

## 华润三九 ( 000999 ): 于有声处听惊雷

行业分类: 医药

2011. 11. 28

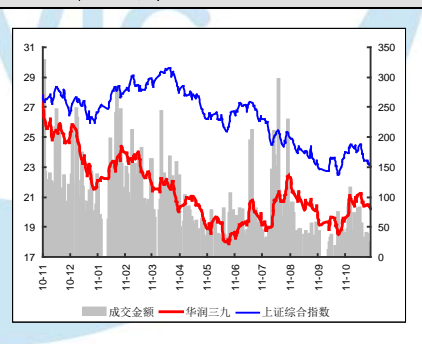
研究员: 张绍坤  
 (执业证书编号: S0640511010008)  
 联系人: 刁志学, 沈文文  
 电话: 0755-83520492、83688575  
 Email: diaozhixue@163.com

|         |       |
|---------|-------|
| 6 个月目标价 | 21.84 |
| 当前股价    | 19.72 |
| 投资评级    | 买入    |

### 基础数据

|              |         |
|--------------|---------|
| 上证指数         | 2380.22 |
| 总股本 (亿)      | 9.79    |
| 流通 A 股 (亿)   | 3.55    |
| 流通 A 股市值 (亿) | 70.05   |
| 总市值 (亿)      | 193.04  |
| ROE (2011Q3) | 13.12%  |
| 资产负债率        | 24.96%  |
| 动态市盈率        | 23.48   |
| 动态市净率        | 4.30    |

### 近一年股价表现



### 投资要点:

#### ◆ 公司概况

华润三九主要从事医药产品的研发、生产、销售和医疗服务等相关工作, 现有的制药业务包括 OTC、中药处方药、中药配方颗粒和抗生素四大模块, 此外公司还辅营包装印刷、医疗服务等相关业务。

#### ◆ 品牌 OTC 业务平稳增长

公司的 OTC 业务现有八大品类, 分别是感冒、皮肤、胃肠、头痛、骨科、喉科、妇科、止咳。公司以品牌策略进行经营, 通过品类规划的方式去实现。其中, 收入占比较大的为感冒、皮肤和胃肠三大品类。为平衡公司的营收结构, 培育新的经济增长点, 公司积极通过内部整合或外部并购的方式丰富公司的产品线。

#### ◆ 处方药业务稳中有升

公司的处方药业务主要包括中药处方药、中药配方颗粒和抗生素。中药处方药主要集中在心血管和抗肿瘤领域, 市场竞争激烈。其中参附、参麦收入增长符合预期, 参麦进入基药目录后增长迅猛。中药配方颗粒业务增长较快, 年增长率 30% 以上。由于国家抗生素用药规范和管理政策的变化, 公司抗生素业务的业绩出现下滑。

#### ◆ 加大研发投入

公司继续加大研发投入的力度, 于今年 5 月与中国中医科学院签订了合作意向, 拟整合中医科学院下属两家药厂, 借助其专业能力加快公司新产品研发速度, 包括核心产品的二次开发及创新药物的研发。

#### ◆ 积极化解成本上升压力

中药原材料及白糖价格的高位运行、人力成本走高, 导致公司的营业成本大幅增加。为此, 公司计划通过实施招标采购、搭建大宗原材料采购平台的方式控制原材料成本, 遏制公司整体毛利率的下滑趋势。除此之外, 公司继续推动 ERP 系统的建设, 优化管理体系, 降低管理费用, 公司上半年的管理费用率为 6.62%, 同比下降了 1.57 个百分点。

#### ◆ 整合初步完成, 并购领域或有期待

作为华润医药集团的中药平台, 公司积极进行华润医药内部中药业务的整合, 公司已经确定收购北京医药集团有限责任公司 (简称“北药集团”) 持有的辽宁华源本溪三药有限公司 (简称“本溪三药”)、合肥神鹿双鹤药业有限责任公司 (简称“合肥神鹿”)、北京双鹤高科天然药物有限责任公司 (简称“双鹤高科”)、北京北贸天然药物经营有限责任公司 (简称“北京北贸”) 四家公司 100% 的股权, 合计转让价款为人民币 40,428 万元。公司已于今年 10 月 28 日与北药集团签署了上

述四家企业的股权转让协议，中国华润总公司于10月27日批准了本次交易。此外，为进一步丰富公司的产品线，公司还积极寻找并购对象，加速符合企业战略的并购，未来企业在并购领域的业绩或有期待。

**投资评级:**

我们预计公司11-13年EPS分别为0.84元、0.97元、1.10元，对应的动态市盈率分别为23.48倍、20.33倍和17.93倍，考虑到华润医药集团内部的资产整合丰富了公司的产品线以及公司未来的并购计划，我们给予公司26倍的PE，目标价21.84元，买入评级。

**风险提示:**

中药材原料和白糖价格上涨；抗生素管理政策收紧；并购业务没有增长。



## 目 录

|                      |            |
|----------------------|------------|
| 一、公司概况.....          | 5          |
| 1.1 公司基本情况.....      | 5          |
| 1.2 公司主营业务.....      | 6          |
| 二、OTC.....           | 8          |
| 2.1 OTC 行业现状 .....   | 8          |
| 2.2 公司的 OTC 业务 ..... | 11         |
| 三、处方药.....           | 14         |
| 3.1 中药处方药 .....      | 错误! 未定义书签。 |
| 3.2 中药配方颗粒 .....     | 17         |
| 3.3 抗生素 .....        | 17         |
| 四、加大研发投入.....        | 14         |
| 五、积极化解成本上升压力.....    | 14         |
| 六、整合已然发力，并购值得期待..... | 21         |
| 七、分产品营业收入预测.....     | 24         |
| 八、盈利预测和投资评级.....     | 25         |
| 九、风险提示.....          | 25         |

## 图表目录

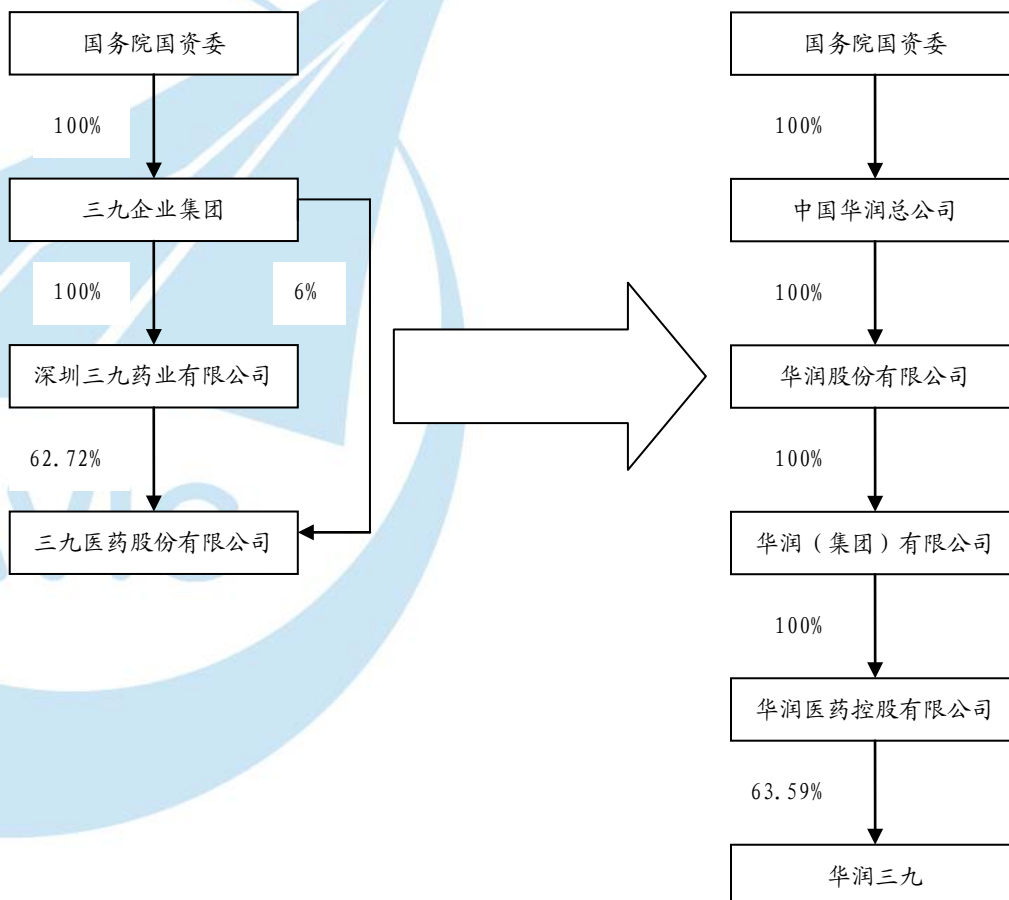
|   |            |
|---|------------|
| 图表 1: 公司股权结构变化图谱.....                   | 5          |
| 图表 2: 华润医药集团内部控股关系图谱.....               | 6          |
| 图表 3: 公司业务构成.....                       | 7          |
| 图表 4: 公司营业收入(百万).....                   | 7          |
| 图表 5: 公司净利润(百万).....                    | 7          |
| 图表 6: 2011 上半年公司营业收入构成(百万元).....        | 8          |
| 图表 7: 2011 上半年公司各项业务毛利润占比(%).....       | 8          |
| 图表 8: 2000-2009 年中国非处方药物增长状况.....       | 8          |
| 图表 9: 中国非处方药物市场结构.....                  | 9          |
| 图表 10: 感冒类药物市场变化状况.....                 | 9          |
| 图表 11: 胃肠类药物市场变化状况.....                 | 9          |
| 图表 12: 皮肤类药物市场变化状况.....                 | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 13: 止咳类药物市场变化状况.....                 | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 14: 妇科类药物市场变化状况.....                 | 10         |
| 图表 15: 解热镇痛类药物市场变化状况.....               | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 16: 咽喉类药物市场变化状况.....                 | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 17: 维生素类药物市场变化状况.....                | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 18: OTC 企业的核心竞争力分析.....              | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 19: 公司 OTC 业务的营业收入状况.....            | 14         |
| 图表 20: 2010 年度中国重点医药生产企业非处方药统计排名.....   | 14         |
| 图表 21: 2010 年度非处方药产品排名情况.....           | 21         |
| 图表 22: 公司 OTC 系列产品列表.....               | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 23: 公司处方药业务的营业收入状况.....              | 15         |
| 图表 24: 公司处方药产品列表.....                   | 15         |
| 图表 25: 我国心脑血管药物市场概况.....                | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 26: 我国老龄化人口数量变化图谱.....               | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 27: 华润三九的中药配方颗粒业务规模.....             | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 28: 中药配方颗粒市场结构分析.....                | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 29: 抗生素的分类.....                      | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 30: 2006 -2009 年我国抗生素制剂市场规模变化情况..... | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 31: 头孢菌素的分类.....                     | 错误! 未定义书签。 |
| 图表 32: 中药材价格走势.....                     | 20         |
| 图表 33: 白糖期货价格走势.....                    | 20         |
| 图表 34: 华润三九股权收购明细.....                  | 21         |
| 图表 35: 本溪三药经营概况.....                    | 21         |
| 图表 36: 合肥神鹿经营概况.....                    | 22         |
| 图表 37: 双鹤高科经营概况.....                    | 22         |
| 图表 38: 北京北贸经营概况.....                    | 23         |
| 图表 39: 公司分产品营业收入及主要财务预测.....            | 24         |
| 图表 40: 盈利预测表.....                       | 25         |

## 一、公司概况

### 1.1 公司基本情况

华润三九医药股份有限公司（简称“华润三九”）是大型国有控股医药上市公司，前身为深圳南方制药厂。1999年4月21日，由深圳三九药业有限公司为主要发起人、三九企业集团（深圳南方制药厂）（以下简称“三九集团”）、深圳九先生物工程技术有限公司、深圳市先达明物业管理有限公司和惠州市壬星工贸有限公司作为发起人，以发起方式设立三九医药股份有限公司。2000年3月9日在深圳证券交易所挂牌上市，股票代码000999。2004年7月，国务院批准对资不抵债的三九企业集团（深圳南方制药厂）进行债务重组。2006年，华润集团作为三九集团潜在的战略投资者，向有关部门提交了重组方案，重组华润三九。2007年3月，三九集团投资设立新三九控股有限公司（集团债务重组的需要，简称“新三九”）。华润集团于2007年8月8日正式在香港注册成立华润医药集团有限公司，9月收购新三九控股有限公司的资产，新三九改名为华润医药控股有限公司。2008年1月，三九集团正式并入华润集团，成为华润全资子公司。2008年4月，新三九收购持有原三九集团和深圳三九药业有限公司所持有的三九医药的70.44%股权。2010年2月，“三九医药”正式更名为“华润三九”。经过一系列的股权操作，华润三九现在的直接控股股东是华润医药控股有限公司，持股比例为63.59%。

