

价值严重低估，OTC、中药处方药双驱动

三九医药 (000999)

评级: 买入 (维持)

股价: 20.14 元

目标价: 25.80 元

调研报告

2009 年 11 月 11 日 星期三

医药化工研究小组

张飞、李惜浣、袁舰波

021-50586660-8629

qy@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

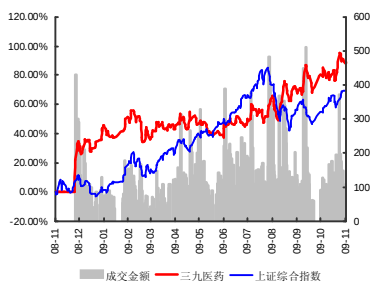
总股本(亿股)	9.79
流通股本(亿股)	3.38
总市值(亿元)	197.17
流通市值(亿元)	68.07

6 个月目标价位	25.80
升值潜力(%)	28.10
目标价确定日期:	2009.11.10

市场表现

	绝对涨幅(%)	相对涨幅(%)
1 个月	4.90	-4.27
3 个月	14.37	16.56
6 个月	29.10	8.04

个股相对上证综指走势图



- 1、《主业稳定增长，价值低估》，2009 年 10 月 29 日；
- 2、《一季报业绩优良，股改锁定收益》，2009 年 4 月 29 日。

投资要点

- q 新三九: 华润入主三九之后，公司财务费用大幅降低，并确立了聚焦医药主业的发展战略。公司四大业务板块定位清晰，治理结构完善，与国有企业僵化的管理体制形成了鲜明的对比。
- q OTC 业务: OTC 业务是医药工业的主体，增长快于 OTC 市场的增长速度，品牌能力和营销能力是公司最为核心的竞争能力。公司 OTC 产品线完善: 受伪麻黄碱事件及甲流的刺激，感冒灵上半年增长 40%，占感冒药市场第一名；皮炎平占外用皮肤病用药第二名；独家产品三九胃泰、正天丸进入基本药物目录。
- q 中药注射剂: 中药注射剂正成为 OTC 之后支撑公司高速发展的另一支柱，在中药注射剂现行医保甲类目录的 3 个独家品种中，三九拥有参附、华蟾素 2 个品种，且分别切入心脑血管和抗肿瘤这两个中药注射剂最大的领域，增长空间巨大，在扩展版基本药物目录以及 09 版的医保目录中，这两个品种均有望作为独家品种入选。
- q 免煎中药: 我们认为免煎中药与 5 年前的中药饮片一样具有极为广阔的市场空间，公司是免煎中药的五家生产企业之一，处于行业龙头的地位，08 年增长 64%，目前配方颗粒仅覆盖了极为有限的一部分市场，在国家大力扶持中医药发展的背景下，具有很大的发展潜力。
- q 盈利预测与估值: 我们预测三九医药 09 年、10 年、11 年的 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.06 元。鉴于公司四大业务板块的高速增长及较低的估值水平，我们给予其六个月 25.8 元的目标价，对应 10 年市盈率为 30 倍，相对于当前的股价尚有 28.1% 的上升空间，给予“买入”投资评级。

- q 风险提示: OTC 市场的增长可能慢于医药行业整体的增速。

目 录

1 公司基本情况	4
1.1 历史业绩回顾	4
1.2 华润入主使公司发展迈入新时代.....	5
1.3 三大中心分工明确、四大业务板块定位清晰.....	6
2 OTC 业务	8
2.1 OTC 市场概况	8
2.1 感冒药	10
2.2 皮肤外用 药	12
2.3 胃肠用药	13
2.4 正天丸及其它	14
3 其他医药制造业	15
3.1 中药处方药	15
3.2 免煎中药	18
3.3 抗生素普药	19
4 三九医药核心竞争能力分析	20
5 盈利预测与估值	22
5.1 盈利预测	22
5.2 估值及评级	23
5.3 风险讨论	24

图 目 录

图 1: 三九医药股权及业务机构图	4
图 2: 公司上市后营业收入及利润总额增长情况	5
图 3: 中国医药行业近年收入及利润总额增长情况	5
图 4: 三九医药医药主营业务收入结构图	6
图 5: 我国 OTC 市场增长情况图	8
图 6: 感冒灵系列历年销售情况	11
图 7: 皮炎平历年销售增长情况	13
图 8: 2008 年中药注射剂流向及病重分布图	15

表 目 录

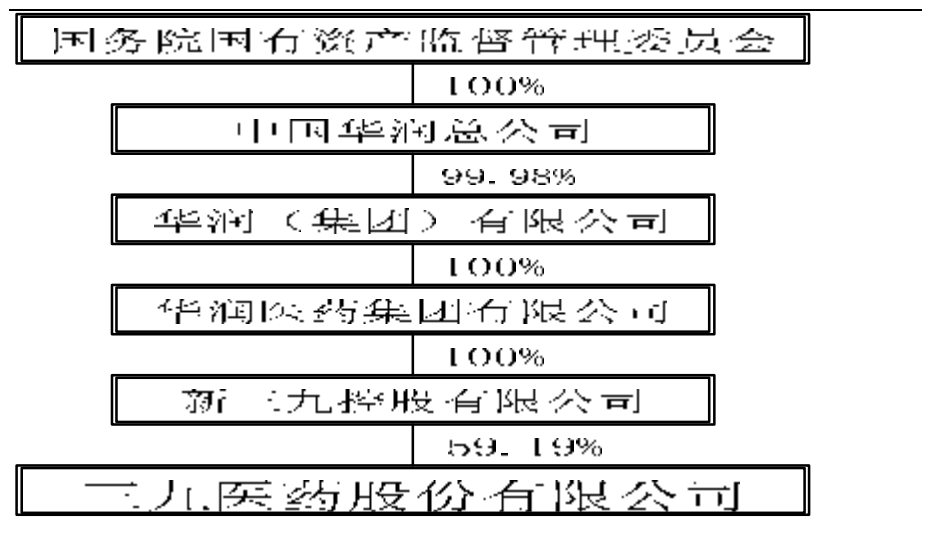
表 1: 华润集团重组三九医药时间表	6
表 2: 2008 年我国 OTC 市场企业排名	9
表 3: 三九医药 OTC 产品线	10
表 4: 2008 年我国感冒药市场排名	10
表 5: 近年来感冒药领域历次危机	10
表 6: 2008 年皮肤外用零售市场排名情况	12
表 7: 2004 年 1-10 月份抗真菌及激素类前 10 位市场份额	12
表 8: 2008 年我国消化类药零售市场排名	14
表 9: 近年来中药注射剂不良反应事件列表	16
表 10: 进入医保甲类目录的中药注射剂品种一览	17
表 11: 我国 OTC 上市企业 2008 年经营指标对比	20
表 12: 三九医药主营业务收入增长表	22
表 13: 三九医药盈利预测表	22
表 14: 我国 OTC 上市公司估值水平对比表	23
表 15: 三九医药估值与各行业估值对比	23

1 公司基本情况

公司前身为南方制药厂，在成为解放军总后勤部直属企业之后，总后勤部于 1992 年将 35 家经营不善的企业划入公司并成立了三九集团，公司因此走上了多元化扩张的道路。公司于 2000 年在深交所上市，其后不断出现债务危机，2007 年国资委确定了由央企华润集团对三九医药进行重组，并于 2008 年完成了股改。在走过了一系列弯路之后公司制订了聚焦医药主业的发展战略，房地产、包装印刷等非医药主业以及零售连锁等非医药工业都在剥离之列，未来公司将聚焦于 OTC、中药处方药、免煎中药以及抗生素普药四大医药板块。

尽管近年来一系列财务问题困扰着公司，但其主业的一直处于稳定增长状态，2007 年在中国品牌价值排行榜中以 83 亿元的品牌价值位列医药行业第二名，公司作为国内最著名的 OTC 品牌，其主要产品三九感冒灵、三九皮炎平、三九胃泰等深入人心，超强的品牌价值和 OTC 营销能力成为支撑公司长远发展的两大支柱。

