

医药 - 中药

大品牌，大股东

—华润三九(000999.SZ)深度报告

2012 年 10 月 29 日

评级: 买入(首次)

市场数据	2012 年 10 月 26 日
当前价格(元)	22.25
52 周价格区间(元)	14.60-23.93
总市值(百万)	21780.53
流通市值(百万)	7904.17
总股本(百万股)	978.90
流通股(百万股)	355.24
日均成交额(百万)	62.49
近一月换手(%)	16.32%
Beta(2 年)	
第一大股东	华润医药控股有限公司
公司网址	http://www.999.com.cn

预测指标	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5525.22	6708	7890	9153
净利润(百万元)	760.45	991	1285	1489
每股收益(元)	0.78	1.01	1.31	1.52
净利润增长率%	-6.81%	30%	30%	16%
每股净资产(元)	4.64	5.42	6.39	7.46
市盈率	28.53	22.28	17.18	14.82
市净率	4.80	4.16	3.53	3.02
EV/EBITDA	20.91	15	11	10

资料来源: 世纪证券研究所

财务数据	FYE	行业均值
毛利率	58.96%	15.46%
净利率	13.76%	13.62%
净资产收益率	0.00%	16.25%
总资产收益率	10.01%	9.67%
资产负债率	36.17%	37.06%
现金分红收益率	0.00%	0.00%
市盈率	28.53	0.00
市净率	4.80	0.00

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华润三九	-1.22%	16.42%	59.97%
沪深 300	2.88%	-4.24%	-15.23%

相关报告

《三九医药公司报告》，2007.11

邓聪

执业证书号 S1030512070001

公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人, 邓聪, 在此申明, 本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外, 本人薪酬的任何部分不曾与, 不与, 也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

1. 大品牌与大股东是华润三九的核心竞争力。华润三九是我国中药 OTC 领域的领军企业, 曾连续十年位居中国最有价值医药品牌榜首。现在主要业务为 OTC、中药处方药、中药配方颗粒以及普药业务。大股东是央企华润集团下医药公司, 华润三九 2007 年并入华润集团现为其中药经营实体。

2. 国内 OTC 多品类领先者, 致力于成为领导者。华润三九在感冒药、皮肤药、胃肠用药在国内 OTC 领域处于领先地位, 三个核心产品年销售收入超过 20 亿; 依靠自己的核心竞争力, 华润三九相对于竞争对手优势明显; 未来将通过内生与外延, 力争成为国内 OTC 多品类领导者。

3. 中药处方药及配方颗粒贡献越来越大。中药处方药主要产品为中药注射剂, 致力于肿瘤、心脑血管、糖尿病领域的创新, 独家品种是华润三九未来发展的重点; 作为中药配方颗粒最早获批的六家企业之一, 将享受行业低竞争、高成长, 该领域有望成为公司另一个利润中心。

4. “买入”评级。(1)业绩预测: 预计华润三九 2012-2013 年营收 67.08 亿、78.91 亿, 同增 21.41%、17.63%, 净利润 10.6 亿、13.7 亿, EPS1.01 元与 1.31 元, 同增 30.3%、29.7%, 预测 PE22.3 倍、17.8 倍。**(2)绝对估值:** DCF 模型分析公司合理价值为 26.36 元/股, 按照现在的市场价格 22.55 元/股, 有一定程度低估, 给予“买入”评级。