**图表 1：公司股权结构变化图谱**

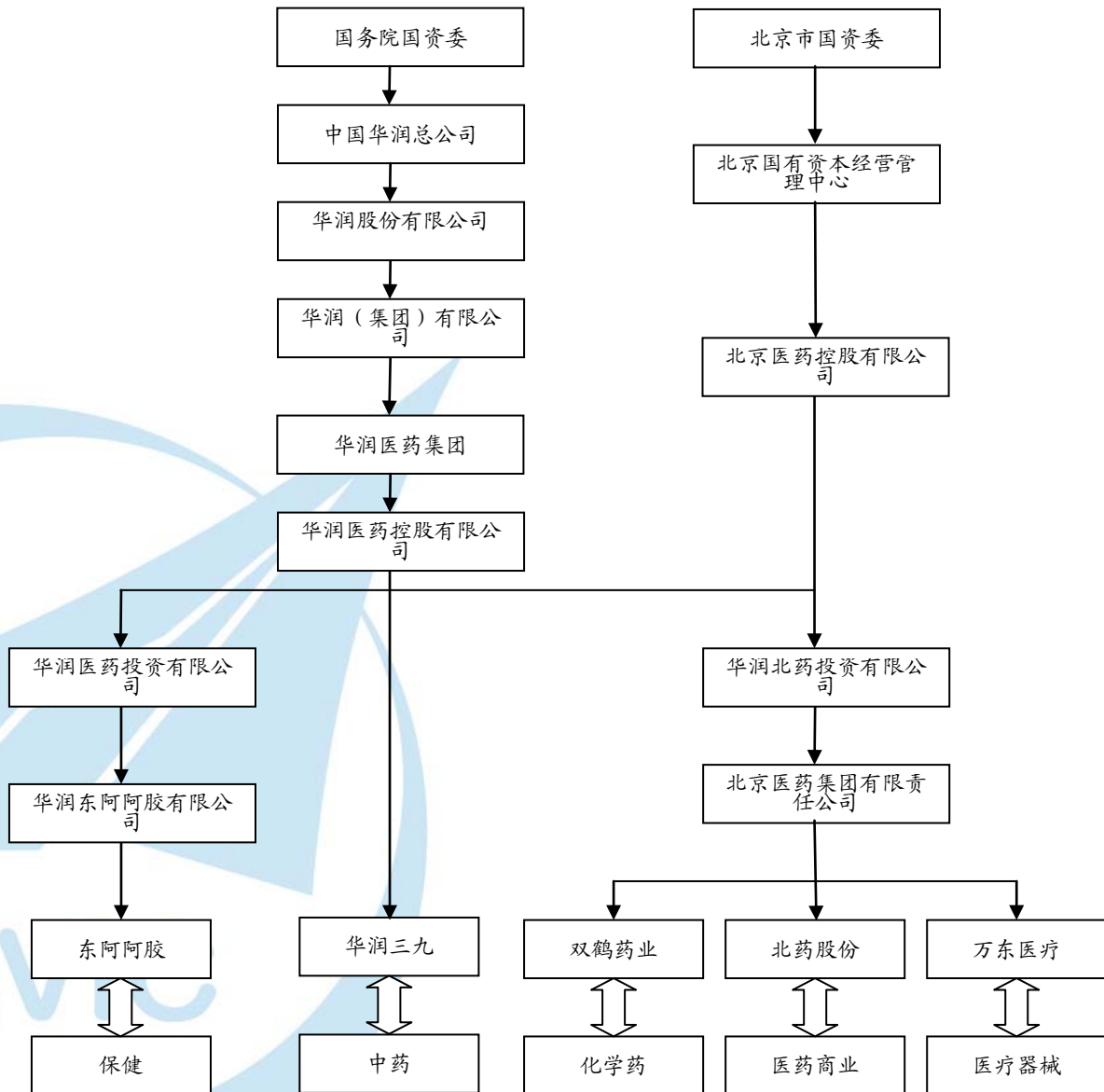


资料来源：公司中报，中航证券金融研究所



华润三九作为华润医药集团的中药平台，有着很重要的战略地位。华润医药集团是我国医药领域的三巨头之一，地位与国药集团、上药集团并列，集团覆盖着医药领域的各个细分行业，包括中成药、化学药、医疗器械、保健品和医药商业。目前，集团旗下的华润北药计划在“十二五”期间，实现在香港整体上市，因此，集团积极进行内部的业务整合，避免同业竞争的同时，优化公司结构。此外，为保持医药集团的地位和竞争力，集团携手内部的各大平台积极寻找合适的标的，外部并购，提升集团及相关公司的实力。

**图表 2：华润医药集团内部控股关系图谱**

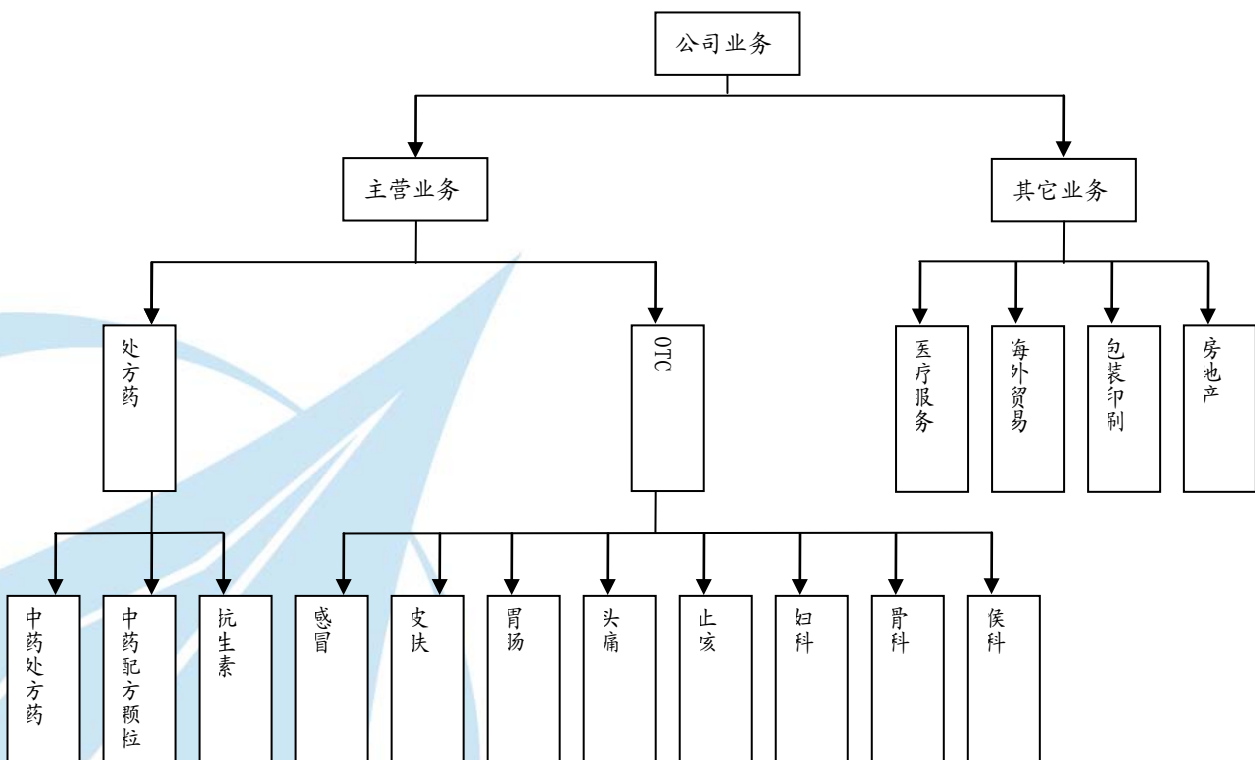


资料来源：中航证券金融研究所

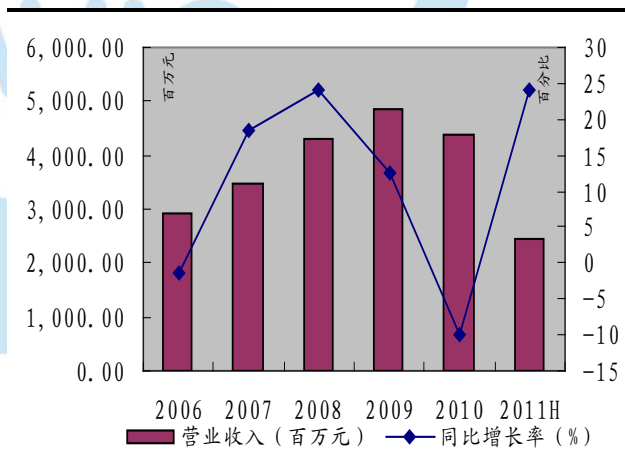
## 1.2 公司主营业务

华润三九主要从事医药产品的研发、生产、销售和医疗服务等相关工作，公司的制药工业主要包括 OTC（非处方药）和处方药两大板块，为了便于更加科学细致的了解公司，可以进一步将处方药分为中药处方药、中药配方颗粒和抗生素三类，这就构成了我们通常所说的公司的四大制药业务模块。此外公司还

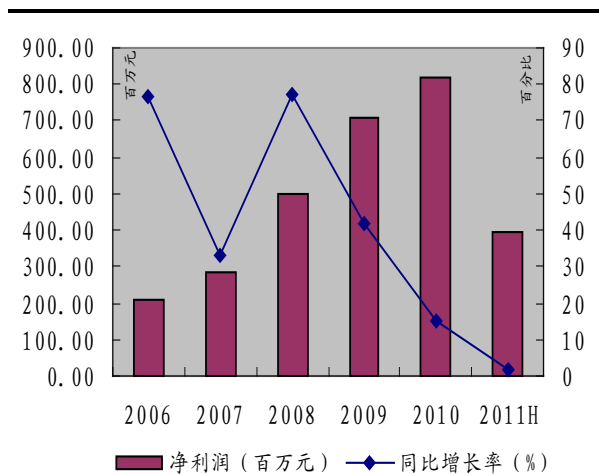
辅营包装印刷、医疗服务等相关业务。公司核心 OTC 产品 999 感冒灵、999 皮炎平、正天丸、三九胃泰等具有相当高的知名度和市场占有率，中药处方药业务增长平稳。公司是国内为数不多的几家具备中药配方颗粒生产业务的公司之一，相关业务呈现快速增长趋势，中药配方颗粒的市场整体也在快速扩大，未来持续向好。抗生素市场受困于国家抗生素用药规范的调整及市场的激烈竞争，增长缓慢，抗生素业务在今年上半年甚至表现出大幅度的下滑，现在有所恢复。为了保持公司的持续快速增长能力，公司近两年加大了产品研发方面的投入，积极进行核心产品的二次开发和新药的研发，丰富公司的产品线。公司未来五年业务发展战略定位为：“成为中国 OTC 市场的引领者，中药处方药市场的创新者”。

**图表 3: 公司业务构成**


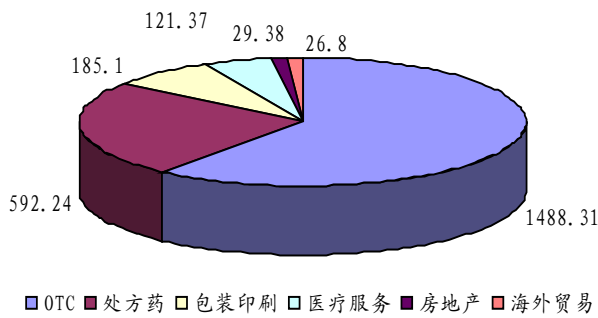
资料来源：中航证券金融研究所

**图表 4: 公司营业收入 (百万)**


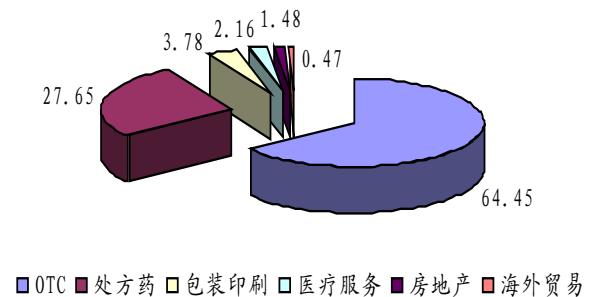
资料来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 5: 公司净利润 (百万)**


