

华润三九 (000999.SZ)

中药行业

评级: 增持 维持评级

公司研究

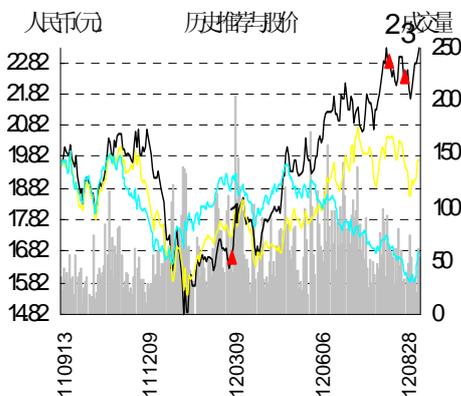
市价(人民币): 23.27元

## 品牌与渠道兼备, 打造 OTC 行业领导者;

长期竞争力评级: 高于行业均值

### 市场数据(人民币)

已上市流通 A 股(百万股)	355.24
总市值(百万元)	227.79
年内股价最高最低(元)	23.28/14.82
沪深 300 指数	2326.67
深证成指	8769.54



### 相关报告

1. 《业绩增长延续;》, 2012.8.9
2. 《成本压力缓解,业绩增长提速;》, 2012.4.27
3. 《收入较快增长,成本压力有望缓解;》, 2012.3.12

叶苏

联系人  
(8621)60753906  
yesu@gjzq.com.cn

李敬雷

分析师 SAC 执业编号: S1130511030026  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号: S1130511030028  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

### 公司基本情况(人民币)

项目	2010	2011	2012E	2013E	2014E
摊薄每股收益(元)	0.834	0.777	1.035	1.257	1.498
每股净资产(元)	4.30	4.64	5.49	6.23	7.53
每股经营性现金流(元)	0.87	0.98	0.30	1.54	1.76
市盈率(倍)	30.65	28.02	22.20	18.29	15.35
行业优化市盈率(倍)	54.88	33.60	31.39	31.30	31.30
净利润增长率(%)	15.01%	-6.81%	33.29%	21.39%	19.18%
净资产收益率(%)	19.37%	16.73%	18.87%	20.16%	19.89%
总股本(百万股)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90

来源: 公司年报、国金证券研究所

- 报告目的: 结合国金医药 9 月份策略, 在“防守应对折腾态势延续、择机布局三季度成长股”思路的推荐组合基础上, 我们补充推出几个低估值补涨股的深度报告, 第一篇是华润三九。

### 投资逻辑

- 公司发展战略清晰, 拥有强大的品牌优势和渠道营销能力: 公司定位于华润集团的医药制造板块, 将资源集中在 OTC, 中药处方药、中药配方颗粒及抗生素普药四大类, 致力于打造成为 OTC 行业的领导者和中药处方药行业的创新者;
- OTC 行业领导者: 公司在 7 大 OTC 领域均有涉及, 且在各自的领域内具有强势品牌地位, 通过品类规划, 借助全国的营销渠道, 促进销售增长和行业集中度提升;
- 中药处方药高增长: 公司的中药处方药以注射剂为主, 适应症主要集中在心脑血管和抗肿瘤领域, 主要包括参附注射液、参麦注射液、香丹注射液、鱼腥草注射液、华蟾素等。其中参附注射液和华蟾素为独家, 整体销售增长迅速;
- 中药配方颗粒受益于行业保护: 从行业长期角度看, 颗粒替代饮片将是趋势。目前受制于产能问题, 增长可能略低于行业平均增速, 明年新厂房陆续投产释放产能, 全部投产之后整体产能将翻番, 解决目前的产能瓶颈问题。短期内配方颗粒行业仍然是寡头竞争的格局, 公司具有品牌优势。

### 投资建议

- 我们认为公司未来 OTC 品种越来越丰富, 通过品类规划打造 OTC 市场的领导者, 并逐步构建感冒、皮肤、胃肠、止痛、骨科等多领域的领先地位和中药处方药行业创新者。目前股价对应 2012 年 PE22 倍, 维持“增持”投资评级。

### 估值

- 我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 1.035 元、1.257 元和 1.498 元。

### 风险

- 中药材价格波动; 中药注射剂不良反应的风险。

## 内容目录

依托华润集团，打造 OTC 行业领导者和中药处方药创新者 .....	4
华润集团中药制造板块 .....	4
聚焦医药主业，辅以多元化发展 .....	4
品牌优势+渠道营销是公司地位稳固的根基 .....	6
OTC 领域积淀了高水平的营销能力 .....	6
“999”品牌基础深入人心 .....	6
渠道覆盖全国，营销优势显著 .....	7
四大业务板块：OTC、中药配方颗粒、中药处方药和抗生素普药 .....	8
OTC 板块：具有品类齐备的产品群，市场引领者 .....	9
中国市场是全球最具潜力的 OTC 市场 .....	9
OTC 行业感冒类、胃肠类用药为主，华润三九是 OTC 重点企业之一 .....	10
感冒家族市场空间仍然很大 .....	11
皮肤外用家族品类规划进行时，进入新的成长阶段 .....	13
胃肠用药继续挖掘市场 .....	15
中药配方颗粒：行业景气，寡头竞争发展机遇好 .....	16
中药处方药：注射剂高成长 .....	18
抗生素普药：辅助发展，增速较慢 .....	20
盈利预测与投资建议 .....	20
附录：三张报表预测摘要 .....	23

## 图表目录

图表 1：华润医药集团业务板块 .....	4
图表 2：公司历年收入 .....	5
图表 3：公司历年净利润 .....	5
图表 4：收入构成 .....	5
图表 5：利润构成主要来自医药制造 .....	5
图表 6：医药板块历年收入 .....	5
图表 7：“999”系列产品深入人心 .....	7
图表 8：公司业务板块聚焦于医药制造 .....	9
图表 9：中国 OTC 终端市场规模 .....	10
图表 10：OTC 用药领域分布 .....	11
图表 11：2012 年中国重点 OTC 企业 .....	11
图表 12：OTC 感冒药市场规模超过 200 亿 .....	12
图表 13：三九系列感冒药市场份额第一 .....	12
图表 14：三九感冒家族细分市场定位清晰 .....	13

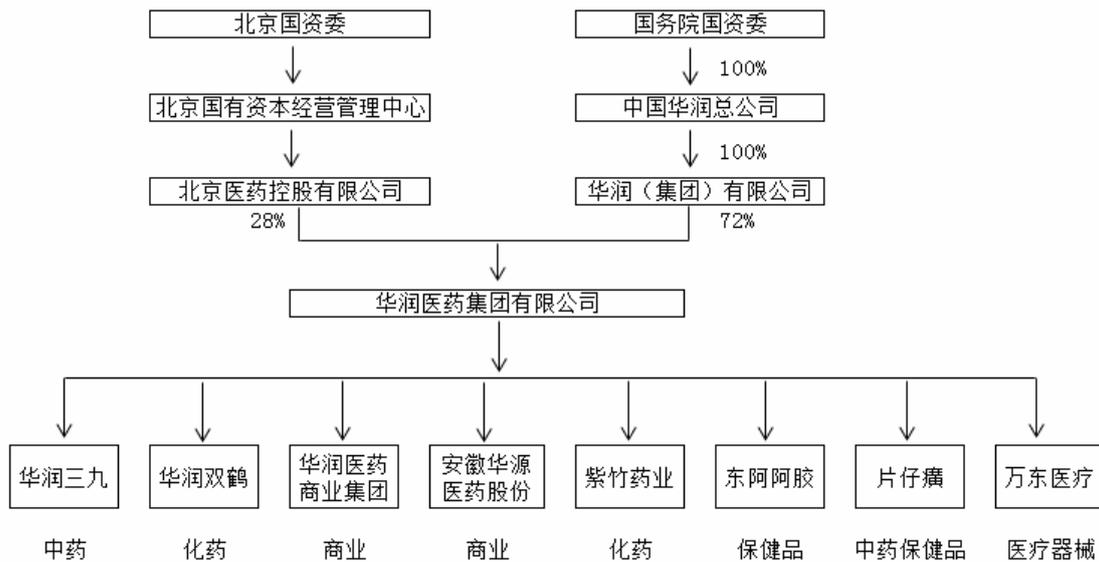
图表 15: 皮肤用药市场规模.....	14
图表 16: 皮肤用药市场格局.....	14
图表 17: 顺峰的曲咪新在零售终端具有绝对优势.....	15
图表 18: OTC 胃肠用药市场规模已经达到 100 多亿.....	16
图表 19: 胃肠、消化类中成药主要品种.....	16
图表 20: 部分中药配方颗粒示例.....	17
图表 21: 中药饮片收入规模已经达到 800 多亿.....	17
图表 22: 中药饮片主营业务利润.....	17
图表 23: 中药配方颗粒生产企业.....	18
图表 24: 公司主要中药注射剂品种.....	19
图表 25: 参麦市场份额最高.....	19
图表 26: 华蟾素销售增速提升.....	20
图表 27: 公司的主要抗生素品种.....	20
图表 28: 盈利预测.....	22