图 1：三九医药股权及业务机构图



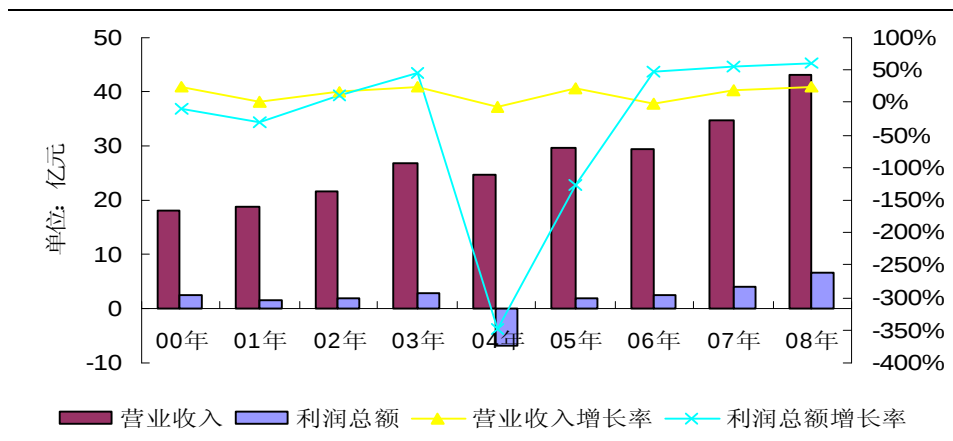
资料来源：公司年报、东海证券研究所

1.1 历史业绩回顾

我们选取公司上市后的主营业务收入及利润总额作为分析对象并与中国医药行业整体的增长情况作对比分析。除去 04 年全面爆发债务危机导致当年的利润总额为亏损 6.8 亿，以及 06 年药品大规模降价及中药注射剂事件的影响而收入微降 1.25% 以外，其它年份收入及利润均实现了正增长。由下图所示：公司收入及利润 8 年的复合增长率分别为 11.34% 以及 12.71%，而同期医药行业收入及利润的复合增长率为 21.08%、19.28%，无论是收入及利润的增长速度均慢于行业，行政主导的多元化经营及之后的债务危机是主要因素。

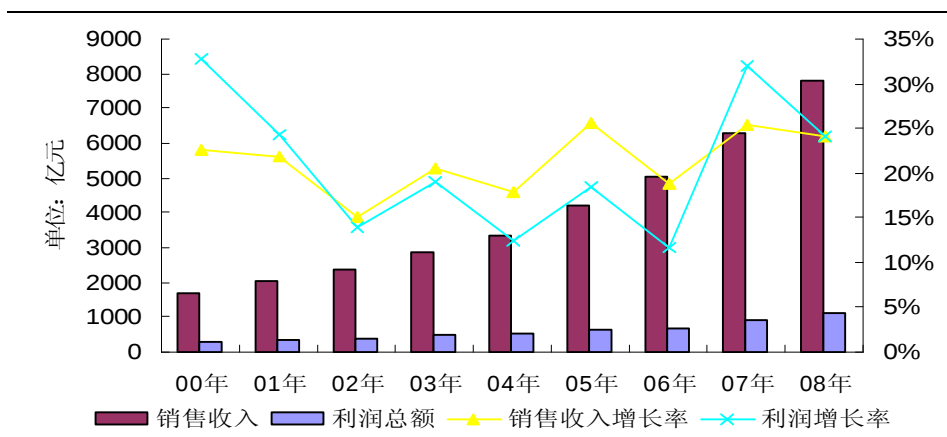
自 07 年确定华润入主，公司确立了医药主业的发展战略之后，收入及利润的增长幅度均大大加快。单独分析 06-08 年的情况，收入复合增长率为 21.33%，同行业的增长速度基本持平；利润的增长速度为 58.54%，远高于行业的增长速度。

图 2：公司上市后营业收入及利润总额增长情况



资料来源：公司年报、东海证券研究所

图 3：中国医药行业近年收入及利润总额增长情况



资料来源：SFDA 南方所、东海证券研究所

1.2 华润入主使公司发展迈入新时代

自 2007 年 3 月，新三九控股有限公司成立开始，华润集团开始正式介入三九重组，通过一系列清欠债务、注资等手段圆满的解决了历史遗留问题，并于 08 年 12 月份通过股改方案。

央企华润集团的介入对三九的影响主要体现在三方面：首先，历史遗留的债务问题得以圆满解决，大股东占款及高企的财务费用成为过去，公司治理结构得以完善；其次，在作为华润的品牌中药制造平台的定位下，多元化扩张形成的房地产、食品、包装印刷等非医药主业得以剥离，公司制定了聚焦医药主业的发展

战略；第三，在大股东的强力支持下，公司无论在国家层面的政策支持、还是在微观层面并购等方面均获得了强大的支持。

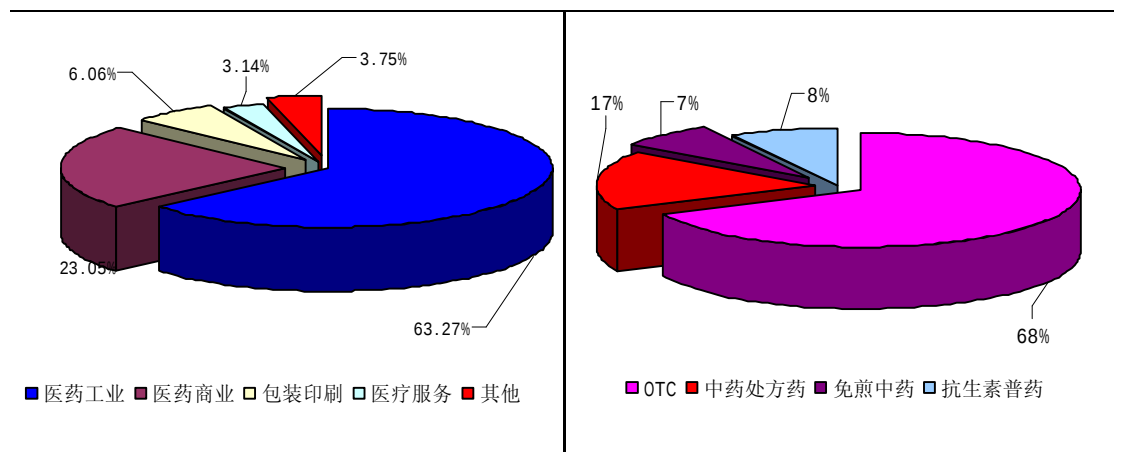
表 1: 华润集团重组三九医药时间表

时 间	事 件
2007 年 3 月	新三九控股有限公司成立，华润集团成为实际控制人，三九重组开始。
2007 年 4 月	华润和三九集团提出清欠方案，债务危机初步解决
2007 年 7 月	国资委批复同意华润集团重组三九，华润医药收购新三九并向其增资 40 亿元，用于新三九收购三九集团的医药资产
2008 年 4 月	国资委批复同意将三九集团与三九药业持有的三九医药股份统一变更为新三九。收购完成后，新三九持有三九医药 71.35% 的股份。
2008 年 12 月	公司通过了股改方案，即：非流通股股东向流通股股东每 10 股送 3 股，并承诺 08 年、09 年 EPS 分别不低于 0.50 元、0.65 元，否则将向流通股股东每 10 股追送 0.3 股。
2009 年 4 月	收购三九黄石 100% 股权及相关债权，获得雷公藤、泰脂安等众多品种
2009 年上半年	收购安徽金蟾生化股份有限公司，获得抗肿瘤独家产品华蟾素注射液
2009 年 9 月	公告转让汉源三九 55% 股权，剥离调味料业务