资料来源：Wind，中航证券金融研究所

**图表 6: 2011 上半年公司营业收入构成 (百万元)**


资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 7: 2011 上半年公司各项业务毛利润占比 (%)**


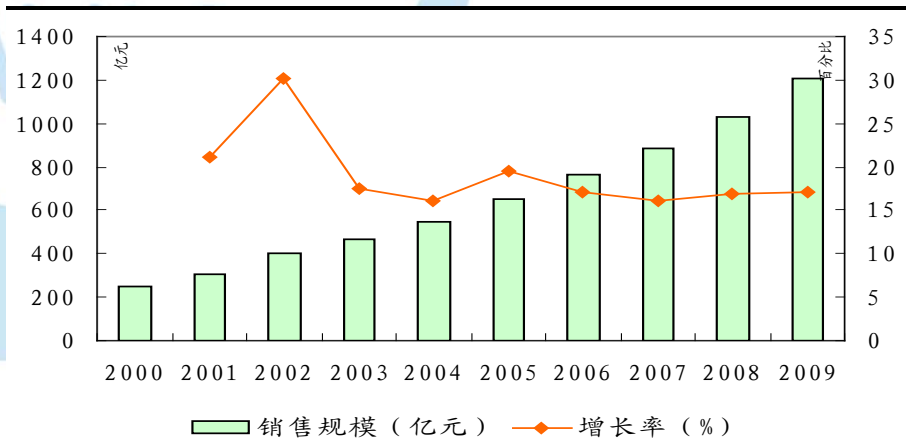
资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

## 二、OTC

### 2.1 OTC 行业现状

相对于过去 10 年整个医药产业年平均大约 22% 的增幅, OTC 领域的增长则显得稍显“缓慢”。2011 年 5 月 25 日, 中国非处方药物协会编撰的《中国非处方药业发展蓝皮书》显示, 从 2000 年至今, 我国正式施行药品分类管理的 10 年间, 中国 OTC 市场规模增长了近 5 倍。2000 年中国医药 OTC 市场规模为 253 亿元, 到 2009 年达到 1209.5 亿元。其中医院 OTC 市场规模为 487.1 亿元, 零售终端市场规模为 722.4 亿元, 占整个 OTC 市场规模的 60%, 且 OTC 零售终端比重近年来呈现逐渐变大的趋势。具体到 OTC 的细分品类, 如感冒、胃肠、皮肤、止咳、妇科、解热镇痛、咽喉等, 又表现出不尽相同的增长态势。

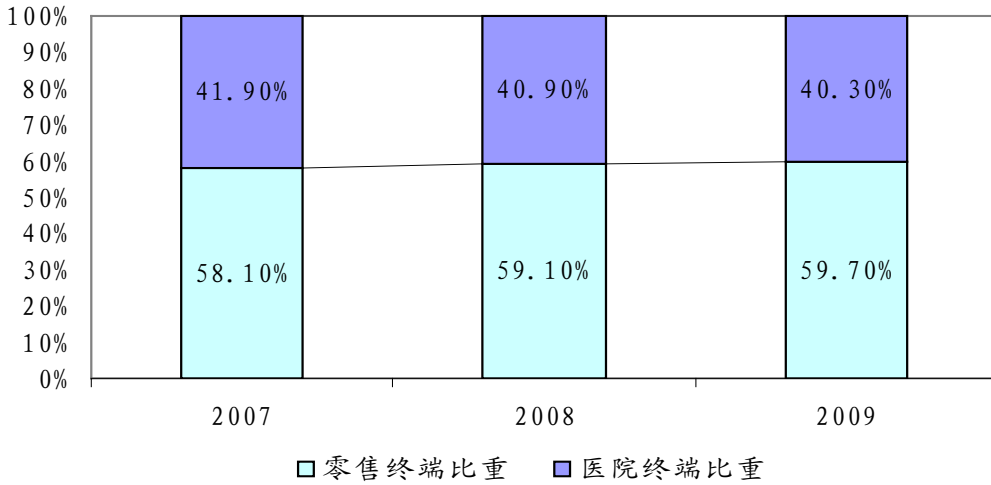
到今天为止, 中国的医疗体制改革的成果集中表现在两个方面: 一是全民医保的实现 (现在医保的全国覆盖率达到 90% 以上); 二是基本药物制度的落实。从长期趋势来看, 基层医疗需求的释放会推动中国医药产业继续保持快速增长的趋势, 处方药市场受益更大, 考虑到医疗卫生知识的普及, 居民医疗保健意识的增强及其自我治疗意识的提高, 相对于处方药市场而言, OTC 的市场规模可能以稍显缓慢的速度增长, 但可持续时间会更长久, 预计到 2014 年整个 OTC 市场的规模将达到 1923 亿元。

