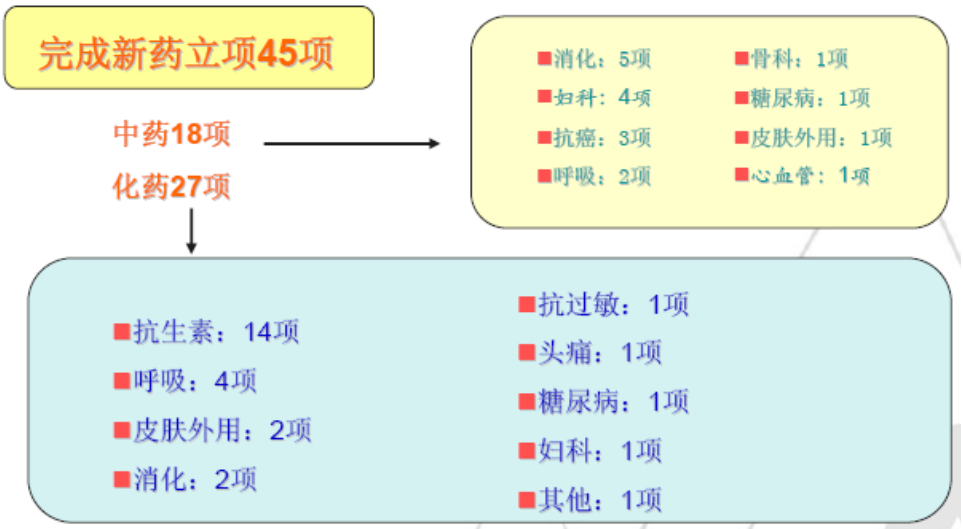
图29：公司2010年中药配方颗粒研发方向

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图30：公司2010年抗生素及普药研发方向

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图31：公司2010年将加快立项进程



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

五、盈利预测与投资建议

预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.89 元、1.08 元和 1.23 元（附表），对应的动态 PE 分别为 27.22 倍、22.34 倍和 19.66 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

六、风险提示

1. 新医改及基本药物制度实施政策风险

随着新医改的推进，国家基本药物制度的逐步实施，公司主导产品的面临降价的可能；基本药物目录产品的分省招投标具有一定的不确定性；药物零差率配送模式可能降低渠道对药品销售的积极性，因此，新医改及基本药物制度的推进可能会影响公司的盈利能力。

2. 中药注射剂行业的特有风险

由于中药注射剂成分不明确，药理药效的研究不透彻，近年来有关中药注射剂的用药事故频发，因此目前 SFDA 对已上市中药注射剂展开了安全性再评价工作。公司参附、参麦、华蟾素等中药注射剂的再评价可能需要较长的时间与较大的费用投入，具有较大的不确定性。

附表、公司盈利预测与估值

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	210384.00	210384.00	229204.96	263585.70
应收账款	36075.03	32215.01	39302.31	45197.65
存货净额	41835.50	37359.10	45578.10	52414.82
其他流动资产	39.19	35.00	42.70	49.10
流动资产合计	303719.61	271221.61	330890.36	380523.92
固定资产	111726.98	99772.20	121722.08	139980.39
无形资产及其他	114878.80	102586.77	125155.86	143929.23
投资性房地产	1715.52	1531.96	1868.99	2149.34
长期股权投资	1731.37	1546.11	1886.26	2169.20
资产总计	563141.70	821815.92	1002615.4	1153007.7
短期借款及交易性金融负债	1200.00	1751.21	2136.48	2456.95
应付款项	82329.36	120146.64	146578.90	168565.73
其他流动负债	25525.58	37250.53	45445.65	52262.50
流动负债合计	161305.95	235400.43	287188.52	330266.80
长期借款及债券	3953.64	5769.70	7039.04	8094.90
其他长期负责	2187.55	3192.39	3894.71	4478.92
长期负债合计	6688.70	9761.09	11908.53	13694.81
负债合计	167994.65	245161.52	299097.05	343961.61
少数股东权益	26518.45	38699.46	47213.35	54295.35
股东权益	395147.06	576654.40	703518.37	809046.12
负债和股东权益总计	563141.70	821815.92	1002615.4	1153007.7

关键财务指标（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.72	0.89	1.08	1.23
每股净资产	4.04	5.89	7.19	8.26
ROIC	18.98%	15.94%	15.92%	15.73%
ROE	19.27%	16.19%	16.16%	15.97%
毛利率	50.62%	50.62%	50.62%	50.50%
净利率	15.69%	21.54%	21.51%	21.25%
EBIT margin	13.52	10.40	10.39	10.27
EBITDA margin	14.25	10.84	10.70	0.00
资产负债率	0.30	0.30	0.30	0.30
流动比率	1.88	1.15	1.15	1.15
速动比率	1.62	0.99	0.99	0.99
收入增长	12.43%	-10.70%	22.00%	15.00%
净利润增长率	40.74%	22.57%	21.82%	13.64%
P/E	33.36	27.22	22.34	19.66
P/B	5.99	4.10	3.36	2.93
PEG	0.82	1.21	1.02	1.44
EV/EBITDA	18.37	31.68	31.68	31.68

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	485271.70	433347.63	528684.11	607986.73
营业成本	239606.53	213968.63	261041.73	300953.43
营业毛利	245665.17	219379.00	267642.38	307033.30
营业税金及附加	2034.76	1817.04	2216.78	3352.75
销售费用	116587.01	104112.20	127016.89	146069.42
管理费用	36763.25	32829.58	40052.09	46059.90
财务费用	-20.11	-36.36	-44.36	-51.02
投资收益	838.30	838.30	838.30	838.30
资产减值损失	2641.97	2359.28	2878.32	3310.07
公允价值变动损益	0	0	0	0
其他收入	0.00	0.00	0.00	1.00
营业利润	88496.60	79135.58	96360.98	109130.48
营业外收入	88496.60	23077.90	28155.03	32378.29
营业外支出	1113.49	613.60	748.60	863.05
利润总额	175879.72	101599.87	123767.41	140645.72
所得税费用	14286.63	8252.91	10053.57	11424.59
净利润	76159.00	93346.95	113713.84	129221.13
少数股东权益	5210.10	6385.94	7779.26	8840.12
归属于母公司净利润	70948.90	86961.01	105934.58	120381.00

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	76159.00	93346.95	113713.84	129221.13
资产减值准备	2641.97	2359.28	2878.32	3310.07
折旧摊销	10554.60	10792.47	11035.70	11284.41
公允价值变动净损益	0.00	0.00	0.00	0.00
财务费用	-20.11	-36.36	-44.36	-51.02
营运资本变动	58417.47	27282.09	12741.26	5950.42
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流量	85505.18	101993.05	121660.25	145119.86
资本开支	9304.94	10583.42	12037.55	13691.47
其他投资现金流	0.00	0.00	0.00	0.00
投资活动现金流量	-18609.89	-16021.94	-13793.89	-11875.67
权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00
负债净变化	16360.00	17904.08	19593.89	21443.18
支付股利、利息	53606.51	61016.01	67791.11	75318.50
其他融资现金流	-5420.83	-5414.96	-5409.10	-5403.24
融资活动现金流量	-42667.34	-42096.14	-41532.59	-40976.58
货币资金期初余额	54870.88	57172.88	59571.45	62070.65
货币资金期末余额	61696.89	66520.67	71721.59	77329.15
现金净变动	54870.88	57172.88	59571.45	62070.65

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

类别	级别	定　　义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
邮编：200122
电话：（8621）5820-8334
传真：（8621）5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
邮编：250061
电话：（86531）8128-3789
传真：（86531）8128-3791