资料来源：公司公告、定期报告、东海证券研究所

1.3 三大中心分工明确、四大业务板块定位清晰

图 4: 三九医药医药主营业务收入结构图



资料来源：09 年半年报、东海证券研究所

在圆满解决了历史遗留问题，确立了聚焦医药主业战略之后，公司对其横跨全国的庞大的资产进行了梳理，遗留的医药连锁、医疗服务、房地产、包装印刷、食品等非主业将逐渐剥离。公司将工业资产分为 OTC、中药处方药、免煎中药、抗生素普药四大业务板块，并分板块进行整合。同时在公司层面对运营进行规划，明确了生产中心、营销中心、研发中心的业务分工：其中生产由散步在全国的各子公司进行；销售由专门的三家公司进行，其中三九医贸负责 OTC、中药处方药、

抗生素普药在国内的销售，现代中药负责免煎中药在国内的销售；中药投资负责海外销售业务，三个公司相互之间不交叉；研发方面除了通过加强原有的队伍建设以为，重点通过收购兼并来进一步获得具有潜力的产品。

2 OTC 业务

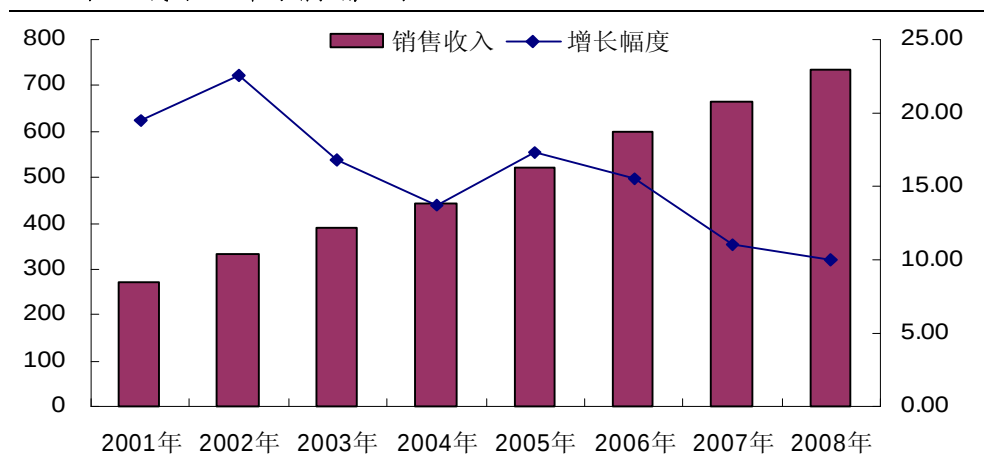
OTC 即非处方药，是消费者可不经医生处方，直接从药房或药店购买的药品。它是人们自我保健意识增强、自我药疗意识日益提高的产物，西方发达国家从 70 年代开始实行药品分类管理制度，我国政府在 1996 年正式提出药品分类管理，同年由卫生部牵头，七部委共同成立非处方药（OTC）办公室。1998 年国家药品监督管理局成立后，OTC 管理工作由药品监督管理局安全监管司负责。1999 年 7 月 22 日，我国正式出台《处方药与非处方药分类管理办法（试行）》，公布了第一批国家非处方药目录（西药部分和中成药部分），该《管理办法》于 2000 年 1 月 1 日起施行。OTC 药品正以价廉物美、使用方便成为人们用药的重要途径。

2.1 OTC 市场概况

据非处方药调查公司 NHC 统计，中国 2007 年非处方药销售额已达 73 亿美元，并保持着 11% 左右的增长速度，远远高于全球非处方药 5.4% 的平均增长率。在我国销售的所有非处方药中，维生素、矿物质及食品补充剂占总销售额近四成，约 26 亿美元；治疗咳嗽、感冒药物及过敏药销售额为 20 亿美元，位居第二；消化类药物、皮肤科药物以及解热镇痛药均跻身非处方药销售额的前 5 名。

IMS 数据显示，截至 2008 年第二季度，全球非处方药市场增长率首次超越制药市场的增长率；全球非处方药市场价值已超过 850 亿美元。拉丁美洲、东南亚、中国和中东欧等发展中地区已取代发达国家，成为推动全球非处方药销售额增长的主要力量，中国非处方药协会数据显示，目前，中国非处方药销售额占全国医药市场总份额的 10%-15%，这与一些发达国家非处方药销售额占全国医药市场 30%-40% 的比例还有很大差距，说明我国在非处方药方面还具有较大的发展空间。

图 5：我国 OTC 市场增长情况图



资料来源：SFDA、东海证券研究所

表 2：2008 年我国 OTC 市场企业排名

排名	企业名称	排名	企业名称
1	修正药业集团股份有限公司	11	桂林三金药业股份有限公司
2	西安杨森制药有限公司	12	马应龙药业集团股份有限公司
3	哈药集团有限公司	13	云南白药集团股份有限公司
4	中国北京同仁堂（集团）有限责任公司	14	惠氏制药有限公司
5	三九医药股份有限公司	15	扬子江药业集团
6	山东东阿阿胶股份有限公司	16	浙江康恩贝制药股份有限公司
7	江中集团有限公司	17	上海强生制药有限公司
8	中美天津史克制药有限公司	18	昆明滇虹药业有限公司
9	拜耳医药保健有限公司	19	青岛国风药业股份有限公司
10	仁和集团发展有限公司	20	杭州民生药业集团有限公司

资料来源：SDFA 南方所、东海证券研究所

由上图可以看出我国 OTC 市场的增长速度整体上慢于医药行业,随着新医改的推进,国家加强基层医疗机构的服务能力,整个 OTC 市场的增速呈下降趋势。未来 OTC 市场的增长速度将很大程度上取决于国家新医改政策以及政策的实际执行效果。新医改最终方案亦重拾了对零售药店（OTC 市场主体）的重视。基于三个方面的理由,我们认为新医改对于整个 OTC 市场的冲击将小于预期: 首先,是人们的诊疗习惯, OTC 产品多为常见的小病用药, 人们习惯于在其生活半径的范围内购药, 社区医院在这一点上并不具有优势,且药店在药品的选择余地方面要远大于社区医院; 其次,社区医院的价格优势并不明显,按照新医改的方案,社区医院的价格优势体现在取消加价 15%之后形成的价格优势,大部分 OTC 产品价格往往在 20 元以下,在医保报销 70%以上的情况下,这种价格优势可以忽略不计; 第三,从国外成熟市场经验来看,尽管医保非常完善,OTC 产品仍占据了人们购药金额的 30%以上,显示了 OTC 市场旺盛的生命力,从药物经济学的角度考虑,我国 OTC 市场有加速发展的内在要求。

三九医药在国内 OTC 企业中排名第五,主要产品类别包括以 999 牌感冒灵为代表的感冒药、以 999 牌皮炎平为代表的皮肤药、以三九胃泰为代表的胃肠用药,以及正天丸等其它类用药。在我国的 OTC 产品中,感冒药、止疼药、肠胃药、皮肤药、五官用药等五类药品占据了我国非处方药的主体。其中,感冒、呼吸道药品约占非处方药的 33%。城镇居民在非处方药的消费中,感冒药占到 85%。三九的 OTC 产品均切中了 OTC 最大的市场品种,多品种的相互促进使得营销资源得以共享,在强大的品牌以及庞大的渠道的带动下,三九的 OTC 产品有望长期实现超越 OTC 市场的发展速度。

表 3: 三九医药 OTC 产品线

类 别	产 品
感冒药	999 牌感冒灵、小儿感冒灵、强力琵琶露、小儿止咳糖浆、复方氨酚烷胺
皮肤病	999 牌皮炎平、三九选灵（酮康唑乳膏）等
胃肠用药	三九胃泰、补脾益肠丸等
其它类	正天丸、抗宫炎片、归芍调经片等