**图表 8: 2000-2009 年中国非处方药物增长状况**


资料来源: 南方医药经济研究所, 中航证券金融研究所

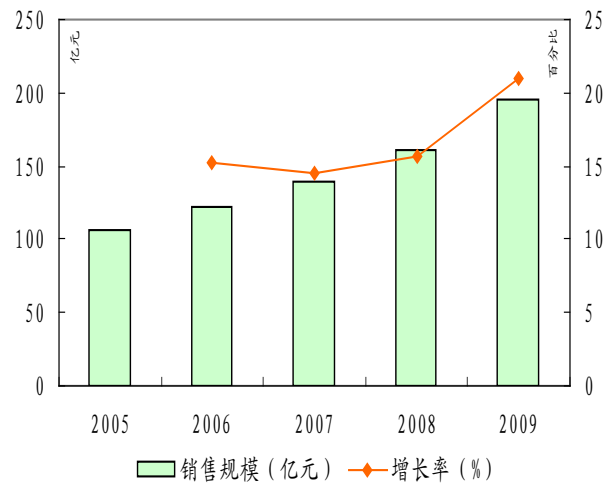


图表 9: 中国非处方药物市场结构



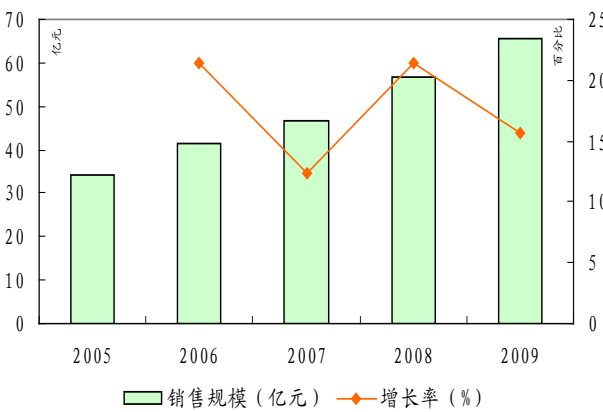
资料来源: 中国非处方药物协会, 中航证券金融研究所

图表 10: 感冒类药物市场变化状况



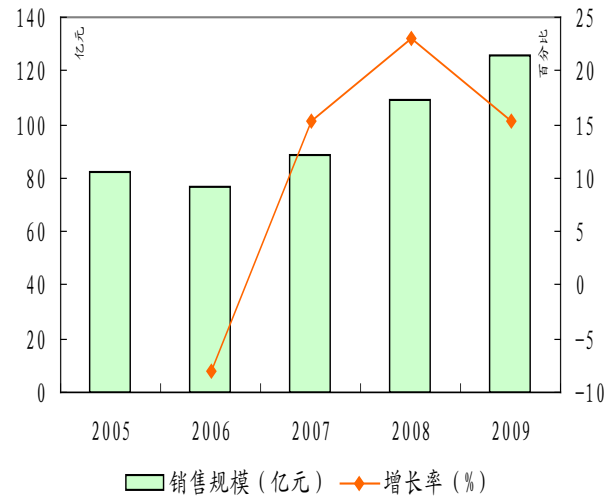
资料来源: 南方医药经济研究所

图表 12: 皮肤类药物市场变化状况



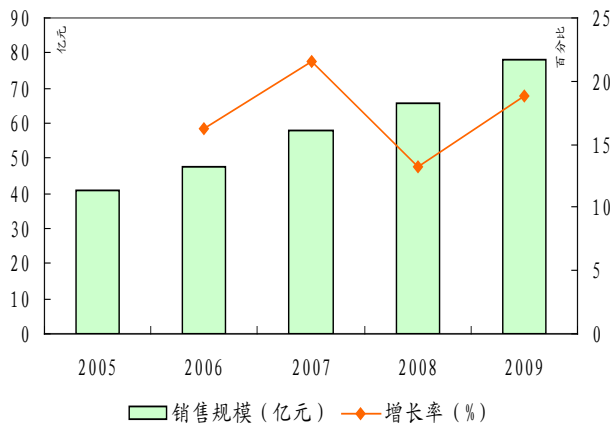
资料来源: 南方医药经济研究所

图表 11: 胃肠类药物市场变化状况

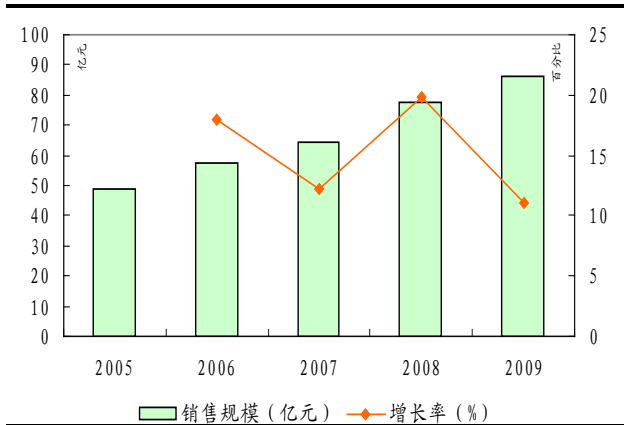


资料来源: 南方医药经济研究所

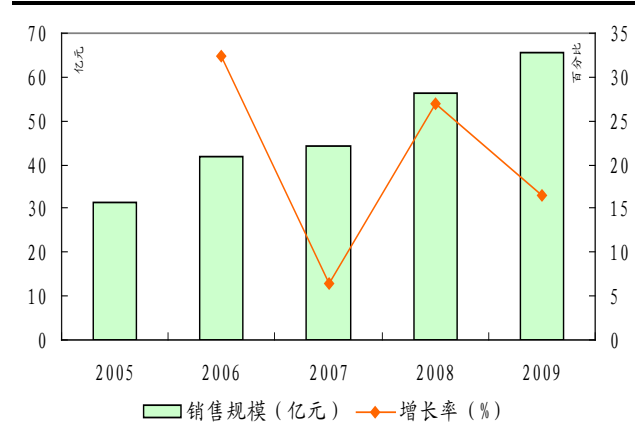
图表 13: 止咳类药物市场变化状况



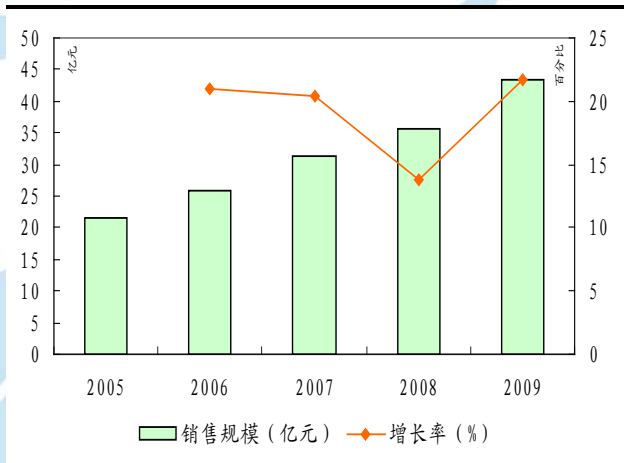
资料来源: 南方医药经济研究所

**图表 14: 妇科类药物市场变化状况**


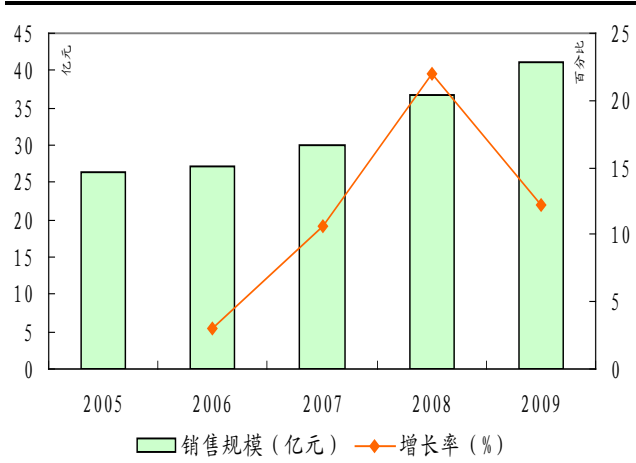
资料来源: 南方医药经济研究所

**图表 15: 解热镇痛类药物市场变化状况**


资料来源: 南方医药经济研究所

**图表 16: 咽喉类药物市场变化状况**


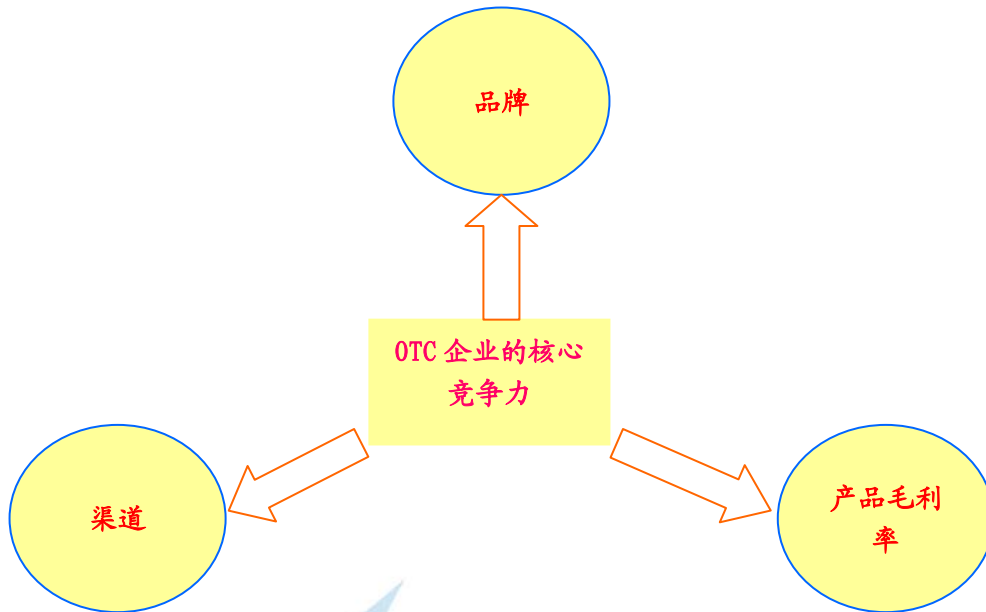
资料来源: 南方医药经济研究所

**图表 17: 维生素类药物市场变化状况**


资料来源: 南方医药经济研究所

与处方药市场有所不同的是, 医药 OTC 的市场化程度更高, 竞争十分激烈, 近似于一个完全竞争的市场。通过对现有的 OTC 市场竞争格局分析, 我们认为 OTC 市场的核心竞争力主要表现在三个方面: 品牌、渠道和产品毛利率。OTC 企业通过品牌打开市场, 扩大营业收入, 提高市场份额, 并以此粘合代理商, 一定程度上控制渠道。在此基础上, 产品若能保持较高的毛利率, 则可以带来更多的营业利润, 代理商会因此得到更多的利润分成, 进而提高其推广营销产品的热情, 这会在另一个层面上巩固 OTC 企业对渠道的控制力。

图表 18: OTC 企业的核心竞争力分析

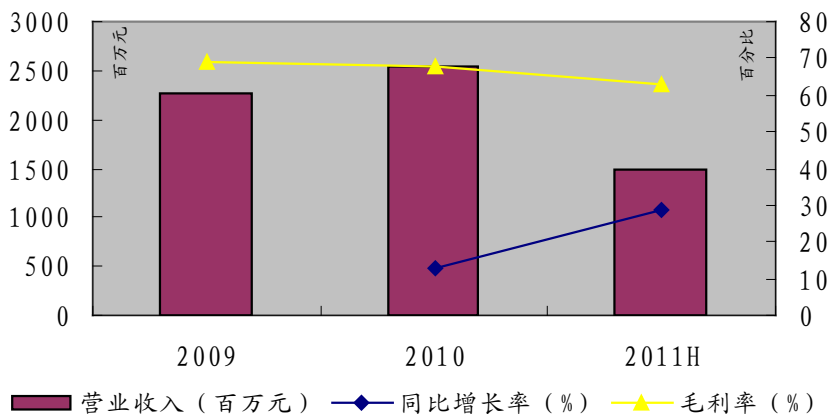


资料来源：中航证券金融研究所

## 2.2 公司的 OTC 业务

OTC 是华润三九的核心业务，公司 OTC 产品品牌知名度较高，“999”品牌深入人心，荣登 2010 年中国最有价值品牌排行榜，品牌价值约 42.56 亿元，其无形资产价值评估则超过了 83 亿元，位居中国制药行业榜首。公司产品一直保持着较高的毛利率，其 OTC 产品的经营主要采用经销商代理销售的模式，现款现货，全国现在约有 38 万家零售药店终端，公司销售人员参与维护的药店终端有 5500 多家。且在宏观层面上，公司的渠道管理趋于扁平化，代理经销商的层级严格控制在二级，经营稳健。公司的 OTC 业务的规模较大，但近年来仍然保持着较好的增长态势，面对激烈的市场竞争，公司一直致力于完善 OTC 产品的品类，现有产品规划为八大品类，分别是感冒、皮肤、胃肠、头痛、骨科、喉科、妇科、止咳，其中感冒咳嗽类、胃肠消化类、皮肤外用类产品的市场规模均达到了行业龙头地位。通过内部核心产品的二次开发、华润医药集团内部的业务整合及其外部并购，公司将进一步完善 OTC 产品的品类规划，提高自身的竞争力。预计公司的品类规划完善后，产品更加多样化，现有的渠道将支撑公司的业绩以更快的速度增长。

图表 19: 公司 OTC 业务的营业收入状况



资料来源: Wind, 中航证券金融研究所

**图表 20: 2010 年度中国重点医药生产企业非处方药统计排名**

| 排名       | 企业名称                |
|----------|---------------------|
| 1        | 修正药业集团营销有限公司        |
| 2        | 哈药集团有限公司            |
| <b>3</b> | <b>华润三九医药股份有限公司</b> |
| 4        | 江中药业股份有限公司          |
| 5        | 西安杨森制药有限公司          |
| 6        | 中美天津史克制药有限公司        |
| 7        | 云南白药集团股份有限公司        |
| 8        | 浙江康恩贝制药股份有限公司       |
| 9        | 扬子江药业集团             |
| 10       | 浙江仙琚制药股份有限公司        |
| 11       | 马应龙药业集团股份有限公司       |
| 12       | 北京同仁堂科技发展股份有限公司     |
| 13       | 广西金嗓子有限责任公司         |
| 14       | 太阳石(唐山)药业有限公司       |
| 15       | 上海强生制药有限公司          |
| 16       | 昆明滇虹药业有限公司          |
| 17       | 西藏奇正藏药股份有限公司        |
| 18       | 桂林天和药业股份有限公司        |
| 19       | 杭州民生药业有限公司          |
| 20       | 北京韩美药品有限公司          |

资料来源: 中国非处方药物协会, 中航证券金融研究所

**图表 21: 2010 年度非处方药产品排名情况**

| 排名         | 商标             | 药品名称              | 生产企业                |
|------------|----------------|-------------------|---------------------|
| 感冒咳嗽类(中成药) |                |                   |                     |
| <b>1</b>   | <b>999</b>     | <b>感冒灵</b>        | <b>华润三九医药股份有限公司</b> |
| 2          | 三精             | 双黄连口服液            | 哈药集团有限公司            |
| 3          | 修正             | 肺宁颗粒              | 修正药业集团营销有限公司        |
| 消化类(中成药)   |                |                   |                     |
| 1          | 江中             | 健胃消食片             | 江中药业股份有限公司          |
| 2          | 护佑             | 胃苏颗粒              | 扬子江药业集团             |
| <b>3</b>   | <b>999</b>     | <b>三九胃泰</b>       | <b>华润三九医药股份有限公司</b> |
| 皮肤外用类(化学药) |                |                   |                     |
| 1          | 达克宁            | 硝酸咪康唑乳膏           | 西安杨森制药有限公司          |
| <b>2</b>   | <b>999 皮炎平</b> | <b>复方醋酸地塞米松乳膏</b> | <b>华润三九医药股份有限公司</b> |
| 3          | 唯达宁            | 硝酸益康唑喷剂           | 修正药业集团营销有限公司        |

资料来源: 中国非处方药物协会, 中航证券金融研究所

**图表 22: 公司 OTC 系列产品列表**

| 业务  | 品类名称 | 主要产品名称及功能简介  |
|-----|------|--|
| OTC | 感冒   | <p><b>999 感冒灵颗粒</b>: 用于感冒引起的头痛, 发热, 鼻塞, 流涕, 咽痛。</p> <p><b>999 感冒灵胶囊</b>: 用于感冒引起的头痛, 发热, 鼻塞, 流涕, 咽痛。</p> <p><b>复方感冒灵片</b>: 用于风热感冒之发热, 微恶风寒, 头身痛, 鼻塞涕浊等。</p> <p><b>999 小儿氨酚黄那敏颗粒</b>: 适用于缓解儿童普通感冒及流行性感感冒引起的发热、头痛、四肢酸痛、打喷嚏、流鼻涕、鼻塞、咽痛等症状。</p>  |
|     | 皮肤   | <p><b>咪唑斯汀缓释片 (奥尼捷)</b>: 用于缓解季节性和常年性过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、荨麻疹和其他过敏反应的症。</p> <p><b>复方醋酸地塞米松乳膏 (999 皮炎平)</b>: 主要用于过敏性和自身免疫性炎症性疾病。如局限性瘙痒症、神经性皮炎、接触性皮炎等。</p> <p><b>糠酸莫米松凝胶 (999 皮炎平)</b>: 适用于面部以及小儿湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎、皮肤瘙痒症。</p> <p><b>糠酸莫米松乳膏 (999)</b>: 用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。</p> <p><b>复方醋酸地塞米松凝胶 (999 优诺平)</b>: 用于神经性皮炎、接触性皮炎、脂溢性皮炎以及慢性湿疹。</p> <p><b>盐酸特比萘芬乳膏 (999 优诺平)</b>: 用于手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣和皮肤念珠菌病等。</p> <p><b>硝酸咪康唑乳膏 (999 选平)</b>: 由皮真菌、酵母菌及其它真菌引起的皮肤、指(趾)甲感染, 酵母菌和革兰氏阳性细菌等引起的阴道感染和继发性感染。</p> <p><b>曲安奈德益康唑乳膏</b>: 用于手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣、皮炎和湿疹等。</p> <p><b>联苯苄唑乳膏 (999 选灵)</b>: 用于治疗各种皮肤真菌病, 如手、足癣, 体、股癣, 花斑癣。</p> |
|     | 胃肠   | <p><b>三九胃泰颗粒/三九胃泰(无糖)颗粒</b>: 清热燥湿, 行气活血, 柔肝止痛, 消炎止痛, 理气健胃。用于上腹隐痛, 饱胀, 反酸, 恶心等。</p> <p><b>补脾益肠丸 (瓶/袋装)</b>: 补中益气, 健脾和胃, 涩肠止泻。用于脾虚泄泻症, 临床表现为腹泻腹痛、腹胀、肠鸣等。</p> <p><b>三九童泰甜酸型健脾养胃液</b>: 三九童泰富含各种营养, 甜酸可口, 对饮食不节、偏食、暴食的儿童适用。</p> <p><b>三九胃泰胶囊</b>: 清热燥湿, 行气活血, 柔肝止痛, 消炎止痛, 理气健胃。用于上腹隐痛, 饱胀, 反酸, 恶心等症状。</p>   |
|     | 头痛   | <p><b>正天丸</b>: 正天丸具有疏风活血, 养血平肝, 通络止痛之功效。西医临床能用于偏头痛、紧张型头痛等。</p>   |
|     | 妇科   | <p><b>抗宫炎片</b>: 清湿热, 止带下。用于湿热下注所致的带下病, 症见白带量多。</p> <p><b>999 归芍调经片</b>: 本品为妇科月经不调类、带下病类非处方药药品。疏肝理脾, 调经止带, 用于肝郁脾虚证等。</p>  |
|     | 骨科   | <p><b>壮骨关节丸</b>: 补益肝肾, 养血活血, 舒筋活络, 理气止痛。用于肝肾不足, 气滞血瘀, 经络痹阻等。</p>   |