5. 风险提示: (1)医药市场增速放缓的风险; (2)公司市场开拓低于预期风险; (3)新产品研发低于预期或失败风险; (4)产品副作用对公司业绩影响的风险。

目 录

1. 华润三九核心竞争力-大品牌与大股东	2
1.1 大品牌.....	2
1.2 大股东.....	3
2. OTC 业务-地位稳固,周边拓展-基数大,稳步增长	4
2.1 我国 OTC 行业格局.....	4
2.2 华润三九 OTC 业务全国领先.....	5
2.3 华润三九竞争格局分析.....	7
2.4 华润三九 OTC 未来战略: 多品类市场领导者.....	8
3. 中药处方药及配方颗粒-贡献越来越大	12
3.1 中药处方药-注射剂为主-平稳增长.....	12
3.2 配方颗粒-市场空间大, 竞争程度低-未来三年年均 25%增长.....	12
4. 其他业务-辅助公司发展	14
5. 销售团队及渠道国内具有显著优势	15
6. 华润集团入主后公司业务蒸蒸日上	16
6.1 定位集团中药业务平台.....	16
6.2 资产并购.....	16
7. 财务分析	17
8. 短期业绩制约因素有改善	18
9. 业绩预测与价值评估	20
9.1 业绩预测.....	20
9.2 DCF 估值 31.52 元/股, “买入”评级.....	21
10. 风险提示	21

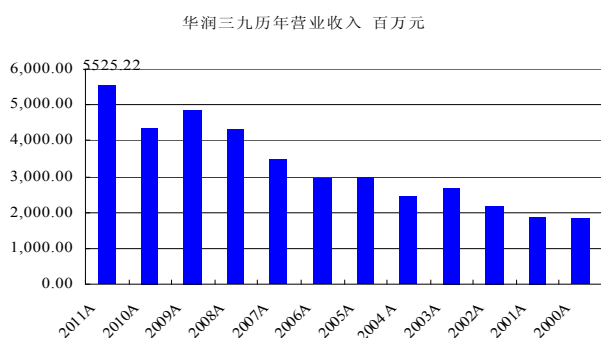
1. 华润三九核心竞争力-大品牌与大股东

1.1 大品牌

华润三九是我国中药OTC领域的领军企业。曾连续十年位居中国最有价值医药品牌榜首，2010年在福布斯《2010年中国品牌价值排行榜》中位居第42位、医药品牌类第2位。世界顶级传播服务集团WPP《2011年中国最具价值品牌TOP50强》榜单中，“999”品牌列第44位，医药品牌中仅次于云南白药（第26位）、同仁堂（第36位）。

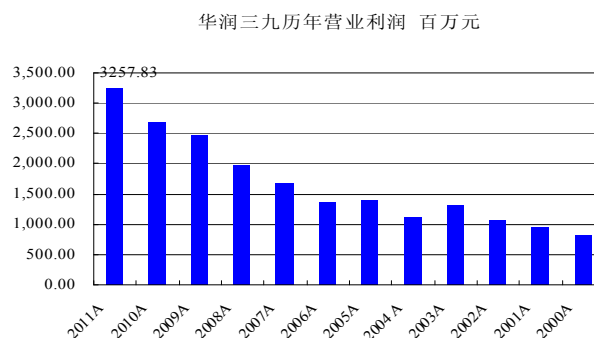
现在主要业务为OTC、中药处方药、中药配方颗粒以及普药业务。

Figure 1 华润三九历年营业收入



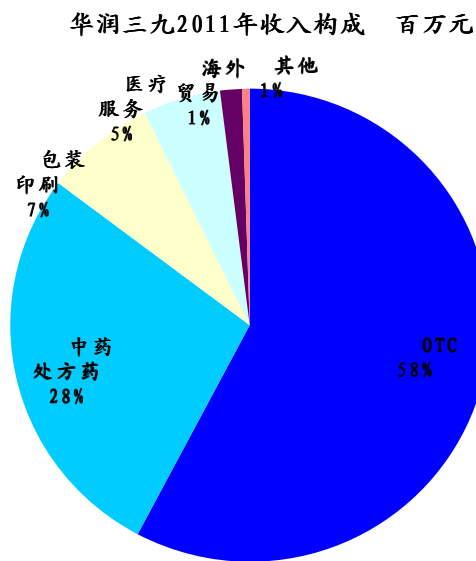
数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 华润三九历年营业利润