资料来源: SDFA 南方所、东海证券研究所

2.1 感冒药

城镇居民在非处方药的消费中，感冒药占到 85%。据不完整的统计，全国每年有 75% 的人至少患一次感冒，全国每年有近 10 亿人至少要用一次感冒药；感冒患者每次用药平均花费 15 元-20 元，感冒药国内潜在市场在 150 亿-200 亿元之间，并且随着环境恶化，感冒的发病率仍处于不断提升之中。制药企业中，有 1000 多家在生产不同种类的感冒药，中药、西药、中西药结合同台竞技，被消费者所熟知的感冒药品种至少有二三十种。感冒药领域竞争激烈，感冒药领域的角逐某种程度上就是 OTC 企业整体实力的体现。

表 4: 2008 年我国感冒药市场排名

排名	中成药	排名	化学药
1	999 感冒灵颗粒 三九医药	1	新康泰克 中美史克
2	三精牌双黄连口服液 三精制药	2	白加黑 拜耳医药
3	肺宁颗粒 修正药业	3	泰诺 上海强生
4	抗病毒颗粒 丽珠集团	4	日夜百服宁 上海施贵宝
5	感冒清热颗粒 同仁堂科技		

资料来源: SDFA 南方所、东海证券研究所

表 5: 近年来感冒药领域历次危机

时 间	事 件	内 容
2000 年	PPA 危机	含有的 PPA 成分，如过量服用，会使患者血压升高、肾功能衰竭、心律紊乱，甚至导致因中风、心脏病或死亡的严重后果。同年 11 月 16 日，SFDA 发布了《关于暂停使用和销售含苯丙醇胺的药品制剂的通知》，暂停销售含有该成分的 15 种感冒药品，各大药店停售含 PPA 的康泰克和康得等药品后，同期感冒药市场即有约 6 亿元的空间被腾出。
2005 年	“右美沙芬”事件	美国有 5 名少年可能因过量服用或滥用纯粉右美沙芬制成的胶囊而导致死亡。FDA 随即对公众发出滥用右美沙芬有潜在危害的警示，这一事件还是导致了含有右美沙芬成分的白加黑、泰诺、日夜百服宁等常见的感冒药销量一度锐减。
2007 年	部分抗感冒药肾毒性较大	中央电视台报道部分患者服用康泰克、泰诺、百服宁、感冒通等几种常见抗感冒药后出现了急性肾衰竭，相关药品销售锐减。

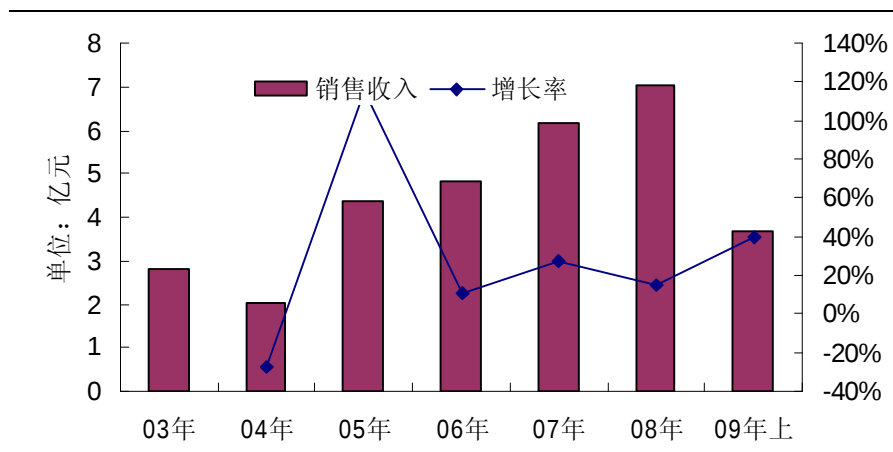
2008 年	感冒药 “限售令”	为防止不法分子在复方制剂中提取麻黄碱制毒，08 年 11 月 SFDA 下发了《关于进一步加强含麻黄碱类复方制剂管理的通知》，要求各地进一步加强含麻黄碱类复方制剂（不包括含麻黄的中成药）的管理。其中，药品零售企业最为关注的一条是“药品零售企业零售含麻黄碱类复方制剂，除执行药品分类管理有关规定外，一次不得超过 5 个最小包装”。此次限售涉及到大量的常用感冒药，日夜百服宁、白加黑、新康泰克胶囊、泰诺均名列其中。
2009 年	69 种儿童感冒药含有 15 种有害成分	2009 年 2 月 28 日，英国药品和医疗产品管理中心（MHRA）宣布，针对 69 种常用儿童感冒咳嗽药进行的评估显示，这些感冒药包含的 15 种成分，如儿童不适当服用可能会引发过敏反应、导致幻觉、干扰睡眠等副作用。目前，药店里出售的大多数感冒咳嗽药都含有这 15 种成分。新康泰克、白加黑、感咳号等品牌均不同程度地再次受到冲击。

资料来源：东海证券研究所

由于感冒药受众广大，历年来不良反应均引起了大家的极大关注，从 2000 年的 PPA 事件到 08 年的伪麻黄碱事件再到 09 年的儿童感冒药事件均使得化学感冒药市场发生了很大的变化，合资企业的强势品牌遭到了一次又一次的冲击，相反在这些事件中，中药及中西药结合感冒药从中受益明显，随着人们对于药物不良反应的重视，中药及中西药结合类感冒药将面临较好的市场机遇。

在感冒药市场上，化学药类感冒药的特点为起效快，但具有一定的毒副作用；中药的特点是用药安全，但一般起效较慢。999 牌感冒灵为复方制剂，中药成分为三叉苦、岗梅、金盏银盘、薄荷油、野菊花，化学药成分为马来酸氯苯那敏、咖啡因、对乙酰氨基酚，综合了中药和西药两方面的优势，在化学感冒药频频出事的情况下，其销量节节升高，08 年实现销售收入 7.04 亿元，同比增长 14.65%，09 年上半年受伪麻黄碱事件及甲型 H1N1 流感爆发的影响，实现销售收入 3.7 亿元，同比增长 39.61%，预计 09 年销量在 8.5 亿-9 亿元之间，10 年有望实现 10 亿元的销量。

图 6：感冒灵系列历年销售情况



资料来源：公司定期报告、东海证券研究所

除了感冒灵之外，三九对感冒系类进行了细致的品类规划，不仅增加了复方氨酚烷胺等化学药产品，亦增加了板蓝根、强力枇杷露等纯中药制剂，产品中除了针对成人产品之外，亦增加了小儿感冒灵、小儿复方氨酚烷胺等产品，使感冒药形成了完整的系列产品，在感冒灵良好的渠道控制能力及三九强大的品牌双重刺激下实现了较好的协同效应，2008 年 OTC 新品实现了 79% 的增长。

2.2 皮肤外用药

根据 CMH 药品零售数据显示，2004 年皮肤外用药全国零售市场的销售规模达到了 36 亿元，市场增长在 13.6% 左右，医院市场销售 25 亿元，由增速为 17.1%。不论是在医院还是在零售市场，抗真菌和激素类都占据着整个皮肤药市场 65% 以上的份额。皮肤外用药总体市场规模在 61 亿元左右，抗真菌和激素类类占据了皮肤外用药市场大部分份额。

表 6：2008 年皮肤外用药零售市场排名情况

排名	药品名称	生产厂家
1	达克宁	西安杨森制药有限公司
2	999 皮炎平	三九医药有限公司
3	康王系列	昆明滇虹药业有限公司
4	派瑞松	西安杨森制药有限公司
5	唯达宁	修正药业集团股份有限公司