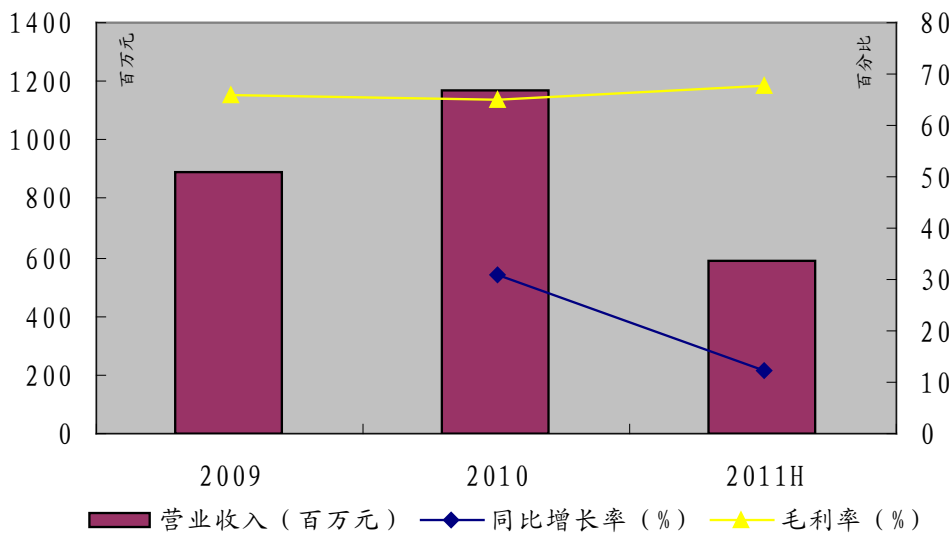
|    |   |
|----|---|
| 止咳 | <b>强力枇杷露</b> : 养阴敛肺, 镇咳祛痰。用于久咳劳嗽, 支气管炎等。<br><b>小儿止咳糖浆</b> : 祛痰, 镇咳。用于小儿感冒引起的咳嗽。<br><b>999 鱼腥草注射液</b> : 清热, 解毒, 利湿。用于肺脓疡, 痰热咳嗽等。 |
| 喉科 |   |

资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

### 三、处方药

公司的处方药业务可以细分为中药处方药、中药配方颗粒和抗生素。尽管中药配方颗粒业务增长迅速, 但由于中药处方药业务的增长速度下滑及抗生素业务的大幅下滑, 上半年, 处方药业务的同比增速总体上表现出下滑的趋势。

**图表 23: 公司处方药业务的营业收入状况**



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 24: 公司处方药产品列表**

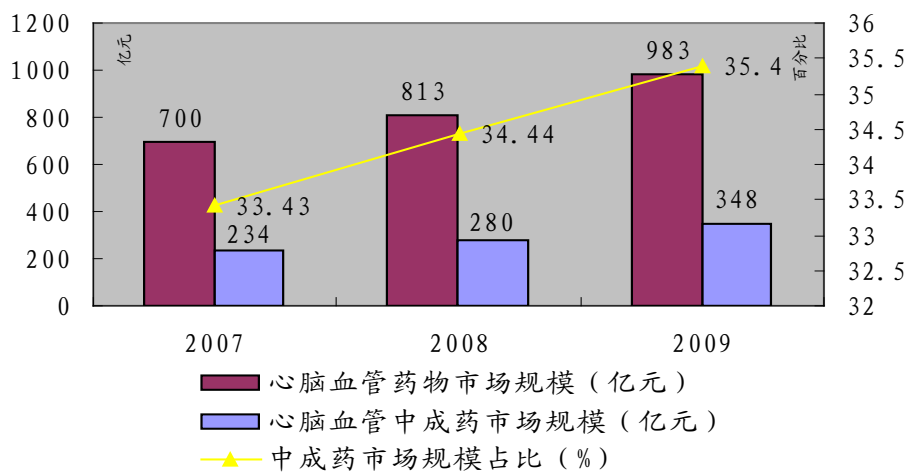
| 品类    | 品种名称 | 主要产品名称及功能简介  |
|-------|------|--|
| 中药处方药 | 心血管  | <b>999 参麦注射液</b> : 益气固脱, 养阴生津, 生脉。用于治疗气阴两虚型之休克、冠心病、病毒性心肌炎、慢性肺心病、粒细胞减少症。<br><b>999 参附注射液</b> : 回阳救逆, 益气固脱。主要用于阳气暴脱的厥脱症(感染性、失血性、失液性休克等); 也可用于阳虚(气虚)所致的惊悸、怔忡、喘咳、胃疼、泄泻、痹症等。<br><b>999 生脉注射液</b> : 益气养阴, 复脉固脱。用于气阴两亏, 脉虚欲脱的心悸、气短, 四肢厥冷、汗出、脉欲绝及心肌梗塞、心源性休克、感染性休克等。<br><b>红花注射液</b> : 活血化瘀, 消肿止痛。主要用于治疗闭塞性脑血管疾病、冠心病、心肌梗塞; 对高血脂症、糖尿病并发症、脉管炎、月经不调, 类风湿关节炎等有辅助治疗作用。<br><b>999 香丹注射液</b> : 扩张血管, 增进冠状动脉血流量。用于心绞痛, 亦可用于心肌梗塞等。 |

|     |        |   |
|-----|--------|---|
| 处方药 | 抗肿瘤    | <b>华蟾素</b> ：扩解毒，消肿，止痛。用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。  |
|     | 其他     | <b>999 泰脂安</b> ：滋养肝肾。用于肝肾阴虚、阴虚阳亢证所致的原发性高脂血症。症见头晕痛胀，口干，烦躁等。  |
|     | 中药配方颗粒 | <b>三九单味中药配方颗粒</b> ：单味中药配方颗粒俗称免煎中药，是符合炮制规范的优质中药饮片。   |
|     | 抗生素    | <p><b>注射用五水头孢唑林钠</b>：适用于治疗敏感细菌所致的支气管炎及肺炎等呼吸道感染、尿路感染、皮肤软组织感染、骨和关节感染、败血症等症。</p> <p><b>注射用头孢曲松钠（罗塞秦）</b>：用于敏感致病菌所致的下呼吸道感染、尿路、胆道感染，以及腹腔感染、盆腔感染、皮肤软组织感染等症。</p> <p><b>注射用头孢米诺钠</b>：用于治疗敏感细菌引起的呼吸系统感染、泌尿系统感染、腹腔感染、盆腔感染等症。</p> <p><b>注射用头孢替唑钠</b>：适用于败血症、肺炎、支气管炎、支气管扩张症（感染时）、慢性呼吸系统疾病的继发性感染等症。</p> <p><b>注射用头孢拉定（泰迪定）</b>：适用于敏感菌所致的急性咽炎、扁桃体炎、中耳炎、支气管炎和肺炎等呼吸道感染、泌尿生殖系统感染等症。</p> <p><b>注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠</b>：单独应用本品适用于治疗由敏感菌所引起的下列感染：上、下呼吸道感染；上、下泌尿道感染等症。</p> <p><b>注射用头孢尼西钠</b>：适用于下呼吸道感染、尿路感染、败血症、皮肤软组织感染、骨和关节感染等病症。</p> <p><b>注射用头孢呋辛钠（凯帝欣）</b>：用于敏感菌所致的呼吸道感染；急、慢性支气管炎；骨和关节感染；产科和妇科感染等病症。</p> <p><b>注射用头孢哌酮钠</b>：适用于敏感菌所致的各种感染如肺炎及其他下呼吸道感染、尿路感染、胆道感染、皮肤软组织感染等症。</p> <p><b>注射用头孢噻肟钠（凯帝龙）</b>：适用于敏感细菌所致的肺炎及其他下呼吸道感染、尿路感染、脑膜炎、败血症、腹腔感染等症。</p> <p><b>注射用头孢他啶</b>：用于敏感革兰阴性杆菌所致的败血症、下呼吸道感染、腹腔和胆道感染、复杂性尿路感染等症。</p> |

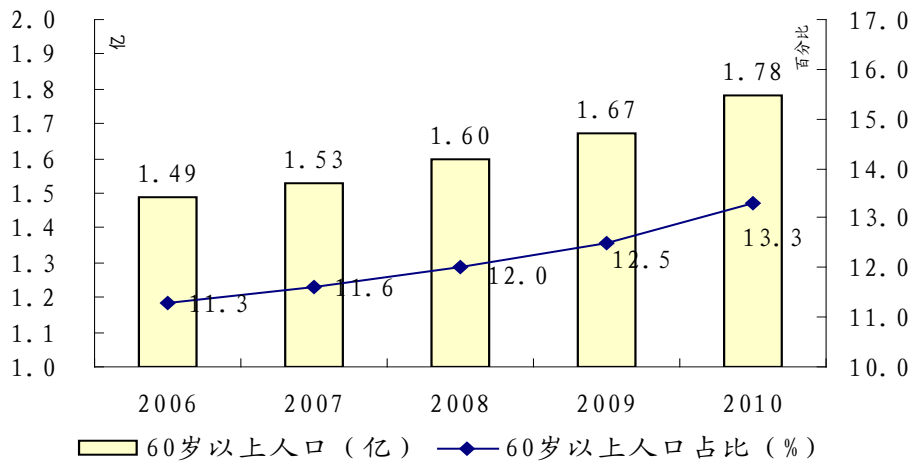
资料来源：公司网站,中航证券金融研究所

### 3.1 中药处方药

公司的中药处方药业务主要集中在心血管和抗肿瘤领域。心血管疾病又称为循环系统疾病，是一系列涉及循环系统的疾病，通常与心脏和血管有关，可以分为急性和慢性，一般都是与动脉硬化有关。其主要的病因包括超重、蛋白质缺乏、膳食纤维缺乏及高盐饮食等，从发病人群分析，其发病率通常与年龄成正比。由于近似的病因，通常将其与脑血管疾病并列提及，合称心脑血管疾病，由于其高致死率，心脑血管疾病已经称为人类的头号杀手。由于心血管疾病通常表现为慢性病，发病者需要长期用药，养护成本较高。由此推动着心脑血管疾病的医药市场规模的快速扩大。考虑到医疗改革的深入、中国人口老龄化的到来所带来的用药需求的释放，心血管疾病药物市场将继续高速增长。结合在中国，中医治疗心脑血管疾病的普遍性，心脑血管疾病的中成药市场也会持续高速增长，其在中国心脑血管疾病用药市场的占比也呈现出逐渐上升的趋势。

**图表 25: 我国心脑血管药物市场概况**


资料来源: 中航证券金融研究所, 南方医药经济研究所

**图表 26: 我国老龄化人口数量变化图谱**


资料来源: 中航证券金融研究所, 卫生部

肿瘤通常是由于物理、化学和生物性因素的刺激, 引起了机体局部组织的特异性细胞的原癌基因表达异常, 进而克隆性增生形成新的产物。根据增生的类型, 可以将肿瘤分为良性肿瘤和恶性肿瘤。恶性肿瘤即是我们通常所说的癌症。在我国, 肿瘤的发病人数极高约占全球病例总数的 55%, 恶性肿瘤或者说癌症也通常与年龄成正相关, 多见于四十岁以上的中老年人。肿瘤的治疗可以分为中医治疗和西医治疗, 在我国, 肿瘤的中医治疗十分普遍, 相关的抗肿瘤药物种类繁多, 和心脑血管疾病类似, 抗肿瘤药物市场也表现出快速增长的态势。