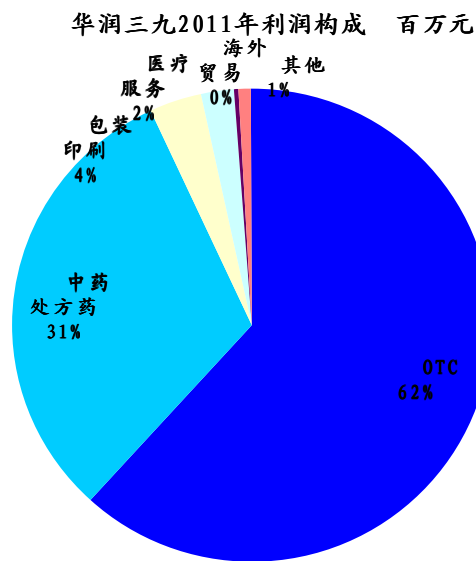
数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 3 华润三九 2011 年收入构成



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 4 华润三九 2011 年利润构成



数据来源: WIND、世纪证券研究所

1.2 大股东

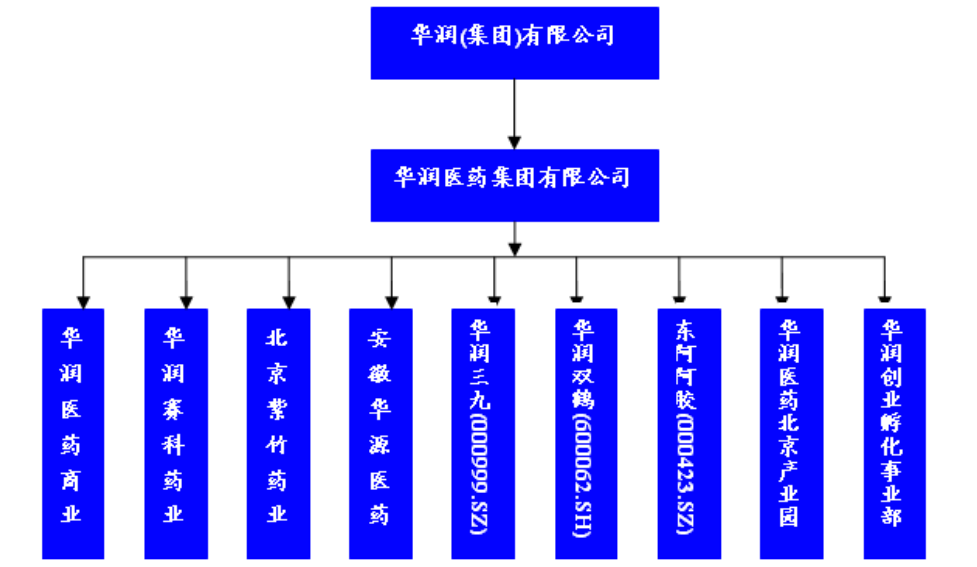
华润三九与 2007 年 11 月正式并入华润集团, 成为华润医药板块中重要的一份子, 将成为集团中药板块的经营实体。

华润集团前身是 1938 年于香港成立的“联和行”, 1948 年更名为华润公司, 1952 年隶属关系由中共中央办公厅变为中央贸易部 (现为商务部), 2003 年归国资委直接管理, 央企。华润集团是全球 500 强企业, 《财富》全球 500 强排名 2011 年第 346 位。2011 年华润集团营收 3365 亿港元, 利润总额 358 亿港元, 总资产 7644 亿港元。集团核心业务包括消费品 (含零售、啤酒、食品、饮料)、电力、地产、医药、水泥、燃气、金融等。

华润集团下医药集团公司是集团旗下七大核心战略业务单元之一, 在国内医药行业处于领先地位。2011 年, 华润医药实现营业收入 679 亿港元, 经营利润 48.7 亿港元, 总资产 619 亿港元, 整体规模位居中国医药行业前三强。

华润三九从 2008 年并入华润医药版图, 现定位于华润医药集团中药板块经营平台。2011 年华润三九营业收入达到 55 亿, 净利润 8.15 亿, 资产总额 76 亿, 是华润医药集团中非常重要的板块。华润医药集团将旗下中药资产依次注入华润三九, 包括本溪三药等四家公司。背靠大树是华润三九未来发展的显著优势。