## 依托华润集团，打造 OTC 行业领导者和中药处方药创新者

### 华润集团中药制造板块

- 华润三九是大型国有控股医药上市公司，主要从事医药产品的研发、生产、销售及服务，前身为深圳南方制药厂，上个世纪以三九胃泰、三九感冒灵等产品创造了辉煌的历史和深厚的品牌基础；2000 年在深交所挂牌上市，2007 年正式进入华润集团，公司从此迈入新的发展阶段。
- 公司定位于华润集团的医药制造板块，2008 年起，先后剥离了房地产、食品、医药分销、零售等非主营业务，将资源集中在医药板块，大力发展 OTC、中药处方药、中药配方颗粒及抗生素普药四大业务，致力于打造成为 OTC 行业的领导者和中药处方药行业的创新者。
- 华润医药集团是我国医药领域的巨头之一，在国内具有龙头的地位，集团涵盖医药制造、医药商业各个板块，医药制造板块包括中药、化学药、医疗器械、药品保健品几乎所有医药细分领域。华润三九作为华润医药集团的中药平台，具有重要的战略地位。
- 在华润医药集团的支持下，公司一方面积极整合华润医药内部的中药业务资源，2011 年将北京医药集团的辽宁本溪三药、合肥神鹿双鹤药业、北京双鹤高科天然药物、北京北贺天然药物四家公司纳入体内；另一方面寻求外部并购标的，集中精力打造医药四大业务板块。

图表1：华润医药集团业务板块



来源：公司网站 国金证券研究所

### 聚焦医药主业，辅以多元化发展

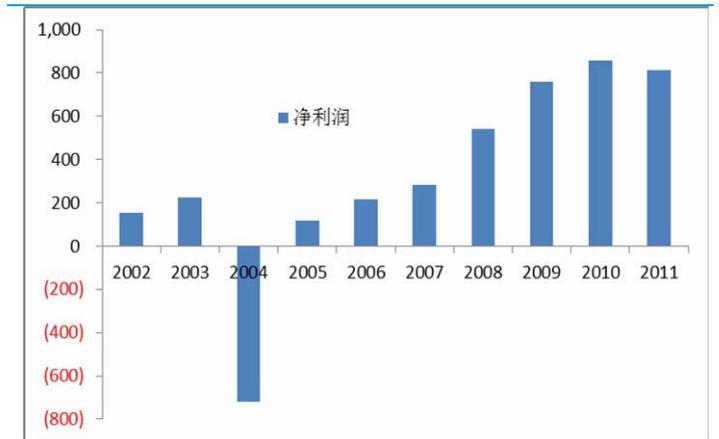
- 公司收入和利润均以医药工业为主：2011 年公司营业总收入 55 亿，其中制药板块收入 47 亿，归属母公司净利润 7.6 亿；医药工业贡献了 85% 的收入和 93% 的利润。
- 上市十多年以来，公司的整体经营以平稳增长为主，历史上由于集团盲目的多元化扩张导致债务风险加大，造成部分年份经营出现波动。2008 年以来，华润入主后，非医药业务逐步剥离，盈利能力有了比较明显的提升。目前公司的业务板块中还有包装印刷、贸易、医疗服务等，未来重点将聚焦于核心医药资产。

图表2: 公司历年收入

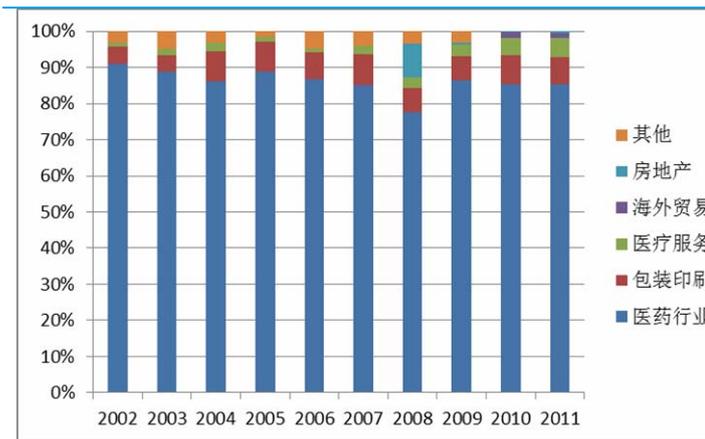


注: 2010年剥离医药商业, 合并总收入下降。单位: 百万元。来源: 公司年报 国金证券研究所

图表3: 公司历年净利润

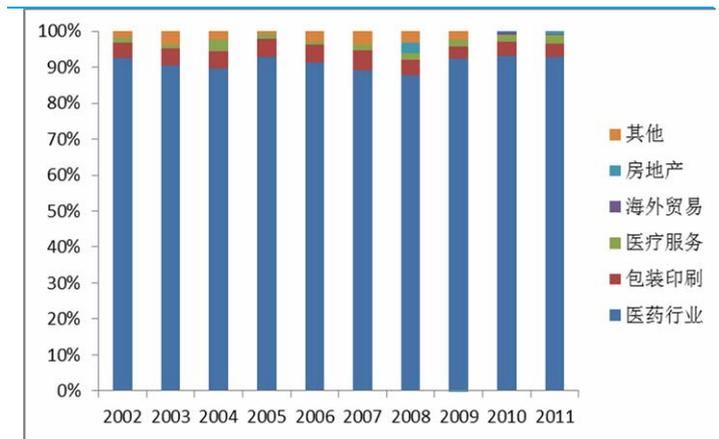


图表4: 收入构成

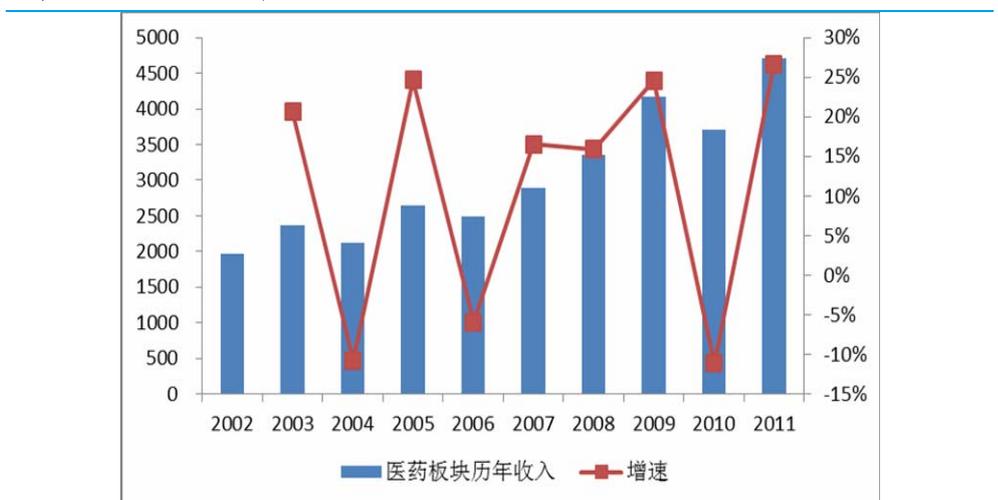


来源: 公司年报 国金证券研究所

图表5: 利润构成主要来自医药制造



图表6: 医药板块历年收入



来源: 公司年报 国金证券研究所

## 品牌优势+渠道营销是公司地位稳固的根基

### 背景雄厚的管理层值得信赖

- 曾经的三九医药创造过辉煌的历史，30年前的南方制药厂发展成为国内大型综合性的医药集团，在市场的历练中培养了一批适应市场竞争环境的高级管理人员。
- 公司的高级管理人员大多来自企业内部，在三九服务多年，具备丰富的基层工作管理经验，对企业内部经营和外部机遇有着敏锐的觉察力。
- 三九高效的管理能力充分调动全国各地生产企业的获利，将遍布全国的子公司管理的井井有条，充分调动全国的渠道资源，建立了一个全国性的渠道，为 OTC 的分销奠定基础；生产、营销、研发各个环节各司其职，内部运作非常畅通。
- 华润入主三九之后，背靠央企的强大支持，度过多元化扩张带来的阵痛之后，管理层的潜力再度发掘出来，成为少有的既有国企背景、又具备灵活机制的医药企业。
  - 华润入主不仅解决了历史遗留的巨额债务，同时管理层将三九的产业定位在医药制造和销售，运作成为中药平台，未来发展路径非常清晰。三九获得了更多政策上的支持，不仅包括产品运作支持，在收购兼并方面也具有了更多的战略扶持，资金方面也有一定的保障。

### OTC 领域积淀了高水平的营销能力

- 我们在前期《OTC 行业深度研究报告——品牌制胜、终端为王》的研究中发现，OTC 药品消费行为具有被动性和谨慎性，消费行为决定了营销是 OTC 企业最重要的环节。对于 OTC 企业而言，核心竞争力主要体现在营销管理上，同时要结合考虑品牌、渠道和产品来综合评价 OTC 企业的竞争力。
- 从营销的几个方面看，三九具有全面而高水平的营销能力。无论是品牌运作、渠道管理还是产品细分，公司均有很强实力，也构建了公司区别于其他 OTC 企业的核心竞争力。

### “999”品牌基础深入人心

- 品牌是 OTC 企业的核心竞争力之一。因为 OTC 企业的门槛相对低，而且竞争激烈，OTC 企业的品牌力比处方药企业更显著。品牌药制药企业可以强势到独占价值量所有利润，甚至让零售补贴。
- 品牌能够促成消费，重复的消费也会加强品牌的形成。品牌 OTC 药物在终端提及率高，对品牌的信任有助于转化为强势购买力。尤其是在不断的爆发药品质量安全事故之后，消费者对品牌的信赖度大大加强。
- 强势品牌药品能够成为药店“不可或缺”的产品，直接与顾客建立稳定关系，影响消费者的关系和态度，提供具有显著差异化的竞争，并能持续的保持品牌忠诚度，还能够打破国家和市场区域的限制，带来超额收益。“999”品牌已经具备了这样强势的影响力。
- 广告在品牌知名度的建设中功不可破，广告也是企业进行促销的有效手段，成功的广告诉求能够快速激发消费者的购买欲。公司通过有效的广告诉求和合适的产品定位，先后打造了三九胃泰、三九感冒灵、三九皮炎平等品牌产品，以三九感冒灵为例，通过“中西结合疗效好”在竞争激烈的感冒药市场中占据一席之地。
- 公司的品牌基础非常雄厚。在三九胃泰、三九感冒灵、三九皮炎平等品牌产品的影响下，“999”品牌已经深入人心，成为 OTC 领域首屈一指的品