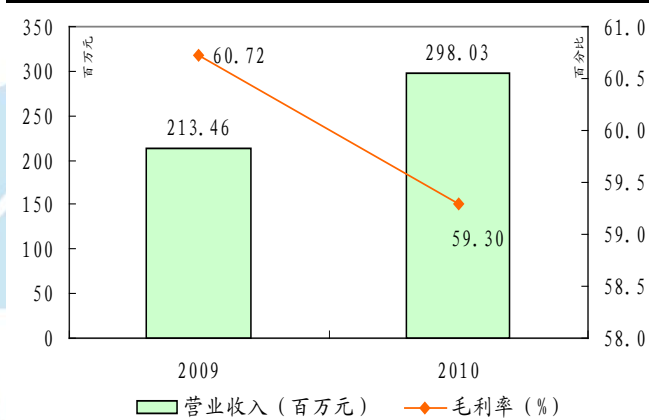
我国治疗心脑血管疾病和肿瘤的中成药种类繁多, 市场集中度低, 市场竞争十分激烈。华润三九的心血管和抗肿瘤药物产品线比较单一, 并无明显的优势。其中参附收入增长稳定, 参麦进入基药目录后增长迅猛。考虑到处方药市场本身竞争激烈, 招标过程中又包含许多非市场化因素, 我们认为公司的中药处方药只有在品类丰富、并且具备明星品牌之后, 才有可能保持快速增长, 业绩占比加大, 在偌大的市场中分得一块大蛋糕。

### 3.2 中药配方颗粒

中药配方颗粒从概念上讲是用符合炮制规范的传统中药饮片作为原料，经现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、制粒、包装精制而成的纯中药产品系列。近年来中药配方颗粒在我国台湾地区和日本、韩国、新加坡应用较多，已经有很丰富的临床实证经验支撑，也取得了很好的疗效。相比较而言，我国的中药现代化发展较慢，中药配方颗粒的推广较慢，相关的政策还比较谨慎，市场尚没有放开，监管部门认为中药配方颗粒仍处于前期科学研究阶段。

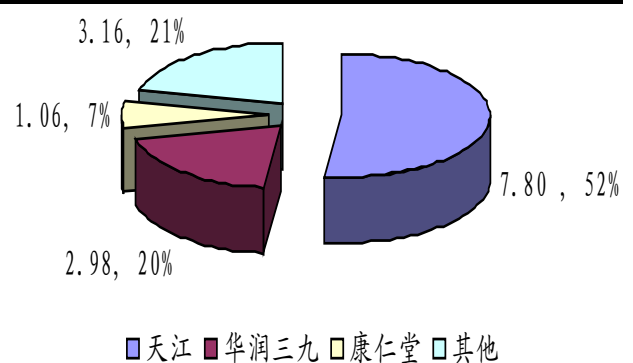
国内具备中药配方颗粒经营资格的企业主要有六家，分别是江苏天江药业、广东一方制药、南宁培力、华润三九、四川绿色药业和北京康仁堂，由于没有一家制药企业获得批准文号，中药配方颗粒尚不能进入流通流域，只有在地方药监局备案后，进入二级甲等以上医药试销。自天江药业和一方制药合并之后，广东一方成为天江药业的全资子公司，中药配方颗粒的经营企业名义上就只有五家。2009年，中药配方颗粒的市场规模为10.9亿元，不足中药饮片的6%，年增长率为30%以上，考虑到中药配方颗粒免煎煮、易于携带、服用方便的特点，预计其未来会继续保持现有的增长速度，一旦政策放开，增长会进一步加速。为此，我们假设2010年中药配方颗粒业务的市场规模为15亿元，天江药业2010年营业收入为77,953.66万元，净利润为21,112.73万元，康仁堂2010年营业收入为10,586万元，可以初步得到中药配方颗粒的市场结构。华润三九的中药配方颗粒业务规模仅次于天江药业，过去两年以行业平均速度快速增长，同时保持着较高的毛利率，可以预计未来几年，其年复合增长率可以达到30%以上，业绩占比会进一步提高。一旦政策放开，作为行业的先行者将有望参与行业标准的制定，已有的技术优势将会助力其加速增长。

**图表 27: 华润三九的中药配方颗粒业务规模**



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

**图表 28: 中药配方颗粒市场结构分析**



资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

### 3.3 抗生素和原料药

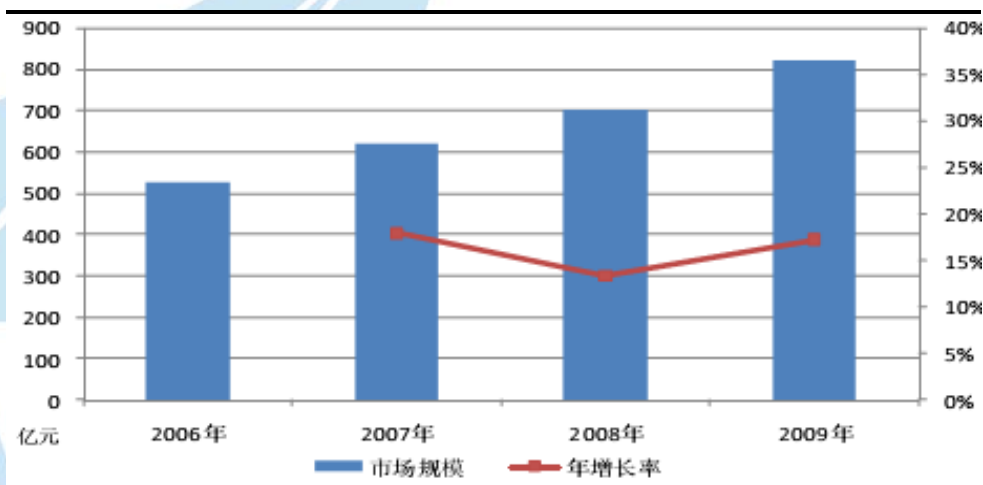
抗生素的研制技术发展到今天，已经十分成熟。现有的抗生素根据其分子结构上有没有β-内酰胺环可以分为β-内酰胺类抗生素和非β-内酰胺类抗生素。我国的抗生素市场近年来保持着15%以上的年复合成长速度，发展迅速，但由于抗生素的滥用导致抗生素耐药性问题屡屡发生，为此，关于抗生素的用药政策有从紧的趋势，上半年我国关于抗生素用药规范的讨论和制定就很好的说明了这一点，相关的抗生素生产企业的产品销售都受到了影响。



**图表 29: 抗生素的分类**

| 大类         | 子类         | 代表药物                     |
|------------|------------|--------------------------|
| β-内酰胺类抗生素  | 青霉素类       | 青霉素钠、青霉素钾、阿莫西林、磺苄西林、阿扑西林 |
|            | 头孢菌素       | 头孢氨苄、头孢克罗、头孢噻肟、头孢吡肟      |
|            | 青霉烯类和碳青霉烯类 | 硫霉素、亚胺培南、帕尼培南、美洛培南       |
|            | 单环β-内酰胺类   | 氨基曲南、卡芦莫南                |
|            | 氧头孢烯类      | 拉氧头孢、氟氧头孢                |
|            | 头霉素类       | 头孢西丁                     |
|            | β-内酰胺酶抑制剂  | 克拉维酸、舒巴坦、他唑巴坦            |
| 非β-内酰胺类抗生素 | 四环素类       | 米诺环素、多西环素、美他环素、替加环素      |
|            | 氯霉素        | 甲矾霉素、氯霉素                 |
|            | 氨基糖苷类      | 链霉素、卡那霉素                 |
|            | 大环内酯类      | 阿奇霉素、红霉素、罗红霉素、克拉霉素       |
|            | 喹诺酮类       | 诺氟沙星、依诺沙星、氧氟沙星           |
|            | 磺胺类        | 磺胺嘧啶、磺胺甲基嘧啶              |
|            | 多肽类        | 万古霉素                     |
|            | 利福霉素类      | 利福霉素钠                    |

资料来源：尔康制药招股书，中航证券金融研究所

**图表 30: 2006 -2009 年我国抗生素制剂市场规模变化情况**


资料来源：南方医药经济研究所，《我国抗生素制剂市场研究报告》

华润三九的抗生素业务规模较小，主要是头孢类抗生素。自第一个头孢菌素于 20 世纪 60 年代问世，目前上市品种已达 60 余种，根据产品出现的时间及抗菌特性的不同，通常将头孢类抗生素分为四代。受国家上半年抗生素用药规范紧缩政策调控的影响，公司上半年抗生素业务同比大幅下滑，三季度开始，抗生素业务有所恢复。公司目前对待抗生素业务的态度是保证现有业务的稳定，没有明显的产品研发或生产营销扩张的意向，预计未来公司抗生素业务的业绩变化不大。



**图表 31: 头孢菌素的分类**

|      | 子类 | 代表药物  |
|------|----|---|
| 头孢菌素 | 一代 | 头孢氨苄、头孢唑啉和头孢拉定  |
|      | 二代 | 头孢呋辛(西力欣)、头孢西丁(美福仙)   |
|      | 三代 | 头孢噻肟钠(凯福隆)、头孢哌酮钠(先锋必)、头孢他啶(复达欣)、头孢曲松(罗氏芬)、头孢布烯(先力腾)、头孢克肟(世福素) |
|      | 四代 | 头孢派姆、头孢克列定、头孢匹罗及 E1077、头孢克肟(马斯平)                              |

资料来源：中航证券金融研究所

#### 四、加大研发投入

上半年，受困于原材料及人力成本上涨的压力，公司的净利润的同比增速大幅下滑，营业收入的增速也有放缓的迹象，为此公司制定了品类规划的战略，积极应对。品类规划的核心即丰富公司的产品线，培育新的收入增长点，除了华润集团内部的业务整合及外部并购，公司进一步加大了研发的力度，包括新药的研发及核心产品的二次开发。过去一年，公司的研发投入达到了 8000 多万元。为了强化研发实力，公司还于今年 5 月与中国中医科学院签订了合作意向，拟整合中医科学院下属两家药厂，还包括合作开发新药。专业研发力量的引入有助于加快公司的研发进度。截至上半年为止，公司在研新产品项目共计有 36 项，报告期内新立项 6 项，已申报生产批件 5 项，正在进行临床研究的项目 5 项，临床前研究的项目有 16 项。

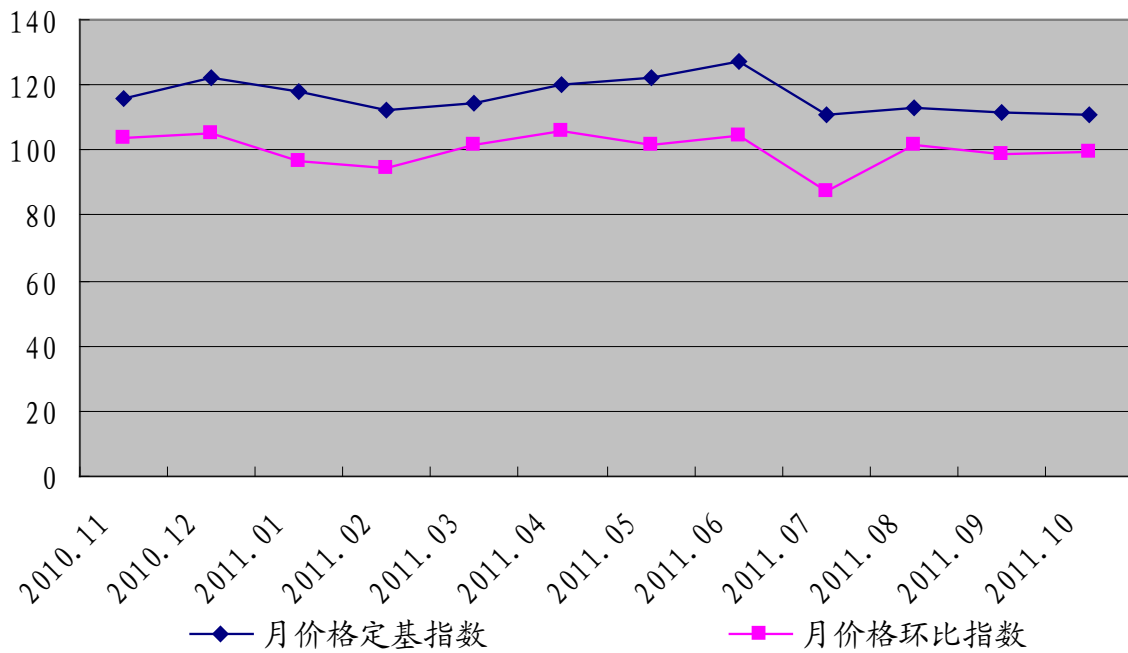
#### 五、积极化解成本上升压力

公司生产所用的原材料主要是三叉苦、金银花、野菊花、红参、当归、茯苓等中药材及白糖，过去的一年里，中药材及白糖价格大幅上涨，于今年 6、7 月份达到高点，公司上半年的净利润受此影响，同比增速大幅下滑。公司单一用量较大的原材料是白糖，年均用量在 3 万吨左右，白糖现货的价格在 7 月末一度达到 7900 元/吨的高点。我们剔除掉白糖等原材料价格上涨的因素，公司上半年净利润的同比增速仍然比较可观。