Figure 5 华润医药组织结构图



数据来源：华润集团公开数据、世纪证券研究所

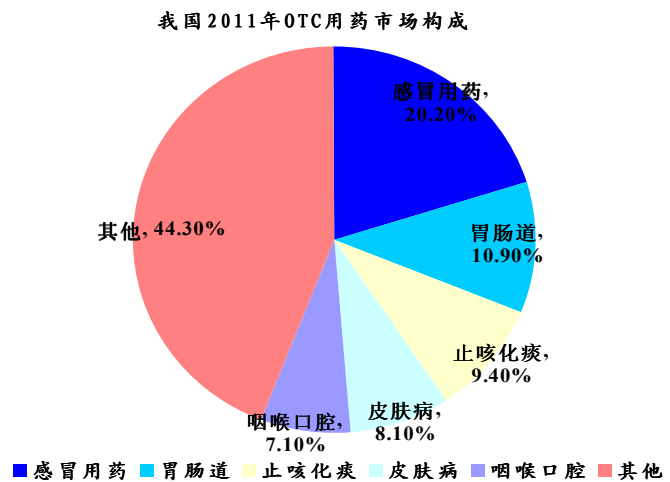
2. OTC 业务-地位稳固,周边拓展-基数大,稳步增长

2.1 我国 OTC 行业格局

根据我国非处方药物协会统计数据,2000年1月1日我国药品分类管理开始,至2011年我国OTC市场规模接近1500亿元,占我国医药销售总额的24%,年均增长率15-20%,占比世界OTC市场的7%;预计到2014年市场规模达到1900亿,2020年有望成为世界最大的OTC市场。

从品类方面来看,前5大品类产品占比达到56.4%,前10大超过80%。

Figure 6 我国 2011 年 OTC 用药市场构成



数据来源：CMH、世纪证券研究所

Figure 7 感冒药市场格局 2010年

	OTC	国家医保	厂家	2010年市场份额
泰诺	甲类	乙类	上海强生	6.21%
新康泰克胶囊	甲类	乙类	天津中美史克	4.55%
白加黑	甲类	—	拜耳	3.89%
999感冒灵颗粒	甲类	乙类	华润三九	2.88%
日夜百服宁	甲类	乙类	百时美施贵宝	2.44%
双黄连口服液	甲类	乙类	三精制药	2.25%
抗病毒口服液	乙类	乙类	香雪制药	1.85%
感康	甲类	乙类	吉林吴太集团	1.82%
双黄连口服液	甲类	乙类	太龙药业	1.77%
新康泰克片	甲类	乙类	天津中美史克	1.60%

数据来源：南方所、世纪证券研究所

Figure 8 胃肠道用药市场格局 2010年

	OTC	国家医保	生产厂家	2010年市场份额
达喜片	甲类	乙类	拜耳	5.20%
吗丁啉片	甲类	甲类	西安杨森	4.25%
健胃消食片	乙类	部分省市乙类	江中药业	4.04%
斯达舒	甲类	乙类	修正药业	2.99%
耐信	处方药	乙类	阿斯利康	2.96%
洛赛克片	处方药	甲类	阿斯利康	2.92%
碧生源常润茶	保健食品	—	北京澳特舒尔	2.22%
思密达散剂	甲类	甲类	天津博福益普生	1.98%
999胃泰颗粒	甲类	甲类	华润三九	1.97%
妈咪爱散	乙类	—	北京韩美	1.90%

数据来源：南方所、世纪证券研究所

Figure 9 止咳化痰用药市场格局 2010年

	OTC	国家医保	厂家	2010年市场份额
念慈庵蜜炼川贝枇杷膏	甲类	—	香港京都念慈安	15.92%
小儿肺热咳嗽口服液	甲类	部分省市乙类	葵花药业	2.67%
急支糖浆	甲类	乙类	太极集团	2.07%
强力枇杷露	甲类	乙类	常熟华葭药业	1.93%
盐酸氨溴索糖浆	甲类	甲类	勃林格殷格翰	1.71%
强力枇杷露	甲类	乙类	哈尔滨康隆药业	1.56%
盐酸氨溴索片	甲类	甲类	勃林格殷格翰	1.53%
美敏伪麻溶液	甲类	乙类	惠氏	1.50%
咳喘顺丸	甲类	乙类	广东陈李济	1.37%
肺力咳合剂	甲类	乙类(限儿童)	贵州健兴	1.33%