牌，多次被国家权威机构评为“中国最高认知率商标”、“中国最有价值品牌之一”。

- 近期，由世界第二大传播服务集团 WPP 发布的《2012 中国最具价值品牌 TOP50 强榜单》中，“999”品牌再度入选其中。此次共有“999”、云南白药、同仁堂 3 个医药品牌入选。

图表7: “999”系列产品深入人心



来源：公司网站 国金证券研究所

### 渠道覆盖全国，营销优势显著

- 在营销设计上，三九医药公司是最主要的销售平台，设有 OTC、处方药、抗生素几大事业部，合计销售人员 2800 多名。在营销渠道上，公司实行二级经销商制度，商业网络覆盖全国。现有的合作伙伴基本涵盖了国内最优质的医药商业资源，覆盖终端零售药店 6 万多家和国内重点城市绝大多数大中型医院。
- 公司对于营销的管理涉及对营销人员的管理、终端维护、销售反馈等内容，始终把握对渠道的控制，营销人员直接保持对终端的跟踪和维护，对流通环节各个环节的价格实行严格控制，保证经销商合理的利润率，对终端药品价格实行较为严格的维护，尽可能避免终端拦截，实现价值最大化。
- 公司高水平的渠道建设和营销能力是产品成功的关键，通过对渠道的超强把控能力，感冒灵系列产品销售过 10 亿，十多个产品年销售额过亿元，在营销方面已经建立了统一的标准控制体系。

### 成功的细分市场品类规划运作经验

- 差异化的定位，能够挖掘出新的市场机会，本身与品牌的塑造紧密结合。基于庞大的消费人群，在中国任何一个细分市场都是长尾，清晰精确的定位更易获得成功。
- 公司的多个“999”品牌都是在差异化的市场细分中取得巨大的成功。公司现有丰富的 OTC 产品群，对于品类的市场细分尤为重要，既要避免竞争，又要优势互补。

- 在公司对于感冒类产品的运作上，针对细分市场推出的小儿感冒系列产品，通过深度挖掘市场，小儿系列增速迅速。皮肤药品类的规划也正在进行，顺峰的多个品种纳入皮肤大类，公司已经基本具备了抗过敏、抗真菌、皮质激素等全产品线，通过准确的市场细分和优势互补，深度挖掘 OTC 市场。
- 从公司对于 OTC 的战略规划来看，市场细分将是公司持续进行品种补充、品类规划和营销策划的关键。

#### 研发与并购双行，丰富产品细分品类

- 由于公司定位以 OTC 业务为主，OTC 业务销售体量大，研发投入占销售额的比例偏低，每年研发投入比约为 2%，2011 年研发支出 1.13 亿，比上年同期增长 39%，未来公司的研发投入会加大，陆续开展核心品种关键药材资源、成分、种植、替代研究，并进行一些新产品的开发。
- 公司积极的寻找合适的并购标的，从外购收购已经上市的品种，并整合到公司现有销售体系中，细分品类不断丰富，并进一步推动该品种的销售增长。
  - 2009 年收购安徽金蟾生化股份有限公司，将华蟾素纳入营销渠道，实现了主导品种的再次增长。
  - 2011 年公司完成了对辽宁本溪三药有限公司、合肥神鹿双鹤药业有限责任公司、北京双鹤高科天然药物有限责任公司、北京北贸天然药物经营有限责任公司四家公司 100% 股权的收购，获得了胃肠、心脑血管等领域的多个优质品种。
  - 2012 年上半年，公司顺利完成对顺峰药业的收购，极大提升了公司在皮肤用药领域的地位，补充了皮肤抗真菌、抗痤疮、皮质激素、抗银屑病、护肤等数十个品种，建立公司在抗真菌细分领域的市场地位。

#### 四大业务板块：OTC、中药配方颗粒、中药处方药和抗生素普药

- 公司目前已经制定了清晰的发展战略，定位于成为 OTC 市场的引领者和中药处方药市场的创新者，辅助发展特色中药配方颗粒和普药抗生素。
  - OTC 是公司的支柱，产品几乎涵盖 OTC 行业的各个领域，以消费者为导向，构建感冒、皮肤、胃肠三大品类的领导地位，关注止痛、妇科、骨科、止咳和喉科等重点品类。公司未来将继续通过品类规划的方式，深入挖掘各领域的细分市场。
  - 中药配方颗粒是中药现代化发展起来的特色医药产业，增速非常快。中药配方颗粒发展历史很短，目前处于发展初期，仅几家试点企业进行生产，行业标准的建立正在进行中，公司是行业标准制定者之一。由于不需要煎煮、服用方便，日韩、台湾等地均广泛使用。中药配方颗粒的发展前景非常乐观。
  - 中药处方药业务以中药注射剂为主，产品主要是心脑血管和抗肿瘤领域，主要产品参附注射液、参麦注射液、生脉注射液、香丹注射液、鱼腥草注射液等。
  - 公司的抗生素产品主要是头孢类抗生素产品，整体规模不大，主要作为辅助发展。

图表8: 公司业务板块聚焦于医药制造

	领域	细分产品/业务	
医药制造	OTC	感冒	三九感冒灵系列 复方感冒灵片 感冒清热颗粒
		胃肠用药	三九胃泰系列 保和丸 补脾益肠丸 温胃舒、养胃舒
		皮肤外用	三九皮炎平系列 顺峰康王系列
		妇科用药	八珍益母丸 归芍调经片 乌鸡白凤丸
		止咳化痰	强力枇杷露 小儿止咳糖浆等
		解热镇痛	复方氨酚烷胺胶囊 清热解毒口服液等
		咽喉用药	咽炎片 牛黄上清片等
		其他	补益调理药 祛邪正体药
	免煎中药	100多个品种	
	处方药	中药注射剂为主	参麦注射液 参附注射液 华蟾素 生脉等
普药	抗生素为主	头孢类抗生素等	
医疗服务	医疗服务	三九脑科医院 深圳三九医院有限公司	
包装印刷	包装印刷	九辉实业	
		九星印刷	
其他	其他业务	海外贸易等	

来源: 公司资料 国金证券研究所

## OTC 板块: 具有品类齐备的产品群, 市场引领者

### 中国市场是全球最具潜力的 OTC 市场

- 中国 OTC 市场是全球发展最快的市场之一, 从 2000 年药品分类制度正式实施以来, OTC 行业市场规模增长了 6 倍, 终端规模在 1500 亿左右, 约占中国整体医药市场的 24% 和全球 OTC 市场的 7%。
- 中国 OTC 行业的销售额年均增长 15-20%, 略低于整体药品市场增速, 但远高于世界 OTC 行业发展增速 (3% 左右)。基于中国庞大的消费人群, OTC 药品需求持续增长, 预计到 2020 年中国有可能成为全球最大的 OTC 药品销售市场之一。
- OTC 行业具有稳定长足的发展根基。因其相对简单的审批、生产和营销, OTC 行业增长的首先来自于内生性的需求增长, 而自我药疗意识的提升、社区医疗体系的建立完善则给行业提供长期发展的动力。

图表9: 中国 OTC 终端市场规模



来源: 《中国非处方药行业发展蓝皮书》 国金证券研究所

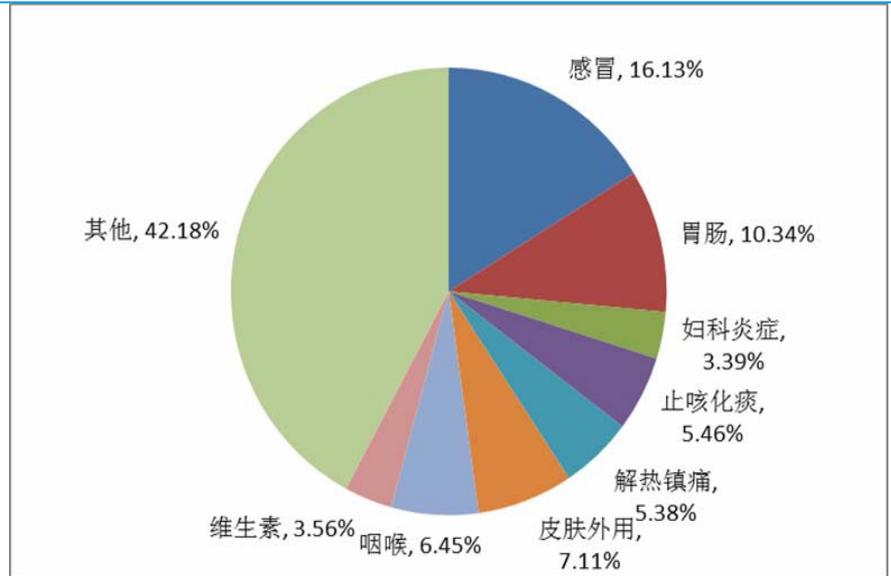
### 自我药疗意识提升推动国内 OTC 行业发展

- 根据中国非处方药物协会 2008 年的一项调查, 中国居民对 OTC 的认识在不断提高, 认知率从 2003 年的 32% 提高到 45%。中国的自我药疗比例最高的病症是感冒, 占常见病症的 89%, 意味着众多中轻度感冒的目标消费者不再去医院治疗, 优先选择到药店购药。
- 中国现有 2.6 亿慢性疾病患者, 每年新增 1 千万人, 在死亡病例中, 约有 80% 是由于慢性疾病而导致的死亡。多数慢性病都可以通过合理的使用 OTC 药物进行自我药疗。随着民众自我药疗意识的提升, OTC 行业的发展机遇逐步体现。
- 目前中国 OTC 市场的二元结构明显, 农村市场潜力大。我国城乡人均药品消费量差异非常大, 在药品实际开支上, 城镇居民花费相当于农村居民的 7 倍。农村居民对于自我药疗的需求非常大, 消费者会优先选择自行购药, 万不得已才上医院。但由于农村 OTC 药品市场的培育和发展相对滞后, 市场的潜力大。