鉴于中药材价格近几年所表现出来的快速上涨趋势，公司积极调整原材料采购策略，处方药原材料主要由公司自有的药材 GAP 种植基地自给，波动较小，OTC 产品原材料的采购以 2-3 个月为周期，灵活采购，摊低原材料成本。自下半年伊始，中药材及白糖价格纷纷回落，进入下降通道，白糖价格现在稳定在 7000 元/吨以下。结合公司的采购政策，预计原材料成本下滑的利好将于四季度显现，公司第三季度的业绩可能是全年的低点，业绩拐点将在四季度出现。

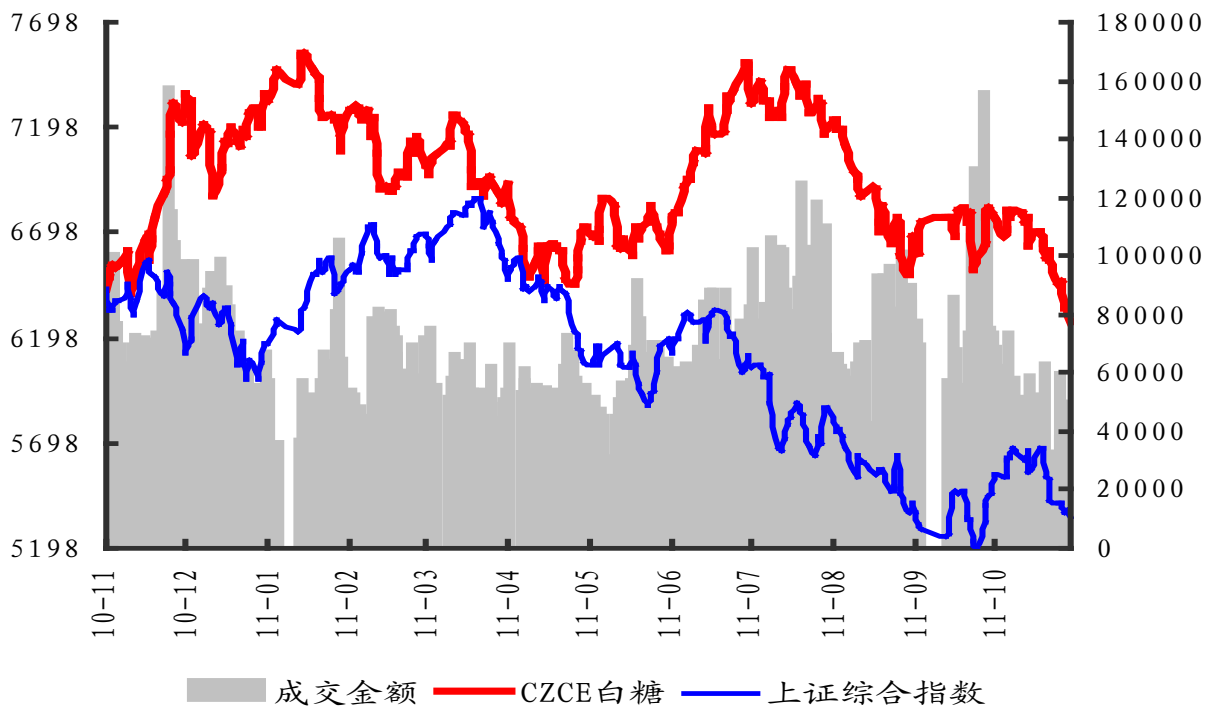
为了有效缓解成本压力，公司继续推动 ERP 系统的建设，优化管理体系，降低管理费用，公司上半年的管理费用率为 6.62%，同比下降了 1.57 个百分点。

图表 32: 中药材价格走势



资料来源: 成都中药材指数网, 中航证券金融研究所

图表 33: 白糖期货价格走势



资料来源: wind, 中航证券金融研究所

## 六、整合已然发力，并购值得期待

公司与华润医药内部的业务整合已经完成，公司已经确定以 40,428 万元的转让价款，收购北药集团持有的本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京北贸 4 家公司 100% 股权，收购完成后，公司的产品线得到了有效的补充。

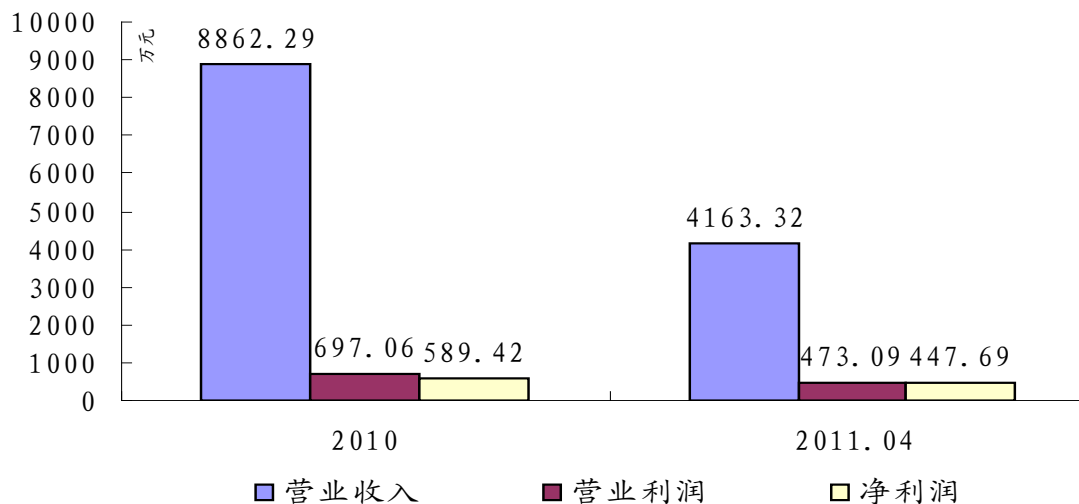
**图表 34：华润三九股权收购明细**

| 标的资产         | 评估值(元)      | 转让价款(元)     |
|--------------|-------------|-------------|
| 本溪三药 100% 股权 | 171,744,500 | 171,744,500 |
| 合肥神鹿 100% 股权 | 134,521,000 | 134,521,000 |
| 双鹤高科 100% 股权 | 87,795,900  | 87,795,900  |
| 北京北贸 100% 股权 | 10,218,600  | 10,218,600  |
| 合计           | 404,280,000 | 404,280,000 |

资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

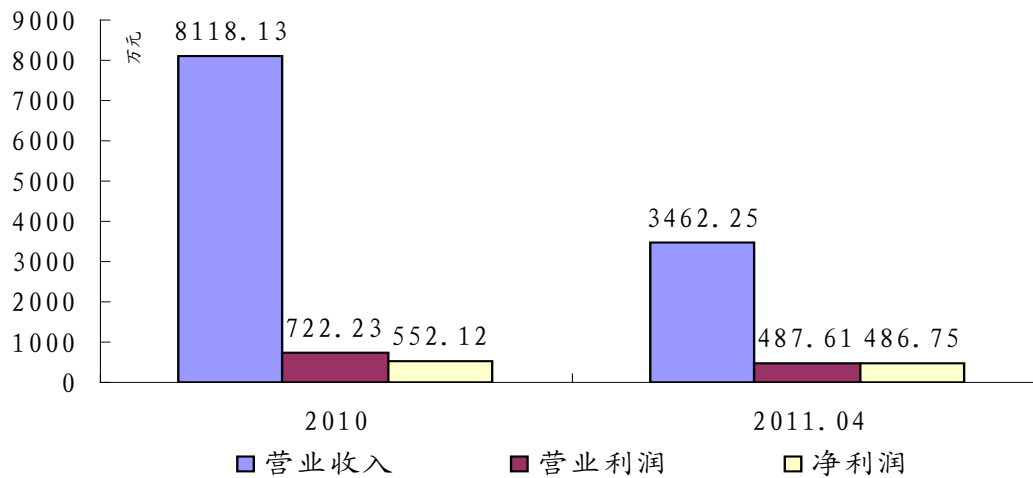
本溪三药为中成药生产制造企业，产品有脾胃、痹症、乙肝、感冒四大系列，经营范围涵盖片剂、硬胶囊剂、颗粒剂、搽剂、凝胶剂、中药提取中药材收购等，共 41 个品种，其中国家中药保护品种 2 个，获得发明专利 4 项，有 8 种产品进入《国家基本药物目录》，19 种产品进入《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。主导产品气滞胃痛颗粒是国家基本药物、医保目录甲类、辽宁省名牌产品。

**图表 35：本溪三药经营概况**



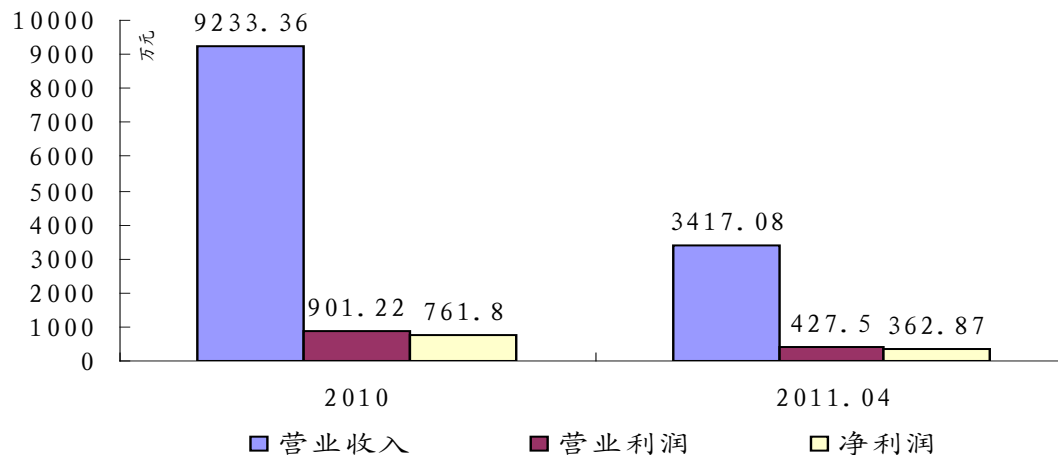
资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

合肥神鹿是以生产中成药为主的专业化中成药企业，经营范围涵盖中成药、保健品的研制、开发、销售及售后服务、收购中药材及原料等。2002 年通过 GMP 认证，目前已成为安徽省产能规模最大的中成药生产企业，具有年产片剂 3 亿片、颗粒剂 600 吨、胶囊剂 1 亿粒的综合生产能力。公司拥有温胃舒、养胃舒、益胆片、儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒、化浊轻身颗粒以及正柴胡饮胶囊等独家产品和国家中药保护品种。其中主导产品温胃舒、养胃舒是目前国内胃药市场上唯一辨证分型、一病两药的药物，被列为国家基本药物目录、国家基本医疗保险药品、国家中药保护品种和国家社保目录乙类。