资料来源：SFDA 南方所、东海证券研究所

表 7：2004 年 1-10 月份抗真菌及激素类前 10 位市场份额

排名	11 城市零售市场排名及市场占有率	排名	16 城市医院排名及市场占有率
1	达克宁乳膏 22.40%	1	达克宁乳膏 15.69%
2	999 皮炎平软膏 13.80%	2	尤卓尔软膏 11.25%
3	派瑞松乳膏 9.40%	3	派瑞松乳膏 8.30%
4	兰美抒乳膏 5.90%	4	兰美抒乳膏 7.44%
5	艾洛松软膏 3.80%	5	新适确的霜 7.38%
6	皮肤康洗液 3.60%	6	艾洛松软膏 6.68%
7	尤卓尔软膏 3.50%	7	环利软膏 4.13%
8	皮康王乳膏 3.30%	8	肤康王软膏 3.96%
9	顺峰康王 2.70%	9	丁克软膏 3.56%
10	999 选灵 2.60%	10	美克乳膏 3.24%

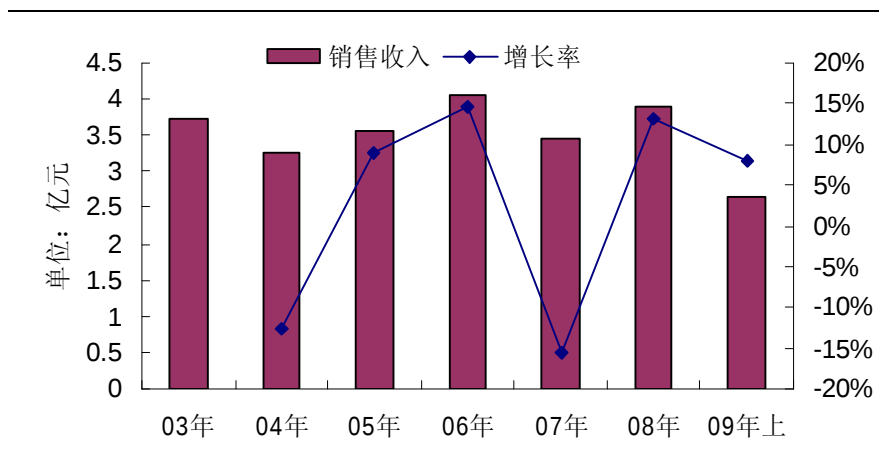
资料来源：SDFA 南方所、东海证券研究所

从上述统计来看，在皮肤病外用领域，无论是医院市场的情况还是零售市场的情况，西安杨森都处于毋庸置疑的龙头老大地位，达克宁和派瑞松两大品种牢牢

占据细分市场前三名，其中达克宁为抗真菌药，派瑞松兼具抗真菌及激素类功效。三九的皮肤病外用药主要品种为激素类产品 999 皮炎平以及抗真菌药三九选灵，主要市场集中在 OTC 市场，医院市场相对薄弱。

皮炎平的主要成分为樟脑、薄荷、醋酸地塞米松（微量），主要用于过敏性和自身免疫性炎症性疾病。产品设计上延续了三九中西药结合的特色，长期以来形成的品牌优势以及产品良好的口碑，使其在国产皮肤病外用药领域处于领导者地位，08 年、09 年上半年分别实现销售收入 3.89 亿元、2.66 亿元，同比分别增长 13%、8%，预计 10 年销售收入将突破 5 亿元。

图 7：皮炎平历年销售增长情况



资料来源：公司定期报告、东海证券研究所

2.3 胃肠用药

胃肠疾病是较常见的疾病之一，包括急性胃炎、慢性胃炎、消化道溃疡、功能性消化不良等。据 SFDA 南方所数据，全国肠胃炎发病率达 14.28%，其中城市发病率高于农村，胃肠用药 2003 年市场规模为 117.10 亿元，其中胃用药市场规模为 102.01 亿元，肠道用药为 15.09 亿元。在胃药领域，溃疡及抗酸类药物市场规模为 78.67 亿元，其中中成药及西药分别为 22.62 亿元、56.05 亿元。

三九胃泰主要成分为三叉苦、九里香、白芍、地黄、木香等，主要功效为消炎止痛，理气健胃，用于浅表性胃炎、糜烂性胃炎。三九胃泰为三九医药赖以起家的最早品种，1986 年上市，在 90 年代销售规模即突破 10 亿元，利润 1 个亿，在其后三九大规模扩张之后，产品逐渐走向没落。华润入主后，公司对于三九胃泰重新进行了品类规划，针对不同的细分客户推出三九胃泰胶囊、冲剂及无糖颗粒等品种。其中三九胃泰颗粒在 8 月份通过的《基本药物目录（基层医疗机构使用）》中作为独家品种入选，在随后发改委的最高零售限价中，三九胃泰价格由原先的 1.65 元/袋调整为 1.5 元，然而产品实际零售价格均低于调整后的限价，故对公司的实际出

厂价没有造成影响。三九胃泰当前的销售渠道为 OTC，进入基本药物目录之后基层医院增加的销量基本上可以看作是增量部分，对其销量的提升效果明显。三九胃泰上半年销售收入超过 1 个亿，预计全年在 2 亿元以上，未来有望借助进入基本药物目录而实现高速增长。

表 8：2008 年我国消化类药零售市场排名

排名	中成药		排名	化学药	
1	健胃消食片	江中药业	1	斯达舒	修正药业
2	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业	2	吗丁啉	西安杨森
3	胃苏颗粒	扬子江药业	3	达喜	拜耳医药
4	三九胃泰	三九医药	4	整肠生	东北制药

资料来源：SDFA 南方所、东海证券

2.4 正天丸及其它

三九感冒灵、三九皮炎平、三九胃泰为三九医药 OTC 业务最大的三个品种，除三大拳头产品之外，OTC 品种尚有主治头疼的心脑血管领域用药正天丸，以及妇科用药抗宫炎片、归芍调经片等。

在其它 OTC 产品中我们最为看好正天丸，具有活血化瘀、祛风胜湿功效，主治各种头痛，为纯中药制剂，是三九医药最早的几个产品之一，由于疗效确切、不良反应小而作为独家品种入选《基本药物目录（基层医疗机构使用）》，在随后发改委的最高零售限价中价格有所下调，据我们了解其市场实际售价仍低于调整后的最高限价，对公司出厂价同样没有造成影响，借助进入基本药物目录的东风其未来销量有望实现大幅增长，重新恢复往日的风采。

3 其他医药制造业

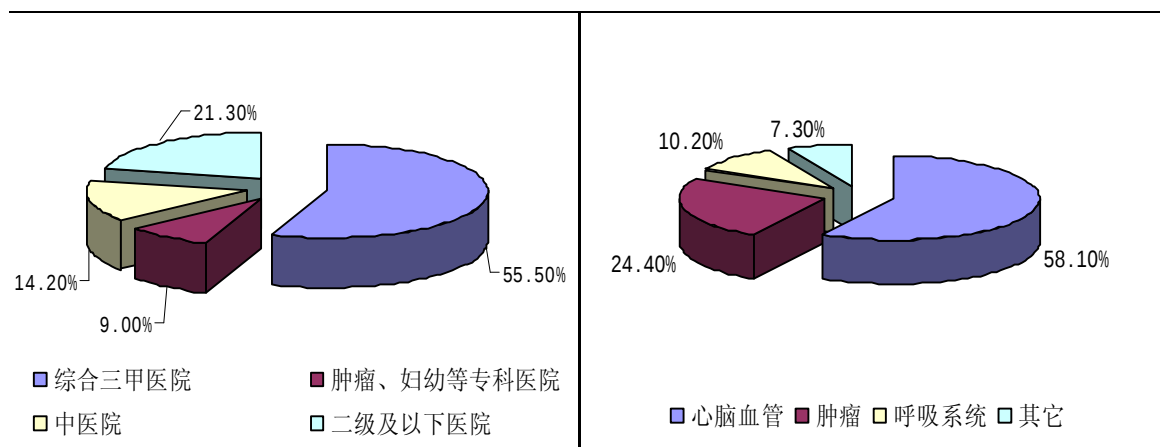
除了赖以起家的 OTC 业务外，近年来三九亦加强了在其它领域的拓展，主要在中药处方药（中药注射剂）及免煎中药领域，抗生素普药方面主要是巩固原来的业务。随着中药注射剂及免煎中药的高速发展，OTC 业务在公司制药业务中占比在逐渐降低，目前中药注射剂和免煎中药在整个制药业务中的比例大概在 25%左右，未来比例有望进一步提升到 50%左右，实现 OTC 和中药注射剂、免煎中药双驱动。