### OTC 行业感冒类、胃肠类用药为主, 华润三九是 OTC 重点企业之一

- 中国 OTC 药品零售终端主要由解热镇痛、感冒 (感冒、止咳化痰、咽喉)、胃肠、皮肤、过敏炎症几个大类构成。
- OTC 作为感冒用药的主导地位难以改变, 我国自我药疗比例最高的常见病症是感冒, 其次是胃肠用药。感冒药市场规模已经超过 200 亿, 胃肠用药市场规模过 100 亿。
  - 从行业增速看, 感冒类相关领域依然是 OTC 行业的主导。行业增速较快的领域: 感冒药 (21%)、止咳化痰 (20%)、咽喉 (20%)、解热镇痛 (16%)。从广义上说, 这些都以广义感冒相关。
  - 我们认为, 未来 OTC 行业中具备较大发展潜力的仍然是集中感冒相关领域 (市场和增速两者兼备)。

图表10: OTC 用药领域分布



来源: 中国非处方药物行业协会 国金证券研究所

- 我国 4000 家药品制剂生产企业中, 大部分企业都可以生产非处方药, 具有普及性; 全球医药著名 OTC 企业也纷纷加入中国 OTC 市场的竞争之列, 品牌企业有优势。根据中国非处方药物协会的统计, 华润三九整体销售规模位居 OTC 行业第二。

图表11: 2012 年中国重点 OTC 企业

排名	企业名称	排名	企业名称
1	哈药集团有限公司	11	马应龙药业集团股份有限公司
2	华润三九医药股份有限公司	12	上海强生制药有限公司
3	仁和(集团)发展有限公司	13	拜耳医药保健有限公司上海分公司
4	西安杨森制药有限公司	14	滇虹药业集团股份有限公司
5	惠氏制药有限公司	15	天津天士力医药营销集团有限公司
6	扬子江药业集团	16	海南快克药业有限公司
7	中美天津史克制药有限公司	17	东北制药集团股份有限公司
8	云南白药集团股份有限公司	18	广西金嗓子有限责任公司
9	江中药业股份有限公司	19	西藏奇正藏药股份有限公司
10	浙江康恩贝制药股份有限公司	20	中美上海施贵宝制药有限公司

来源: 中国非处方药物行业协会 国金证券研究所

### 感冒家族市场空间仍然很大

- OTC 是感冒用药的主要市场, 我国自我药疗比例最高的症状即为感冒。感冒患者的第一选择是先到药店自行购药。同时感冒治疗对临床医生的依赖性很小, 几乎不存在医院药房的分流效应,
- 感冒药细分市场众多, 患者在购药选择时具有多样化的需求。无论是西药角度的病毒性感冒、流行性感冒、细菌性感染, 还是中医层面的风寒感冒或者风热感冒, 对于药品的需求种类纷呈。OTC 市场可以提供多样的感冒药, 未来仍然会是中轻度感冒患者首选的渠道。
- 感冒药市场规模大, 规模超过 200 亿, 随着发病率和就诊率的提升, 市场规模保持持续的增长, 并且增速快于 OTC 其他品类。由于大气污染、吸烟、工业发展带来理化物质、生物因子的吸入, 以及病毒和细菌的变异和毒力增加等因素, 上呼吸道感染的发病率在增加。

图表12: OTC感冒药市场规模超过200亿

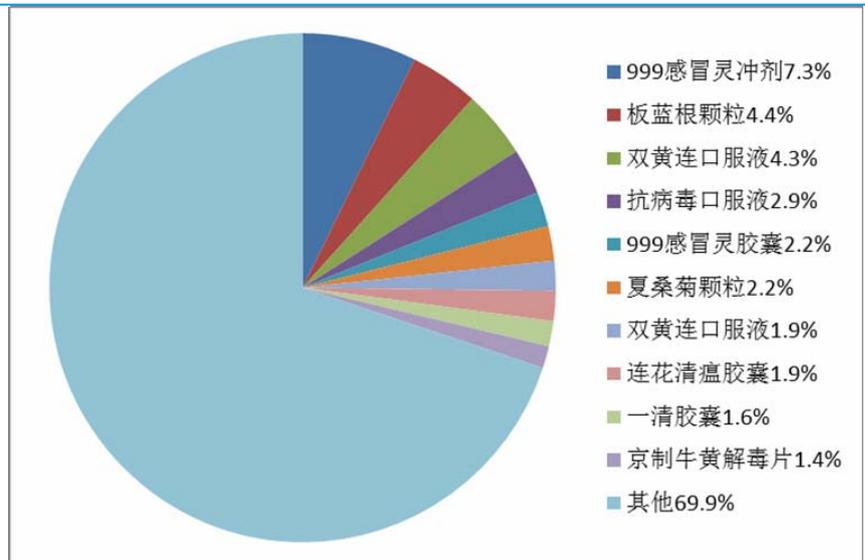


来源:《中国非处方药行业发展蓝皮书》国金证券研究所

### 三九感冒灵系列产品位列感冒中成药市场份额第一

- 公司的三九感冒灵系列具有很高的品牌认知率和市场占有率，在中药类感冒药市场中排名第一，约占市场份额的 10%（包含冲剂和胶囊剂型）。整个感冒药领域化学药和中药的占比约为 6:4，未来中药和中西结合的品种仍然具有较大的市场空间。
- 化学药见效快，作用持久，符合现代快节奏的生活方式；中药与化学药相比，尽管起效慢，但是副作用小，随着人们健康越来越重视，追求副作用小成为必然，中药在治疗方面有着独特的效果，未来中药及中西结合的品种会获得更多消费者的认可。

图表13: 三九系列感冒药市场份额第一

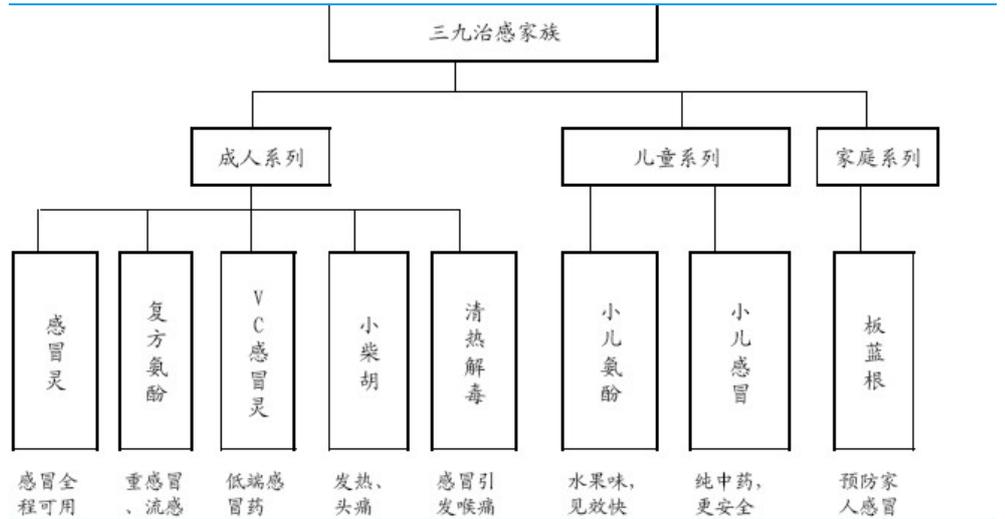


来源:《中国非处方药行业发展蓝皮书》国金证券研究所

**准确市场定位和深度精准营销，三九感冒家族产品线逐步完备**

- 公司在 2007 年开始进行感冒药的品类规划，导入了小儿感冒灵、小儿止咳糖浆、强力枇杷露、复方氨酚烷胺等，填补了在感冒咳嗽类药物细分市场的空白，从单个产品延伸出了立体的产品体系。
- 感冒药产品体系得到丰富和充实后，扩大了公司品牌在市场上的影响力和知名度。另一方面挖掘出了新的利润增长点，近几年三九的儿童感冒药（小儿感冒灵和小儿氨酚黄那敏颗粒）和强力枇杷露等增长迅速。
- 目前感冒药的大品牌集中在成人用药领域，儿童感冒药市场竞争程度较为缓和。与成人用药相比，医生和患儿家长更加看重品牌，三九的儿童感冒药仍处在迅速成长的阶段。

**图表14：三九感冒家族细分市场定位清晰**



来源：公司资料 国金证券研究所

**皮肤外用药品家族品类规划进行时，进入新的成长阶段**

- 皮肤外用药品市场规模在 80 亿左右，平均年增长率 15%。按病种可细分为银屑病、抗过敏、抗真菌、皮质激素等几类。其中抗真菌和抗过敏分别是 OTC 和医院用药比较大的细分市场。