**图表 36: 合肥神鹿经营概况**


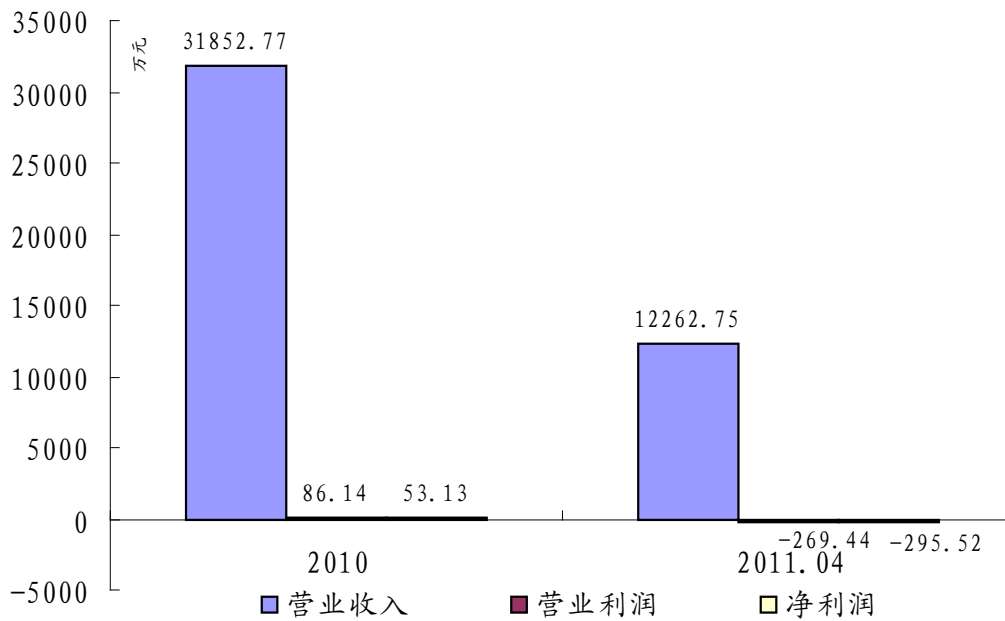
资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

双鹤高科原为北京第四制药厂延庆药厂, 以生产天然药物液体制剂为主, 包括注射液、口服液、糖浆剂等剂型。主要产品舒血宁注射液是国内研制开发最早的银杏叶产品; 治疗肝病的茵栀黄口服液作为独家产品进入 2009 版《国家基本药物目录》; 镇咳祛痰药可愈糖浆进入 2009 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》; 抗癌药去甲斑蝥酸钠注射液(利佳针)曾获国家发明三等奖; 高级天然营养补剂“北京蜂王精”具有 40 余年悠久历史, 远销 50 多个国家和地区; 2008 年新研制的心脑血管用药银杏叶酞剂, 弥补了国内银杏叶制剂在该剂型的空白。

**图表 37: 双鹤高科经营概况**


资料来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

北京北贸成立于 2002 年 12 月 2 日。2007 年 1 月, 北京北贸开始作为北药集团天然药事业部营销平台, 主要负责合肥神鹿、本溪三药的重点产品及双鹤高科的产品销售。

**图表 38: 北京北贸经营概况**


资料来源：公司公告，中航证券金融研究所

至此，华润医药集团内部的中药业务整合已基本完成，华润三九的感冒、胃肠和肿瘤类药物的品类都得到了有效的补充和丰富，并购企业并表之后，能够有效的提升公司业绩，同类产品的协同效应有望带来超预期的收益。未来公司仍会积极的寻找外部的并购对象，丰富公司产品品类，保持自身的竞争力。


**AVIC**



## 七、分产品营业收入预测

根据之前调研了解的信息以及市场的现状，我们对公司最近几年各项业务的收入和毛利率变动情况进行了整理，并据此对公司未来三年的盈利状况作出预测。

**图表 39：公司分产品营业收入及主要财务预测**

|              | 08A     | 09A     | 10A     | 11E     | 12E     | 13E     |
|--------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|
| <b>医药行业</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入（百万元）    | 3352.04 | 4176.61 | 3712.59 | 4256.75 | 5042.24 | 5870.48 |
| 增加额（百万元）     | 459.24  | 824.57  | -464.02 | 654.16  | 665.49  | 818.24  |
| 增长幅度（%）      | 15.87   | 24.60   | -11.11  | 14.66   | 18.45   | 16.43   |
| 毛利率（%）       | 51.45   | 53.86   | 66.88   | 63.15   | 62.56   | 61.53   |
| <b>包装印刷</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入（百万元）    | 288.7   | 311.73  | 343.49  | 378.76  | 417.58  | 458.63  |
| 增加额（百万元）     | -1.67   | 23.03   | 31.76   | 35.37   | 38.82   | 41.05   |
| 增长幅度（%）      | -0.58   | 7.98    | 10.19   | 10.30   | 10.25   | 9.83    |
| 毛利率（%）       | 28.37   | 27.17   | 31.24   | 29.55   | 30.12   | 29.75   |
| <b>医疗服务</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入（百万元）    | 119.67  | 159.27  | 203.17  | 265.74  | 342.03  | 446.86  |
| 增加额（百万元）     | 41.43   | 39.60   | 43.90   | 62.57   | 76.29   | 104.80  |
| 增长幅度（%）      | 52.95   | 33.09   | 27.56   | 30.80   | 28.71   | 30.65   |
| 毛利率（%）       | 30.04   | 27.35   | 25.52   | 25.70   | 25.23   | 25.12   |
| <b>其它业务</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业收入（百万元）    | 555.77  | 179.39  | 83.86   | 119.53  | 115.26  | 126.85  |
| 增加额（百万元）     | 419.33  | -376.38 | -95.53  | 35.67   | -4.27   | 11.59   |
| 增长幅度（%）      | 307.34  | -67.72  | -53.25  | 42.54   | -3.57   | 10.06   |
| 毛利率（%）       | 21.72   | 31.55   | 29.45   | 40.35   | 31.25   | 30.16   |
| <b>其他假设</b>  |         |         |         |         |         |         |
| 营业费用/营业收入（%） | 22.26   | 24.03   | 31.06   | 31.42   | 31.30   | 31.34   |
| 管理费用/营业收入（%） | 7.21    | 7.58    | 8.83    | 6.73    | 7.43    | 7.20    |
| 税率（%）        | 16.27   | 15.80   | 16.92   | 16.44   | 16.49   | 16.54   |

资料来源：中航证券金融研究所，公司年报

## 八、盈利预测和投资评级

我们预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.84 元、0.97 元、1.10 元，对应的动态市盈率分别为 23.48 倍、20.33 倍和 17.93 倍，考虑到华润医药集团内部的资产整合丰富了公司的产品线以及公司未来的并购计划，我们给予公司 26 倍的 PE，目标价 21.84 元，买入评级。

## 九、风险提示

中药材原料和白糖价格上涨；抗生素管理政策收紧；并购业务没有增长。



**图表 40: 盈利预测表**

| 资产负债表          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元        |      |       |       |       | 单位: 百万元         |             |              |              |              |
| 会计年度           | 2010 | 2011E | 2012E | 2013E | 会计年度            | 2010        | 2011E        | 2012E        | 2013E        |
| <b>流动资产</b>    | 3505 | 4291  | 5327  | 6571  | <b>营业收入</b>     | 4365        | 5021         | 5918         | 6905         |
| 现金             | 1731 | 2494  | 3421  | 4410  | 营业成本            | 1686        | 2103         | 2514         | 3005         |
| 应收账款           | 308  | 160   | 198   | 270   | 营业税金及附加         | 21          | 53           | 45           | 56           |
| 其他应收款          | 47   | 15    | 42    | 44    | 营业费用            | 1356        | 1578         | 1852         | 2164         |
| 预付账款           | 115  | 99    | 130   | 159   | 管理费用            | 386         | 338          | 440          | 497          |
| 存货             | 490  | 499   | 615   | 751   | 财务费用            | -15         | -84          | -118         | -158         |
| 其他流动资产         | 813  | 1023  | 921   | 937   | 资产减值损失          | -4          | 11           | 8            | 7            |
| <b>非流动资产</b>   | 2586 | 2579  | 2505  | 2401  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 18   | 20    | 19    | 19    | 投资净收益           | 27          | 1            | 9            | 11           |
| 固定资产           | 1048 | 1176  | 1172  | 1104  | <b>营业利润</b>     | 963         | 1024         | 1185         | 1346         |
| 无形资产           | 1141 | 1150  | 1155  | 1161  | 营业外收入           | 80          | 54           | 59           | 61           |
| 其他非流动资产        | 379  | 233   | 159   | 117   | 营业外支出           | 8           | 10           | 11           | 10           |
| <b>资产总计</b>    | 6091 | 6870  | 7832  | 8972  | <b>利润总额</b>     | 1034        | 1068         | 1233         | 1396         |
| <b>流动负债</b>    | 1573 | 1783  | 2003  | 2265  | 所得税             | 175         | 176          | 203          | 231          |
| 短期借款           | 20   | 30    | 24    | 25    | <b>净利润</b>      | 859         | 893          | 1030         | 1165         |
| 应付账款           | 501  | 531   | 644   | 786   | 少数股东损益          | 1           | 1            | 1            | 1            |
| 其他流动负债         | 1052 | 1222  | 1336  | 1454  | <b>归属母公司净利润</b> | 816         | 824          | 951          | 1075         |
| <b>非流动负债</b>   | 55   | 25    | 30    | 36    | EBITDA          | 1071        | 1065         | 1207         | 1336         |
| 长期借款           | 3    | 2     | 2     | 2     | EPS (元)         | 0.83        | 0.84         | 0.97         | 1.10         |
| 其他非流动负债        | 52   | 22    | 27    | 34    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1627 | 1807  | 2033  | 2302  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 251  | 319   | 398   | 489   | <b>会计年度</b>     | <b>2010</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | <b>2013E</b> |
| 股本             | 979  | 979   | 979   | 979   | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积           | 1350 | 1350  | 1350  | 1350  | 营业收入            | -10.0%      | 15.0%        | 17.9%        | 16.7%        |
| 留存收益           | 1888 | 2419  | 3076  | 3857  | 营业利润            | 8.8%        | 6.4%         | 15.7%        | 13.5%        |
| 归属母公司股东权益      | 4213 | 4743  | 5401  | 6182  | 归属于母公司净利润       | 15.0%       | 1.0%         | 15.3%        | 13.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 6091 | 6870  | 7832  | 8972  | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 毛利率(%)          | 61.4%       | 58.1%        | 57.5%        | 56.5%        |
|                |      |       |       |       | 净利率(%)          | 18.7%       | 16.4%        | 16.1%        | 15.6%        |
|                |      |       |       |       | ROE(%)          | 19.4%       | 17.4%        | 17.6%        | 17.4%        |
|                |      |       |       |       | ROIC(%)         | 32.2%       | 33.6%        | 40.6%        | 46.9%        |
|                |      |       |       |       | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 资产负债率(%)        | 26.7%       | 26.3%        | 26.0%        | 25.7%        |
|                |      |       |       |       | 净负债比率(%)        | 2.82%       | 2.43%        | 1.94%        | 1.82%        |
|                |      |       |       |       | 流动比率            | 2.23        | 2.41         | 2.66         | 2.90         |
|                |      |       |       |       | 速动比率            | 1.91        | 2.12         | 2.35         | 2.56         |
|                |      |       |       |       | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 总资产周转率          | 0.74        | 0.77         | 0.80         | 0.82         |
|                |      |       |       |       | 应收账款周转率         | 6           | 10           | 15           | 13           |
|                |      |       |       |       | 应付账款周转率         | 3.56        | 4.08         | 4.28         | 4.20         |
|                |      |       |       |       | <b>每股指标(元)</b>  |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | 每股收益(最新摊薄)      | 0.83        | 0.84         | 0.97         | 1.10         |
|                |      |       |       |       | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.87        | 1.03         | 1.14         | 1.15         |
|                |      |       |       |       | 每股净资产(最新摊薄)     | 4.30        | 4.85         | 5.52         | 6.32         |
|                |      |       |       |       | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
|                |      |       |       |       | P/E             | 23.66       | 23.42        | 20.30        | 17.96        |
|                |      |       |       |       | P/B             | 4.58        | 4.07         | 3.57         | 3.12         |
|                |      |       |       |       | EV/EBITDA       | 17          | 17           | 15           | 13           |

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

## 投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下:

- 买入 : 预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平, 股价绝对值将会上涨。  
持有 : 预计未来六个月总回报与综合指数增长相若, 股价绝对值通常会上涨。  
卖出 : 预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平, 股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下:

- 增持 : 预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。  
中性 : 预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。  
减持 : 预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数, 是指该股票所在交易市场的综合指数, 如果是在深圳挂牌上市的, 则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准, 如果是在上海挂牌上市的, 则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

## 分析师简介

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511010008, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事消费行业的研究。

## 分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师, 在此申明, 本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦(518000)

公司网址: [www.avicsec.com](http://www.avicsec.com)

联系电话: 0755-83692635

传真: 0755-83688539

### 免责声明:

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示, 否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权, 不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用, 并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议, 而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠, 但中航证券并不能担保其准确性或完整性, 而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任, 除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑, 本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易, 向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意, 及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。