3.1 中药处方药

中药注射剂即以中医药理论为指导，采用现代科学技术和方法，从中药或复方中药中提取有效物质制成的注射剂。1941 年柴胡注射液的创制成功标志着中药注射剂的诞生，也宣告了中药注射剂时代的到来。中药注射剂收载于《中国药典》始于 1963 年，1977 年版《中国药典》正式收载中药注射剂 23 种。1985 年版《中国药典》只收载了盐酸麻黄碱注射液，而 1990 版的《中国药典》则没有中药注射剂收载。1995 年《中国药典》收载中药注射剂品种两个，即止喘灵注射液和双黄连粉针剂，部颁标准收载中药注射剂 70 个品种。目前中药注射剂的品种有 143 种，大部分为 20 世纪 70-80 年代研制，存在着化学成分复杂、有效成分不明确、生产工艺相对落后，质量标准可控性较差、产品说明书不规范、临床用药不合理等情况。

1、中药注射剂行业概况

图 8：2008 年中药注射剂流向及病重分布图



资料来源：SFDA 南方所、东海证券研究所

根据 SFDA 南方所中成药系统监测数据，在 2008 年全年收录的九大城市中药品

种中，中药注射剂剂型占 3.2%，但从采购金额来看，中药注射剂占 2008 年采购总金额的三成多，其中大部分流向三级甲等医院，占中药注射剂总金额的 55.5%。在具体品种中，心脑血管、肿瘤、抗感染三大领域所占份额最高。

中药注射剂在走俏市场的同时，由于质量控制及使用不当等原因质量问题时有发生，据国家药监局不良反应监测中心数据，中药注射剂的不良反应报告占整体中药不良反应报告的 76.64%，严重病例占 76.57%。影响比较大的致人死亡事件亦连连发生。

表 9：近年来中药注射剂不良反应事件列表

时间	事件	内容
2006 年 6 月	鱼腥草事件	国家药品不良反应监测中心共接到鱼腥草注射液不良反应报告 5488 例，严重药品不良反应 258 例，死亡 44 人，鉴于鱼腥草注射液、新鱼腥草素钠氯化钠注射液、新鱼腥草素钠注射液、注射用新鱼腥草素钠、复方蒲公英注射液、炎毒清注射液、鱼金注射液等 7 类含鱼腥草或新鱼腥草素钠的注射液在临床应用中出现严重不良反应，鱼腥草注射液被暂停销售使用。
2008 年 10 月	刺五加事件	2008 年 10 月 6 日国家食品药品监督管理局接到云南省食品药品监督管理局报告，云南省红河州 6 名患者使用了标示为黑龙江省完达山制药厂生产的两批刺五加注射液（批号：200712272 1、200712151 1，规格：100ml/瓶）出现严重不良反应，其中有 3 例死亡。后查实完达山药业公司生产的刺五加注射液部分药品在流通环节被雨水浸泡，使药品受到细菌污染，后被更换包装标签并销售。
2008 年 10 月	茵栀黄注射液事件	2008 年 10 月 19 日卫生部召开紧急电视电话会议，通报了陕西省延安市志丹县医院因使用山西太行药业股份有限公司生产的茵栀黄注射液后，有 4 名新生儿发生不良反应，其中 1 名出生 9 天新生儿于 10 月 11 日死亡。后经相关部门检测，该公司生产的茵栀黄注射液全部合格，没有质量问题。
2009 年 2 月	双黄连注射液事件	2009 年 2 月 9 日至 10 日青海省大通回族土族自治县 3 名患者使用标识为黑龙江乌苏里江制药有限公司佳木斯分公司生产的双黄连注射液发生不良事件，并有 1 例死亡报告。经国家药检所检验，乌苏里江制药公司生产的双黄连注射液合格，没有质量问题。后经查，问题出在医院医生使用不当这个中间环节，临床医生不认真看说明书，将头孢曲松钠与双黄连注射液联合使用。
2009 年 9 月	多多药业双黄连注射液事件	2009 年 8 月，安徽、云南、江苏三省先后有三名患者注射了黑龙江多多药业有限公司生产的双黄连注射液之后，死于严重不良反应，9 月 17 日国家药监局发出通知，决定暂停销售和使用标示为多多药业有限公司生产的双黄连注射液

资料来源：东海证券研究所

中药注射剂不良反应主要来源于两个方面：一方面是产品本身的缺陷，另一方面为使用过程中的不当。产品本身的缺陷问题为中药注射剂的历史遗留问题，药品使用不当主要包括：不对症使用、不适当的联合用药、以及超剂量使用。对于产品本身质量的缺陷，有关部门采取一些列措施予以补救，2007 年 SFDA 制定的《中药、天然药物注射剂基本技术要求》，规定有效成分制成的注射剂，单一成分含量不低

于 90%；多成分制成的中药注射剂总固体中结构明确成分的含量不少于 60%，所测成分应大于 80%，从技术上限制了中药粗提物制成注射剂的可能；产品质量标准必须建立能全面反映注射剂所含成分的指纹图谱，多组份中药注射剂必须建立多张指纹图谱，鼓励建立以指纹图谱为主要手段的生产全过程质量标准体系。2009 年 1 月 13 日，国家药监局已经发布了 28 号文件，《关于开展中药注射剂安全性再评价工作的通知》，几经探讨，于 7 月 16 日正式发布了《中药注射剂安全性再评价质量控制要点》和《中药注射剂安全性再评价基本技术要求》。

2、三九医药的中药注射剂产品

三九医药的中药注射剂产品包括参附、参麦、生脉等产品，为公司旗下的雅安三九生产，09 年上半年收购了安徽金蟾生化有限公司后，获得了独家抗肿瘤品种华蟾素注射剂。目前中药处方药生产所需的药材大部分为公司 GAP 种植基地自行解决。公司的注射剂产品历史悠久，参附、参麦、生脉以及华蟾素均为医保甲类目录产品，在仅有的 11 个进入医保甲类目录产品中，三九拥有 7 个品种，在医保甲类目录的 3 个独家品种中，三九拥有 2 个。

表 10：进入医保甲类目录的中药注射剂品种一览

名称	类别	是否独家	生产厂家
柴胡注射液	辛凉解表剂	N	——
茵栀黄注射液	清脏腑热剂	N	——
华蟾素注射液	抗肿瘤	Y	金蟾生化
消痔灵注射液	清热利湿剂	N	——
脉络宁注射液	滋阴活血	Y	金陵药业
香丹注射液	养血活血	N	——
三七总皂苷注射液（血塞通注射液）	益气活血	N	——
生脉注射液限急症、重症用药	益气复脉	N	——
参麦注射液限急症、重症用药	益气复脉	N	——
参附注射液	回阳救逆	Y	雅安三九
清开灵注射液	清热开窍剂	N	——

资料来源：东海证券研究所

目前公司的中药注射剂的规模在 4.5 亿元左右，整体规模与 OTC 相比偏小，但近年来增长率较高，08 年整体的增长率为 37%。在收购了安徽金蟾生化之后，公司拥有了 7 个医保甲类品种，其中参附和华蟾素分别切入心脑血管和抗肿瘤这两个中药注射剂最大的领域。在扩展版基本药物目录以及 09 版的医保目录中，这两个品种均有望作为独家品种入选，未来的增长空间非常值得期待。

3.2 免煎中药

单味中药配方颗粒通常被称为免煎中药，与传统中药饮片汤剂相比较，使用免煎中药冲剂避免了煎煮中药时所带来的麻烦、煎煮过程的繁琐、各种难以精确把握的技巧，以及从而引发的疗效上的不稳定等不足。该产品推出的目的旨在作为传统中药饮片的替代品供临床配方使用。它即保持了原中药饮片的全部特征，同时又具有不需要煎煮、疗效确切、携带保存方便、易于调剂和适合工业化生产等许多优点。单味中药配方颗粒脱胎于传统中药饮片，又比传统饮片具有更大的优越性。