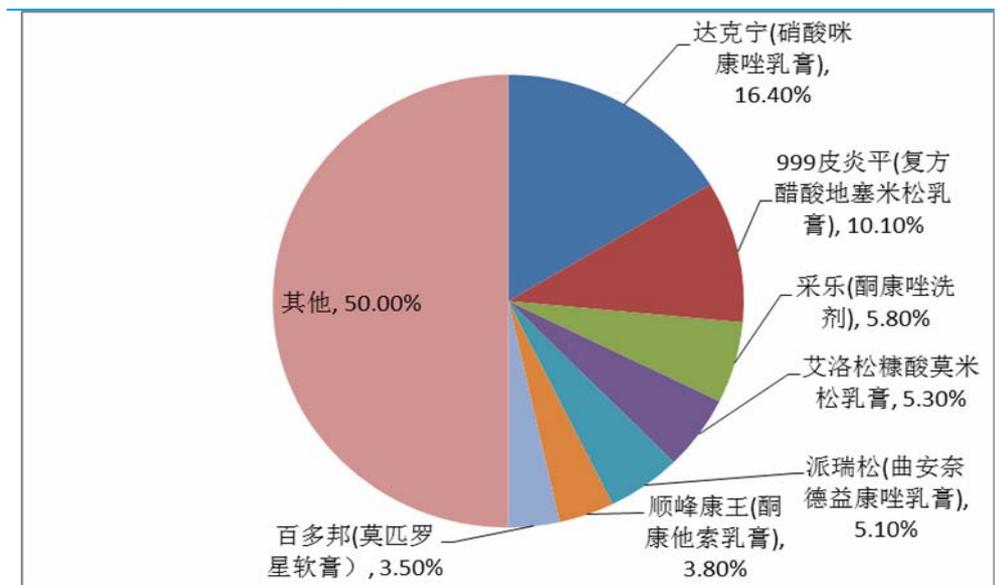
图表15: 皮肤用药市场规模



来源: 《中国非处方药行业发展蓝皮书》 国金证券研究所

- 皮肤用药集中度很低, 其中以化学药为主, 有 500 多个品种, 其中化学药 400 多种, 中成药 100 种, 生产厂家也众多, 市场份额较大的产品主要是达克宁、皮炎平、采乐、艾洛松等。
- 公司原有皮肤用药系列以激素类三九皮炎平为主。皮炎平的销售规模比较大, 市场份额高, 增速相对平缓。皮炎平是消炎、止痒和抗过敏的激素类皮肤用药, 不适合真菌及细菌感染引起的皮肤病。酮康唑软膏是抗真菌用药, 对皮肤真菌具有抑制和杀灭力, 市场主要由西安杨森占领, 公司市场份额较低。

图表16: 皮肤用药市场格局

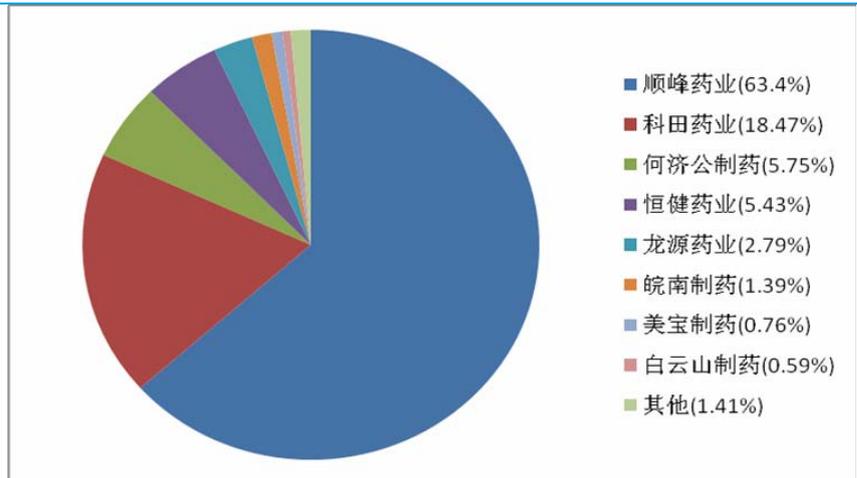


来源: 《中国非处方药行业发展蓝皮书》 国金证券研究所

顺峰注入, 期待皮肤用药品类再上新台阶

- 品类规划进行时，今年上半年顺峰注入以后，公司启动了皮肤用药的归类规划，将极大提升公司在皮肤用药领域的地位。
  - 华润三九在皮肤用药领域有 999 皮炎平和 999 优诺平等品种，顺峰注入极大丰富公司在皮肤用药领域的产品线，快速建立公司在抗真菌细分领域的市场地位；并购完成后，顺峰药业将成为成华润三九皮肤药生产基地。
  - 顺峰药业是国内品种最齐全的皮肤类外用专业企业之一，产品包括抗真菌、抗痤疮、皮质激素、抗银屑病、抗生素、消炎镇痛、护肤、护发、美容类 120 多种，拥有顺峰康王（酮康他索乳膏）、顺峰康霜（曲咪新乳膏）、顺峰宝宝几大知名品牌，并在县乡市场具有较好的知名度。
  - 顺峰原有大量优质的产品，但由于缺乏独立的营销渠道，主要在二三线城市销售自己的产品，极大的制约了公司的发展，而华润三九则在品牌和渠道方面具有较强的优势；此次收购将有望促进顺峰产品的销售增长，并带动三九整体皮肤用药的销售。
- **积极构建三九皮肤药研发基地：**顺峰的药物研究中心具有强大研发实力，近 10 多年来共研究开发成功国家 1~6 类新药 28 个，化妆品 39 个，功能性化妆品 8 个，保健食品 6 个。公司将利用顺峰药业作为皮肤外用工程技术研发中心，奠定公司未来在皮肤科领域的领导地位。

图表17：顺峰的曲咪新在零售终端具有绝对优势



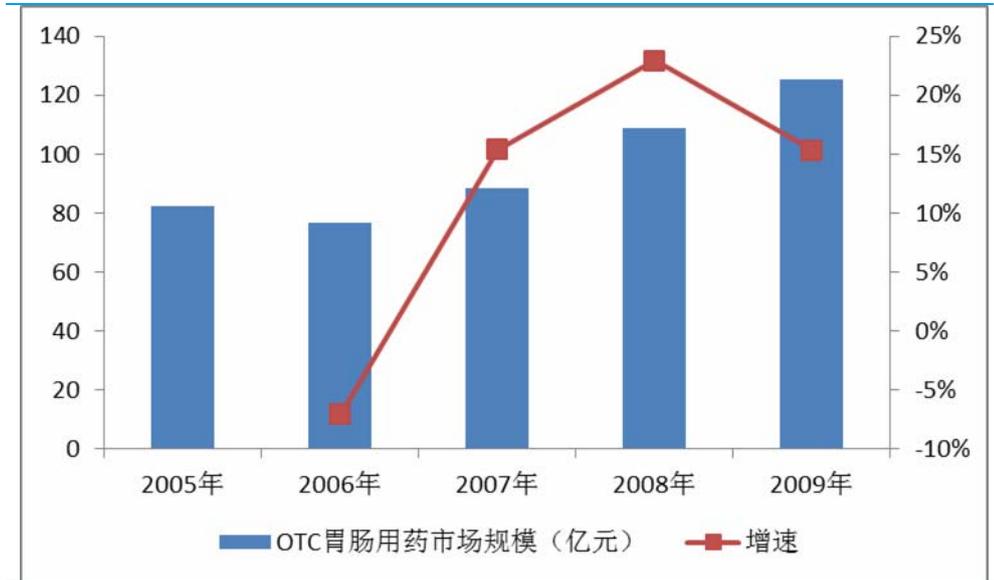
来源：医药经济报 国金证券研究所

### 胃肠用药继续挖掘市场

- 胃肠用药是个大市场，全国 OTC 胃肠用药市场规模已经达到 150 亿左右，年均增长在 15-20%。随着人们学习、工作、生活的日益忙碌以及心理压力不断加大，胃肠消化系统的发病率逐年提升。
- 胃肠用药市场化学药占优，吗丁啉、达喜斯达舒等是胃肠用药的主要产品。在中成药用药领域，三九胃泰位居消化类 OTC 用药的第三位。
- 三九胃泰属于中成药配方，产品上市十几年，主要用于浅表性胃炎、糜烂性胃炎等，在终端的知名度非常高，其疗效和安全性已经经过了长期的考验。
- 三九胃泰是我国第一个胃肠药品牌，拥有很好的品牌基础和市场地位。而且作为独家产品，进入首批基本药物目录。
- 在整个胃肠消化系统领域，消费者对于病症实际上是非常模糊的，细分市场的发掘还有很大的空间。

- 胃肠系列将依托三九胃泰进行品类规划。胃肠系列的核心产品仅有三九胃泰一个，公司去年将温胃舒和养胃舒整合到企业内部，填补了在胃肠细分领域的空白。

图表18: OTC 胃肠用药市场规模已经达到 100 多亿



来源:《中国非处方药行业发展蓝皮书》 国金证券研究所

图表19: 胃肠、消化类中成药主要品种

2012年度OTC中成药消化类排名			
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
3	999	三九胃泰	华润三九医药股份有限公司
4	康恩贝	肠炎宁片、胶囊	浙江康恩贝制药股份有限公司
5	南洋	克痢痧胶囊	杭州南洋药业有限公司

来源: 中国非处方药物行业协会 国金证券研究所

### 中药配方颗粒: 行业景气, 寡头竞争发展机遇好

- 中药配方颗粒是以传统中药饮片为原料, 经过现代制药技术提取、浓缩、分离、干燥、包装精致而成, 基本保证原中药饮片的用药特性, 服用不需要煎煮、直接冲服、成分确切、安全卫生, 携带保存方便。从使用方法上看, 中药配方颗粒不仅可以内服, 也可以用来灌肠、熏洗、冲洗、外敷、雾化等。
- 近十年来中药配方颗粒在日本、韩国、台湾、香港、甚至美国和澳大利亚等地区发展极快, 推广单味中药配方颗粒是中药现代化的新进展。由国家中医局和广东省中医局联合进行的中药配方颗粒临床观察的报告中曾经对 2 万张处方进行分析, 其中适合传统中药饮片应用的专科都能应用中药配方颗粒, 中药配方颗粒的即冲即服特性也促进了临床急症医学的应用。

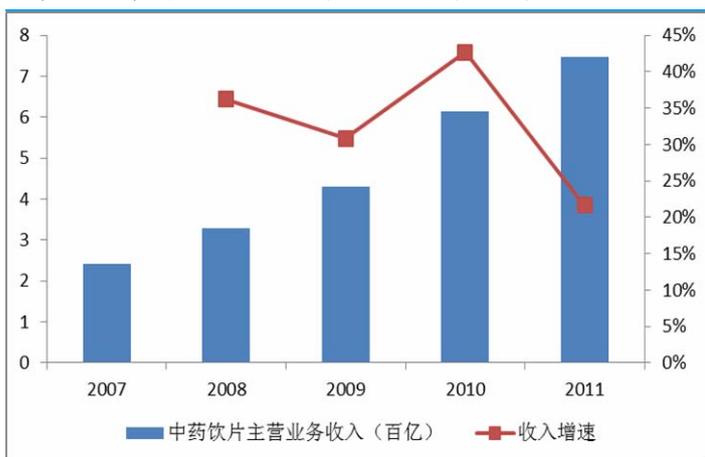
图表20: 部分中药配方颗粒示例



来源: 公司资料 国金证券研究所

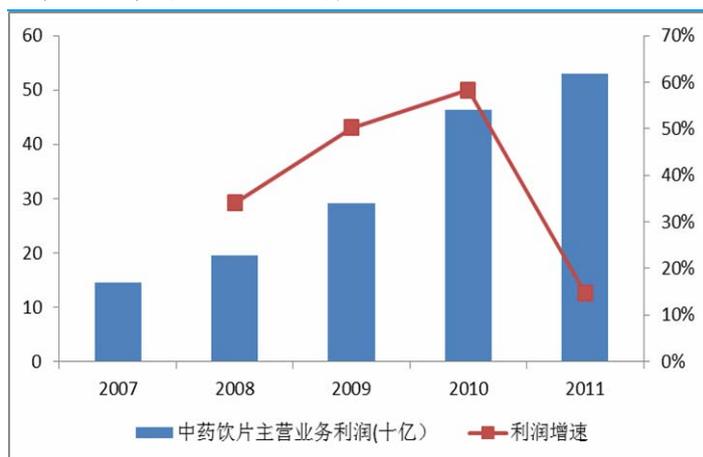
- 中药饮片市场规模巨大, 中药配方颗粒发展前景看好。2011 年国内中药饮片行业的市场规模约为 854 亿元, 而 2011 年中药配方颗粒销售额仅 20 亿左右, 还不到中药饮片行业的 3%。

图表21: 中药饮片收入规模已经达到 800 多亿



注: 主营业务收入收入和利润均为上一年 12 月份至当年 11 月累计值。  
来源: WIND 国金证券研究所

图表22: 中药饮片主营业务利润



- 中药配方颗粒从 2001 年开始试点生产, 国家药监局于 2001 年正式发布了《中药配方颗粒管理暂行规定》及《中药配方颗粒质量标准研究的技术要求》, 规定将中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴。
- 由于行业不规范, 且没有纳入医保, 医院接受程度很低, 2009 年之前市场都处于缓慢教育的过程。2009 年北京率先将中药配方颗粒纳入医保报销范围, 中药配方颗粒市场逐步被市场接受, 进入高速发展期。
- 标准制定缓慢, 短期内难以改变寡头竞争格局。中药配方颗粒整个行业目前仍处于施行阶段, 行业标准和质量规范还未建立, 现存仅有 6 家企业具备生产资格, 行业标准制定进度缓慢, 要完成 500 多个常用品种的标准制定需要很长的时间, 目前完整标准建立的不足 100 种。整个中药配方颗粒行业在短期内不会放开, 但不排除会增加一两家新试点企业。由于竞争厂商少, 获得许可的生产企业具备良好的发展时机。

- 2008 年天江药业中药配方颗粒销售规模仅 2 亿，5 年时间销售收入增长 5 倍，2011 年收入规模已经达到 11 亿。伴随中药材价格的暴涨和中药饮片市场高景气，中药配方颗粒由于服用方便出现爆发式增长行情。
- 三九的中药配方颗粒业务产能受限，2011 年销售在 4 亿左右，公司新产能预计在明年逐步释放，提取车间今年年底建成，加工车间整体完成在明年，产能规划能够翻番，产能瓶颈解决之后，预计明后两年均能够实现 30 以上的增长。

图表23: 中药配方颗粒生产企业

企业名称	所在地	试点生产时间	有效期截止	2011年销售规模
天江药业	江苏	2011年	2015年12月31日	11亿元
华润三九药业	广东	2002年	2013年7月27日	4亿元
康仁堂	北京	2002年	2015年12月31日	3亿元
一方制药	广东	2001年	2015年12月31日	天江药业全资子公司
新绿色药业	四川	2002年	2015年12月31日	-
培力药业	广西	2004年	2015年12月31日	-

注：2011 年销售规模为预测数据 来源：健康网 国金证券研究所

### 中药处方药：注射剂高成长

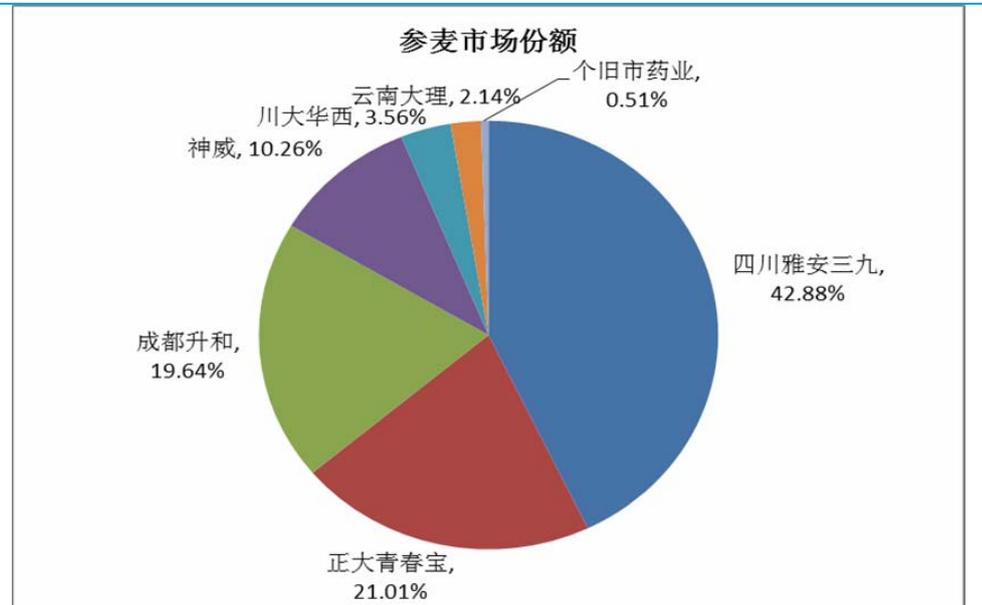
- 中药注射剂是采用现代科学技术与方法，从中药或其他天然药物中提取出有效物质制成供人体注射使用的无菌制剂。中药注射剂大大提高了中药对人体的药物有效供给和生物利用率，在心脑血管、抗肿瘤、抗细菌抗病毒感染三方面具有较好的疗效。
  - 国内批准注册生产的中药注射剂有 150 种左右，生产企业 300 多家，主要治疗领域也集中在清热解毒、心脑血管、抗肿瘤、补益等几大类。2011 年中药注射剂全行业市场规模超过 200 亿元，2008-2011 年市场均保持了 20-30 的增长。
  - 心脑血管是中药注射剂领域的重磅地带，130 多个品种中有近 50 个品种用于治疗心脑血管疾病，市场规模超过 130 亿，其次抗肿瘤类注射剂市场规模 40 多亿，清热解毒注射液市场规模 20 多亿。
- 目前公司的中药处方药以中药注射剂为主，主要由四川雅安三九生产。雅安三九是国内最早开始研发中药注射剂的企业之一，技术水平领先，是全国中药注射剂品种较多、规模较大的企业之一；产品适应症领域集中在心脑血管用药和抗肿瘤药。主要包括参附注射液、生脉注射液、香丹注射液、鱼腥草注射液、华蟾素等。
  - 参附注射液和华蟾素为独家，参附主要用于临床抢救感染性休克、失血性休克、失液性休克等，使用上有一定的限制，增速比较平稳；参麦和华蟾素是注射剂中的亮点产品，增速很快。
  - 参麦是全国医院临床中使用较多的品种，主要用于休克、冠心病、病毒性心肌炎等，生产厂家也较多，雅安三九市场份额一直位居前列，2011 年样本医院参麦注射液的销售规模 4.1 亿，其中雅安三九市场份额 42.88%，远高于其他企业。
- 2011 年公司中药注射剂业务收入 8 个多亿，其中两个独家品种销售超过 1 半，公司的中药注射剂品种正恢复高成长。此前发生的一些中药注射剂不良反应事件对行业造成了不可避免的影响，也影响公司中药注射剂的销售。随着国家对于中药注射剂再评价工作开展，严格规范市场的使用，近两年公司中药注射剂重新回归到高速增长中。