1、中药配方颗粒发展历史

20 世纪 50 年代，有人把一味味中药饮片制成水剂，加入防腐剂，调配时依据医生处方，把几种单味水剂混合在一起，配制成药剂随时服用。此种水剂是中药浓缩颗粒剂的前身。20 世纪 80 年代初始有了中药颗粒型或称“饮片颗粒”、“粉剂”，是将中药材除杂后干燥，由过去的切制规格粉碎成颗粒或粗末，经干燥灭菌，然后用滤纸按不同规格包装，供临床调配入药。

中药配方颗粒剂在日本、韩国发展迅速，并纳入日、韩等国家及地区的医疗保险用药范围。自 20 世纪 80 年代以来，日本的汉方颗粒剂发展加快，首先将颗粒剂列入国民健康保险基金的使用范围，规定使用此类药品的患者，费用可由国家健康保险基金支付。日本现在很少应用中药饮片，多数汉方药厂的骨干剂型为汉方颗粒剂。目前约有三分之二的日本医生在临床中应用颗粒剂，很多日本人欢迎此类剂型。日本在浓缩颗粒的开发研究领域取得了令人瞩目的成就，研究的复方中药浓缩颗粒剂有 200 余种，单味中药浓缩颗粒 200 余种，并销往欧洲等地。韩国于 20 世纪 90 年代初使用中药浓缩颗粒剂，到 90 年代中期，已发展到 300 多个品种，并列入了健康保险用药范围。

2、中药配方颗粒在我国发展的现状

1993 年我国开始研究开发中药配方颗粒，并于 1998 年底通过验收。2001 年 11 月国家食品药品监督管理局发布《中药配方颗粒管理暂行规定》，同年 12 月起将中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴。2002 年，国家食品药品监督管理局批准了 5 家中药配方颗粒试点生产企业，各企业均按国家颁布的《中药配方颗粒质量标准研究的技术要求》，对常用 400 多种中药的有效成分及提取分离工艺进行了研发，同时为每味药物制定了质量控制标准。但是各家企业的产品质量标准、工艺标准不一，质量参差不齐。1996-1999 年间批准的 443 种新中药品种中，颗粒剂占 17.2%，排列第 3 位。到 2006 年，国内中药饮片市场大约是 50 亿-80 亿元，中药颗粒剂市场大约在 4 亿元左右。

3、三九中药配方颗粒有望占据行业制高点

三九作为中药配方颗粒的五家生产企业之一，发展迅速，08 年免煎中药的营业收入在 1.5-2 亿元左右，处于行业龙头的地位。虽然占三九医药工业的比例仍很小，但近年来发展迅速，07 年、08 年分别实现了 28%、64% 的增长。三九目前正在安徽淮北筹划建立中药配方颗粒生产基地，利用靠近亳州这一全国最大的药材集散地的优势抢占中药配方颗粒的产业的制高点，在未来行业标准的制定上具有非常明显的优势。

我们认为中药配方颗粒同中药注射剂一样是中药现代化的重要实现形式，克服了传统中药使用不便的形式，更适应现代化的生活节奏，同中药注射剂相比更保留了中药辨证施治的精髓，同时也更为安全。目前中药配方颗粒一般在中医院及大型综合性医院的中医科销售，使用上和饮片类似，一般是系统性使用，若一家医院成为某一配方颗粒厂商的客户，则会长期使用，具有一定的垄断性。从目前配方颗粒的覆盖范围来看，当前只覆盖了极为有限的一部分市场，随着新医改的推进，部分基层医院增设中医科，在国家大力扶持中医药发展的背景下，中药配方颗粒的发展具有广阔的市场空间。

3.3 抗生素普药

抗生素普药部分得益于 07 年抗生素恢复性增长以及新农合市场的扩容实现了高速增长，08 年抗生素制剂延续了较快的增长势头，但由于原料药销售下降的影响，抗生素及普药整体销售额同比仅增长 16.8%。主要品种为公司独家产品新泰林（注射用五水头孢唑林钠），08 年销售过亿，增长超过 100%。09 年上半年受原料药部分销售下降的影响，抗生素普药部分收入同去年基本持平，制剂部分保持了 30% 左右的增长。

我们认为公司抗生素普药部分的增长将同行业整体的增长保持一致，目前来看不是公司医药工业的重点，但整体上受益于新医改及新农合的推进。

4 三九医药核心竞争能力分析

投资一家公司无疑是投资其核心能力，三九医药作为我国昔日最大的医药企业，在度过了过度多元化扩张造成的阵痛之后，在华润的支持下，成为为数不多的既具有国有企业深厚的背景、同时拥有民营企业灵活机制的大型综合性医药企业。

1、股东背景

三九医药属于央企华润集团，华润的入主不仅解决了三九医药由于历史上的大规模扩张而形成的巨额债务问题，同时也使得三九的产业定位异常清晰：品牌中药的制造平台。扩张时期形成的食品、医药连锁、房地产、包装印刷等产业得以实现很好的剥离。

从长期看这种股东背景对三九医药的支持主要体现在以下方面：首先，作为央企公司更容易获得政策上的支持，这种支持不仅体现在产品层面，如产品进入基本药物目录，更体现在产业层面，如免煎中药标准制定方面；其次，公司的收购兼并战略具有了强力的支持，对于符合公司发展方向的产品及企业，公司将得到从资金到政策多方面的支持，如上半年对于安徽金蟾生化的收购；第三，业务平台的优势，公司将集中精力发展四大主业，其余业务将在华润集团内部得以剥离。

2、组织管理能力

作为国有企业，三九医药自创办起就以优秀的管理能力著称，从组织结构上，公司将分散在全国各地的生产企业高效的组织起来，按照生产中心、营销中心、研发中心的明确定位各司其责，生产中心的企业按照产量、成本等指标进行考核，销售公司按照销售额、回款速度等指标进行，尽管公司子公司众多，且遍布全国各地，但公司内部运作流畅，充分有效的利用了三九的品牌资源及渠道优势。

表 11：我国 OTC 上市企业 2008 年经营指标对比

公司	综合毛利率	销售费用率	管理费用率	收入增长率	净利润增长率
三九医药	45.49%	22.26%	7.21%	24.12%	77.41%
云南白药	30.84%	17.18%	3.28%	34.24%	40.95%
哈药股份	32.00%	10.32%	11.12%	16.95%	45.71%
三精制药	52.74%	27.38%	10.34%	14.38%	0.45%
桂林三金	74.31%	31.05%	7.80%	10.43%	9.85%
江中药业	62.99%	40.74%	7.28%	24.74%	33.70%
康恩贝	52.88%	35.43%	8.79%	-11.53%	-13.34%
同仁堂	41.42%	17.26%	8.26%	8.69%	10.31%

资料来源：各公司年报、东海证券研究所

从上表我们对于我国主要的 OTC 上市公司财务指标分析, 三九医药 2008 年净利润增长率在所有企业中最高, 收入增长率仅次于云南白药和江中药业, 管理费用率仅高于云南白药, 综合毛利率及销售费用率水平均处于上乘。从综合的情况来看, 在我国 OTC 企业中, 从盈利能力和收入及利润的增长情况来分析, 三九医药同云南白药处于同一水平线上, 而大大优于其它 OTC 公司。

公司于年初通过了《公司中长期(2009-2011 年)激励计划的议案》即“基于绩效和股价的延期支付奖金计划”, 实施的基本办法是根据人力资源市场状况确定激励对象目标年薪, 其中超出上年基本薪酬的部分作为目标绩效年薪标准; 在激励计划启动后的次年, 当公司平衡计分卡考核和个人绩效符合公司要求, 可以计提激励对象的实际绩效年薪。激励计划使得管理层的利益同公司的长期利益一致, 有利于公司长期稳定发展。