图表24: 公司主要中药注射剂品种

注射剂品种	药物组成	适应症	是否医保	备注
参附注射液	红参、附片	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、胃痛、泄泻、痹症等。	医保	独家
参麦注射液	红参、麦冬	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。	医保	NA
香丹注射液	丹参、降香	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。	NA	NA
鱼腥草注射液	鲜鱼腥草	清热，解毒，利湿。用于肺脓疡，痰热咳嗽，白带，尿路感染，痈疖。	医保	NA
红花注射液	红花	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。	NA	NA
华蟾素注射液	干蟾皮提取物	解毒，消肿，止痛。用于中、晚期肿瘤，慢性乙型肝炎等症。	医保	独家

来源: 公司网站 国金证券研究所

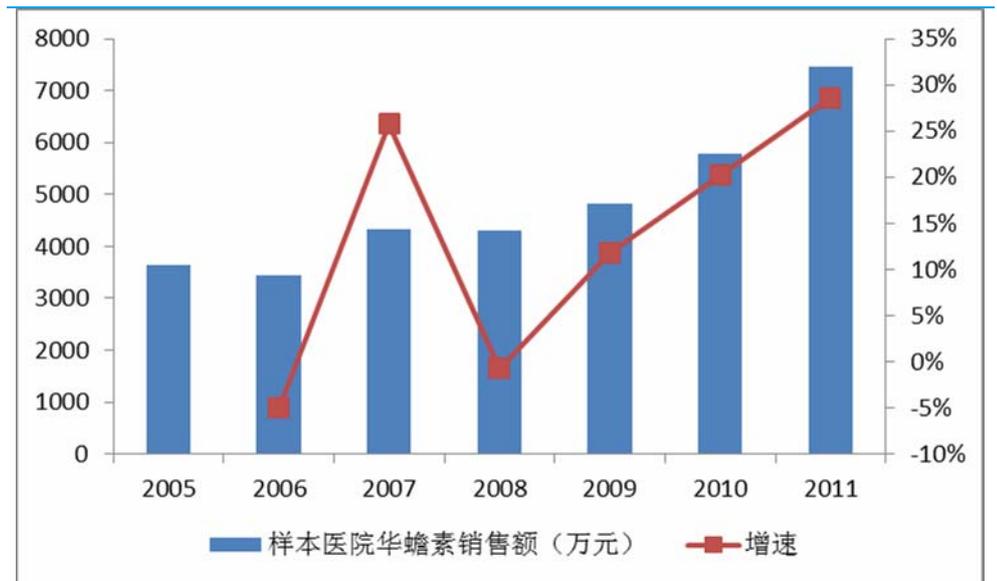
图表25: 参麦市场份额最高



来源: PDB, 2011年 国金证券研究所

- **华蟾素进入三九销售平台后增速提升。**华蟾素是公司 2009 年上半年收购安徽金蟾生化服务有限公司获得的产品，原属于安徽金蟾公司自行研发、国内首创的独家中药保护品种，具有解毒、消肿、止痛的功效，在治疗中晚期肿瘤、慢性乙肝患者方面具有良好的疗效，包括注射剂、口服液和片剂多种剂型，其中以注射剂为主。
- 公司将华蟾素系列产品纳入自身的统一销售平台之后，销售规模增长很快。2009-2011 年三年样本医院的销售数据显示，华蟾素的销售增速直线上升，也进一步显示了公司的强大的营销能力。

图表26: 华蟾素销售增速提升



来源: PDB 国金证券研究所

### 抗生素普药: 辅助发展, 增速较慢

- 公司的普药板块主要是头孢类抗生素产品, 包括一代到四代的常用抗生素品种, 整体规模 3 亿左右, 占比较小, 抗生素制主要作为辅助发展, 整体表现平淡。
- 公司抗生素产品中最主要的产品为注射用五水头孢唑林钠, 此项产品为在原一代抗生素头孢唑啉钠的基础上改进而来, 盈利能力略强。其他品种竞争较为激烈。

图表27: 公司的主要抗生素品种

注射用头孢菌素类			
一代	头孢拉定	三代	头孢曲松钠
	五水头孢唑林钠		头孢哌酮钠
	头孢替唑钠		头孢噻肟钠
二代	头孢呋辛钠	四代	头孢他啶
	头孢尼西钠		头孢哌酮钠舒巴坦钠
β-内酰胺类			
头孢米诺钠			

来源: 公司资料 国金证券研究所

### 盈利预测与投资建议

#### 盈利预测:

- OTC 业务是公司的核心, 感冒灵系列增长放缓, 平均增速 10%; 皮肤系列中, 皮炎平维持 4 亿左右的销售额, 顺峰系列产品 25% 的增速。胃药系列中重点产品三九胃泰、温胃舒、养胃舒合计 30% 增长, 其他产品稳定。
- 中药配方颗粒: 2012 年受产能限制增速 30%, 因基数较小, 2013-2014 年增速 35%、30%。

- 处方药：中药注射剂中的参附、华蟾素等仍然保持较快增长，注射剂年均增速 30%、25%、20%。抗生素普药板块平均增速 10%。
- 不考虑并购因素，我们预测公司 2012-2014 年 EPS 为 1.035 元、1.257 元和 1.498 元。

### 投资建议

- 公司定位于华润集团的医药制造板块，将资源集中在 OTC，中药处方药、中药配方颗粒及抗生素普药四大类，致力于打造成为 OTC 行业的巨头。
- 公司发展战略清晰，拥有强大的品牌优势和渠道营销能力。7 大 OTC 领域均有涉及，且在各自的领域内具有强势品牌地位，通过品类规划，促进销售增长和行业集中度提升。
  - OTC 板块：公司通过品类规划，以大品牌带动小品种的销售模式推陈出新，胃肠、皮肤、止咳等品类增长态势良好。
  - 中药处方药：中药注射剂市场以心脑血管、抗肿瘤和清热解毒几大领域为主，市场空间巨大。公司的产品主要集中在心脑血管和抗肿瘤领域，公司拥有两个独家品种，整体销售增长迅速。
  - 中药配方颗粒：目前受制于产能问题，增长可能略低于行业平均增速，明年新厂房陆续投产，届时产能翻番，能够解决目前的产能瓶颈问题。从行业长期角度看，颗粒替代饮片将是未来一个非常大的成长空间，目前只是补充，市场份额未来预计会有比较大的提升；短期内行业仍然是寡头竞争的格局，公司具有品牌优势。
- 成本压力已经减轻。公司度过了 2010-2011 年中药材价格暴涨的阶段，目前中药材和白糖价格基本处于回落阶段，盈利能力的改善仍然具有空间。
- 目前股价对应 2012 年 EPS 为 21 倍，给予“增持”投资评级。

图表28: 盈利预测

	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>医药制造板块</b>	3150	3713	4702	5760	6984	8313
增速		17.89%	26.63%	22.51%	21.25%	19.03%
<b>OTC</b>						
收入	2257	2544	3177	3849	4595	5422
增速		12.73%	24.89%	21.16%	19.38%	18.00%
<b>处方药</b>						
收入	893	1169	1525	1911	2389	2891
增速		30.93%	30.42%	25.33%	25.01%	21.01%
<b>医药流通</b>						
收入	1031	0	0	0	0	0
增速						
<b>包装印刷</b>						
收入	312	343	411	473	543	625
增速		10.19%	19.63%	15.00%	15.00%	15.00%
<b>医疗服务</b>						
收入	159	203	294	370	464	557
增速		27.77%	44.84%	25.75%	25.38%	20.00%
<b>其他</b>						
收入	200	105	118	40	0	0
<b>总收入合计</b>	<b>4851</b>	<b>4365</b>	<b>5525</b>	<b>6643</b>	<b>7991</b>	<b>9495</b>
增速		-10%	27%	20%	20%	19%
<b>总毛利</b>	1884.5042	2673.8375	3245.387	4043.1911	4883.0141	5806.989

注：细分收入与损益表中的差异为四舍五入造成。来源：国金证券研究所

**附录：三张报表预测摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>主营业务收入</b>	<b>4,853</b>	<b>4,365</b>	<b>5,525</b>	<b>6,644</b>	<b>7,992</b>	<b>9,496</b>	货币资金	1,273	1,731	2,023	2,500	3,400	4,100
增长率		-10.0%	26.6%	20.3%	20.3%	18.8%	应收款项	1,268	1,168	1,371	1,828	2,198	2,612
<b>主营业务成本</b>	<b>-2,396</b>	<b>-1,686</b>	<b>-2,267</b>	<b>-2,591</b>	<b>-3,117</b>	<b>-3,704</b>	存货	418	490	684	674	811	964
%销售收入	49.4%	38.6%	41.0%	39.0%	39.0%	39.0%	其他流动资产	78	116	70	132	158	187
<b>毛利</b>	<b>2,457</b>	<b>2,679</b>	<b>3,258</b>	<b>4,053</b>	<b>4,875</b>	<b>5,793</b>	流动资产	3,037	3,505	4,146	5,134	6,568	7,863
%销售收入	50.6%	61.4%	59.0%	61.0%	61.0%	61.0%	%总资产	53.9%	57.5%	54.6%	60.5%	65.8%	69.3%
<b>营业税金及附加</b>	<b>-20</b>	<b>-21</b>	<b>-71</b>	<b>-80</b>	<b>-96</b>	<b>-112</b>	长期投资	34	28	33	34	33	33
%销售收入	0.4%	0.5%	1.3%	1.2%	1.2%	1.2%	固定资产	1,352	1,340	1,978	2,221	2,446	2,663
<b>营业费用</b>	<b>-1,166</b>	<b>-1,356</b>	<b>-1,759</b>	<b>-2,100</b>	<b>-2,518</b>	<b>-2,982</b>	%总资产	24.0%	22.0%	26.0%	26.2%	24.5%	23.5%
%销售收入	24.0%	31.1%	31.8%	31.6%	31.5%	31.4%	无形资产	1,156	1,170	1,336	1,091	925	787
<b>管理费用</b>	<b>-368</b>	<b>-386</b>	<b>-507</b>	<b>-608</b>	<b>-729</b>	<b>-864</b>	非流动资产	2,594	2,586	3,453	3,348	3,406	3,484
%销售收入	7.6%	8.8%	9.2%	9.2%	9.1%	9.1%	%总资产	46.1%	42.5%	45.4%	39.5%	34.2%	30.7%
<b>息税前利润 (EBIT)</b>	<b>903</b>	<b>917</b>	<b>921</b>	<b>1,266</b>	<b>1,533</b>	<b>1,835</b>	<b>资产总计</b>	<b>5,631</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,481</b>	<b>9,974</b>	<b>11,347</b>
%销售收入	18.6%	21.0%	16.7%	19.0%	19.2%	19.3%	短期借款	12	43	61	618	894	450
<b>财务费用</b>	<b>0</b>	<b>15</b>	<b>16</b>	<b>14</b>	<b>16</b>	<b>13</b>	应付款项	1,090	918	2,199	1,458	1,753	2,082
%销售收入	0.0%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	-0.2%	-0.1%	其他流动负债	511	611	375	647	738	841
<b>资产减值损失</b>	<b>-26</b>	<b>4</b>	<b>-12</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>-1</b>	流动负债	1,613	1,573	2,636	2,723	3,386	3,372
<b>公允价值变动收益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	长期贷款	40	3	4	4	4	5
<b>投资收益</b>	<b>8</b>	<b>27</b>	<b>2</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	其他长期负债	27	52	109	0	0	0
%税前利润	0.9%	2.6%	0.2%	0.2%	0.3%	0.3%	<b>负债</b>	<b>1,680</b>	<b>1,627</b>	<b>2,748</b>	<b>2,727</b>	<b>3,390</b>	<b>3,377</b>
<b>营业利润</b>	<b>885</b>	<b>963</b>	<b>927</b>	<b>1,276</b>	<b>1,553</b>	<b>1,851</b>	<b>普通股股东权益</b>	<b>3,686</b>	<b>4,213</b>	<b>4,545</b>	<b>5,371</b>	<b>6,102</b>	<b>7,372</b>
营业利润率	18.2%	22.1%	16.8%	19.2%	19.4%	19.5%	少数股东权益	265	251	306	384	483	598
<b>营业外收支</b>	<b>19</b>	<b>71</b>	<b>21</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>20</b>	<b>负债股东权益合计</b>	<b>5,631</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,481</b>	<b>9,974</b>	<b>11,347</b>
<b>税前利润</b>	<b>904</b>	<b>1,034</b>	<b>948</b>	<b>1,296</b>	<b>1,573</b>	<b>1,871</b>	<b>比率分析</b>						
利润率	18.6%	23.7%	17.2%	19.5%	19.7%	19.7%		2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>所得税</b>	<b>-143</b>	<b>-175</b>	<b>-133</b>	<b>-205</b>	<b>-244</b>	<b>-290</b>	<b>每股指标</b>						
所得税率	15.8%	16.9%	14.0%	15.8%	15.5%	15.5%	每股收益	0.725	0.834	0.777	1.035	1.257	1.498
<b>净利润</b>	<b>762</b>	<b>859</b>	<b>815</b>	<b>1,092</b>	<b>1,329</b>	<b>1,581</b>	每股净资产	3.766	4.304	4.643	5.486	6.233	7.531
<b>少数股东损益</b>	<b>52</b>	<b>43</b>	<b>55</b>	<b>78</b>	<b>99</b>	<b>115</b>	每股经营现金净流	0.873	0.867	0.975	0.300	1.540	1.759
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>709</b>	<b>816</b>	<b>760</b>	<b>1,014</b>	<b>1,230</b>	<b>1,466</b>	每股股利	0.200	0.300	0.300	0.200	0.200	0.200
净利率	14.6%	18.7%	13.8%	15.3%	15.4%	15.4%	<b>回报率</b>						
<b>现金流量表 (人民币百万元)</b>							净资产收益率	19.25%	19.37%	16.73%	18.87%	20.16%	19.89%
	2009	2010	2011	2012E	2013E	2014E	总资产收益率	12.60%	13.40%	10.01%	11.95%	12.34%	12.92%
<b>净利润</b>	<b>762</b>	<b>859</b>	<b>815</b>	<b>1,092</b>	<b>1,329</b>	<b>1,581</b>	投入资本收益率	18.96%	16.87%	16.04%	16.71%	17.31%	18.40%
<b>少数股东损益</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>增长率</b>						
<b>非现金支出</b>	<b>139</b>	<b>119</b>	<b>151</b>	<b>355</b>	<b>331</b>	<b>314</b>	主营业务收入增长率	12.43%	-10.05%	26.58%	20.26%	20.29%	18.82%
<b>非经营收益</b>	<b>17</b>	<b>-86</b>	<b>2</b>	<b>28</b>	<b>-5</b>	<b>-7</b>	EBIT增长率	38.08%	1.59%	0.39%	37.47%	21.11%	19.69%
<b>营运资金变动</b>	<b>-62</b>	<b>-48</b>	<b>-15</b>	<b>-1,180</b>	<b>-149</b>	<b>-166</b>	净利润增长率	41.87%	15.01%	-6.81%	33.29%	21.39%	19.18%
<b>经营活动现金净流</b>	<b>856</b>	<b>845</b>	<b>953</b>	<b>294</b>	<b>1,507</b>	<b>1,722</b>	总资产增长率	11.48%	8.16%	24.76%	11.61%	17.60%	13.77%
<b>资本开支</b>	<b>-186</b>	<b>-86</b>	<b>-398</b>	<b>-282</b>	<b>-369</b>	<b>-370</b>	<b>资产管理能力</b>						
<b>投资</b>	<b>93</b>	<b>-20</b>	<b>-5</b>	<b>-1</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	应收账款周转天数	29.8	28.0	24.8	30.0	30.0	30.0
<b>其他</b>	<b>0</b>	<b>38</b>	<b>18</b>	<b>2</b>	<b>5</b>	<b>5</b>	存货周转天数	68.8	98.4	94.5	95.0	95.0	95.0
<b>投资活动现金净流</b>	<b>-93</b>	<b>-68</b>	<b>-385</b>	<b>-281</b>	<b>-364</b>	<b>-365</b>	应付账款周转天数	79.4	102.4	90.9	92.0	92.0	92.0
<b>股权募资</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>-304</b>	<b>0</b>	固定资产周转天数	84.0	87.6	89.0	74.4	59.4	46.8
<b>债权募资</b>	<b>24</b>	<b>7</b>	<b>-29</b>	<b>466</b>	<b>276</b>	<b>-444</b>	<b>偿债能力</b>						
<b>其他</b>	<b>-238</b>	<b>-266</b>	<b>-317</b>	<b>-1</b>	<b>-216</b>	<b>-214</b>	净负债/股东权益	-30.92%	-37.75%	-40.35%	-32.63%	-37.99%	-45.73%
<b>筹资活动现金净流</b>	<b>-213</b>	<b>-259</b>	<b>-346</b>	<b>465</b>	<b>-243</b>	<b>-657</b>	EBIT利息保障倍数	-4,490.1	-63.0	-58.7	-89.2	-93.1	-140.5
<b>现金净流量</b>	<b>550</b>	<b>518</b>	<b>222</b>	<b>477</b>	<b>900</b>	<b>700</b>	资产负债率	29.83%	26.72%	36.17%	32.15%	33.99%	29.76%

来源：公司年报、国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
买入	0	3	12	13	19
增持	20	21	29	32	46
中性	0	0	2	2	2
减持	0	0	0	0	0
评分	2.00	1.93	1.85	1.82	1.80

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2011-03-06	增持	22.80	N/A
2 2011-08-07	增持	18.48	N/A
3 2011-08-19	增持	20.10	N/A
4 2011-09-29	增持	18.96	N/A
5 2012-01-17	增持	15.65	N/A
6 2012-03-12	增持	18.00	N/A
7 2012-04-27	增持	18.51	N/A
8 2012-08-09	增持	23.28	N/A

来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“买入”得1分，为“增持”得2分，为“中性”得3分，为“减持”得4分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =买入； 1.01~2.0=增持； 2.01~3.0=中性  
3.01~4.0=减持



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

投资评级的说明：

- 买入：预期未来6-12个月内上涨幅度在20%以上；
- 增持：预期未来6-12个月内上涨幅度在5%-20%；
- 中性：预期未来6-12个月内变动幅度在-5%-5%；
- 减持：预期未来6-12个月内下跌幅度在5%以下。

**特别声明:**

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视作出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61038271	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518026
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区福中三路诺德金融中心 34B