3、OTC 市场营销能力及 OTC 产品线优势

OTC 业务是公司赖以起家的业务, OTC 营销能力为三九医药最核心的竞争力, 公司在 OTC 市场积累了三十年的渠道和资源, 注重对消费者行为模式的研究, 广告的投放控制, 以及实时监控产品在渠道内的流动等方面, 使得公司即使在处于财务危机的时候, OTC 业务依然实现了稳定增长。

营销能力优势的另一方面体现在产品线方面, 公司的 OTC 产品主要包括感冒药、皮肤药、胃药、心脑血管及妇科用药领域, 感冒药市场占有率第一, 皮肤病在 OTC 领域第二, 感冒灵、皮炎平、三九胃泰、正天丸等品种历史悠久, 口碑良好。完整的产品线使得营销资源得以充分的利用, 并发挥协同效应, 在新品种上市的时候, 良好的渠道控制能力加上卓越的品牌使得消费者更容易接受。

4、丰富的中药注射剂产品线

公司目前的中药注射剂业务由雅安三九和金蟾生化两个公司负责, 其中雅安三九为国内中药注射剂品种最多、获专利最多的企业, 拥有心脑血管独家品种参附注射液, 金蟾生化拥有抗肿瘤独家品种华蟾素注射液。两大独家品种均为医保目录甲类产品, 均有望进入基本药物目录扩展版。两大独家产品覆盖心脑血管和抗肿瘤两个最大的细分领域, 空间巨大。

5、免煎中药领域的话语权

公司旗下的现代中药为 SFDA 批准的免煎中药五家定点生产企业之一, 从企业综合实力来看, 公司无疑站在了免煎中药产业的制高点上, 在未来行业标准的制定上具有很强的话语权, 同时公司正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。无论是从产品本身的特点还是从国家对中医药产业的扶持角度考虑免煎中药均具有良好的发展前景, 公司将从中显著受益。

5 盈利预测与估值

5.1 盈利预测

三九医药上半年公告欲转让其持有的汉源三九 55% 股权以及医药连锁部分，由于这些业务没有正式剥离，我们仍然假设其存在，房地产业务在去年结算了 4 个亿收入的基础上已经基本清理完毕。我们分业务对其进行预测，重要假设包括：

- 1) 医药行业保持 15% 的增长；
- 2) 医疗服务收入维持 09 年中期增长速度；
- 3) 包装印刷收入维持去年的规模，其他（主要为调味料）维持 20% 增长；
- 4) 随着医药行业中工业所占比例增加，以及工业内部中药注射剂比重的提高，综合毛利率稳步提升；
- 5) 销售费用率维持在 08 年的水平；
- 6) 管理费用率保持稳定；
- 7) 由于华润入主，公司财务费用基本忽略不计。

表 12：三九医药主营业务收入增长表

	2006 年	2007 年	2008 年	2009E	2010E	2011E
营业收入	293,243.13	347,756.12	431,618.69	447667.22	513679.64	590458.9
增长率	(1.25%)	18.59%	24.12%	3.72%	14.75%	14.9%
医药行业(万元)	248,298.03	289,279.72	335,204.34	385484.99	443307.74	509803.9
增长率	9.41%	16.51%	15.88%	15.00%	15.00%	15.00%
包装印刷(万元)	21,643.17	29,037.28	28,870.21	28870.21	28870.21	28870.2
增长率	(11.51%)	34.16%	(0.58%)	0.00%	0.00%	0.00%
其他(万元)	13,384.92	13,643.53	14,812.70	17775.24	21330.29	25596.3
增长率	209.68%	1.93%	8.57%	20.00%	20.00%	20.00%
医疗服务(万元)	3,466.49	7,823.82	11,967.02	15536.78	20171.40	26188.5
增长率	(17.17%)	125.70%	52.96%	29.83%	29.83%	29.8%

表 13：三九医药盈利预测表

利润表(万元)	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	293243	347756	431619	447667	513680	590459
增长率	(1.2%)	18.6%	24.1%	3.7%	14.7%	14.9%
营业成本	157271	181058	235287	226843	251333	278805
营业成本/营业收入	53.6%	52.1%	54.5%	50.7%	48.9%	47.2%
营业税金及附加	1393	1543	3746	1970	2260	2598
销售费用	64267	82963	96069	100725	115578	132853
销售费用/营业收入	21.9%	23.9%	22.3%	22.5%	22.5%	22.5%
管理费用	21755	23489	31134	32232	35958	41332

管理费用/营业收入	7.4%	6.8%	7.2%	7.2%	7.0%	7.0%
财务费用	18695	10658	574			
投资收益	2840	852	906	0	0	0
资产减值及公允价值变动	7309	15053	2215	2215	2215	2215
其他收入	(14618)	(30106)	(4431)	0	0	0
营业利润	25393	33844	63499	88112	110766	137086
增长率	31.39%	33.3%	87.6%	38.8%	25.7%	23.8%
营业外净收支	293	6236	1100	0	0	0
利润总额	25685	40080	64600	88112	110766	137086
增长率	47.2%	56.0%	61.2%	36.4%	25.7%	23.8%
所得税费用	4301	10889	10485	14301	17977	22249
少数股东损益	213	1002	4105	5600	7039	8712
归属于母公司净利润	21172	28189	50009	68212	85749	106125
增长率	76.5%	33.1%	77.4%	36.4%	25.7%	23.8%
EPS	0.22	0.29	0.51	0.68	0.86	1.06

5.2 估值及评级

我们预测三九医药 09 年、10 年、11 年 EPS 分别为 0.68 元、0.86 元、1.06 元。当前股价相对于 09 年、10 年、11 年的市盈率分别为 29.53 倍、23.35 倍、18.94 倍。

表 14: 我国 OTC 上市公司估值水平对比表

	三九医药	云南白药	哈药股份	三精制药	桂林三金	江中药业	康恩贝	同仁堂
08 年市盈率	39.42	59.11	26.73	28.70	47.10	46.23	46.85	41.57
09 年市盈率	29.62	45.52	23.81	24.74	38.56	37.04	41.68	33.89

表 15: 三九医药估值与各行业估值对比

	三九医药	医药板块	中药板块	非临床板块
08 年市盈率	39.42	47.43	49.36	49.59
09 年预测市盈率	29.62	34.09	35.34	34.18

我们将其估值与同为 OTC 上市公司进行比较,发现三九医药当前的估值水平仅高于哈药股份及三精制药,不仅远低于云南白药,而且低于康恩贝、江中药业,与三九医药在 OTC 市场以及整个医药行业的地位严重不符。与板块的估值进行比较,三九医药当前的估值不仅低于医药板块整体的估值,亦低于中药板块以及非临床板块的整体估值。

我们认为三九医药当前的估值严重偏低,鉴于其四大业务板块的高速增长以及

在我国医药行业的重要地位，我们给予其六个月 25.80 元的目标价，相对于 09 年、10 年、11 年的市盈率分别为 37.9 倍、30 倍、24.3 倍，相对于当前的股价尚有 28.1% 的上升空间，给予“买入”的投资评级。

5.3 风险提示

三九医药作为企业整体上面临的风险较小，主要的不利因素为 OTC 市场的增长速度慢于医药行业整体的增长速度，具体来看公司可能面临的风险包括：

- 1) OTC 市场增长慢于医药行业的增长速度；
- 2) 中药注射剂不良反应的风险；
- 3) 庞大的医药资产面临的管理风险；

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

张飞: 东海证券医药行业分析师, 西安交通大学药学学士, 北京大学金融信息工程硕士, 主要研究中药、化学制剂及生物制药板块。

重点跟踪公司: 上海莱士、兰生股份、上实医药、三九医药、同仁堂、中恒集团、广州药业等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、诚志股份等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本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多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122