数据来源：南方所、世纪证券研究所

Figure 10 皮肤病用药市场格局 2010年

	OTC	国家医保	厂家	2010年市场份额
达克宁	甲类	甲类	西安杨森	7.53%
百多邦	甲类	乙类	天津中美史克	5.14%
999皮炎平	甲类	乙类	华润三九	4.98%
派瑞松	甲类	乙类	西安杨森	4.49%
采乐洗剂	甲类	乙类	西安杨森	3.05%
艾洛松软膏	甲类	乙类	上海先灵葆雅	2.67%
金达克宁	处方药	乙类	西安杨森	2.44%
湿毒清胶囊	甲类	乙类	广西玉林制药	1.89%
康王洗剂	甲类	辽宁乙类	滇虹药业	1.78%
皮康王乳膏	甲类	部分省市乙类	滇虹药业	1.38%

数据来源：南方所、世纪证券研究所

2.2 华润三九 OTC 业务全国领先

OTC业务属于华润三九核心领域，靠三九胃泰起家，建造了现在OTC及延伸领域的“999”强势品牌。

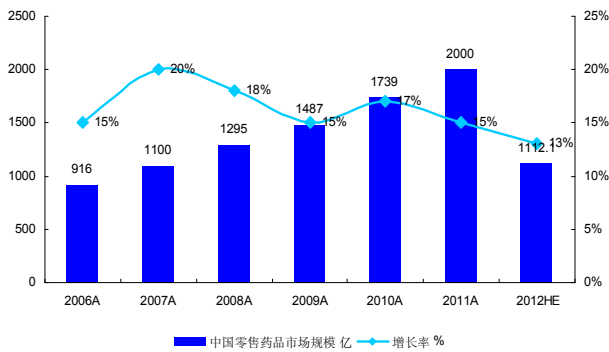
公司OTC产品线有六个核心产品，其中感冒灵、皮炎平、三九胃泰三个销售过3亿元药品。感冒灵(包括小儿感冒灵)2011年销售额超过13.6亿(估计2011年三个核心产品销售额过20亿)。同时感冒灵、皮炎平、三九胃泰在各自细分领域都处于国内市场的领先地位。

Figure 11 华润三九 OTC 现有产品线

主要治疗领域及优势		2011年估计销售额 亿	
核心产品	999感冒灵	用于治疗感冒引起的发热头痛、鼻塞、流涕、咽痛，尤其在感冒初期效果明显	12
	999皮炎平	用于各类皮炎、湿疹	4.1
	三九胃泰	用于上腹隐痛、饱胀、反酸、恶心、呕吐、心口嘈杂	4.8
	正天丸	用于偏头痛、紧张性头痛、神经性头痛等症	1.9
	壮骨关节丸	用于骨性关节炎、腰肌劳损等症	
	补脾益肠丸	用于脾虚泄泻症	
新产品	小儿感冒灵颗粒	用于风热感冒	1.6
	小儿氨酚	用于缓解儿童普通感冒及流行性感冒引起的发热头痛等症	
	强力枇杷露	用于久咳劳嗽、支气管炎等症	1.8
	复方氨酚烷胺	用于感冒发烧引起的头痛、发热等	
	小儿止咳糖浆	用于小儿感冒引起的咳嗽	
	抗宫炎片	用于湿热下注引起的带下病	
	归芍调经片	妇科月经不调、带下病	
	清热解毒口服液	用于病毒所致发热面赤、烦躁口渴、咽喉肿痛等	
	肾石通	用于肾结石、肾盂结石、膀胱结石、输尿管结石	

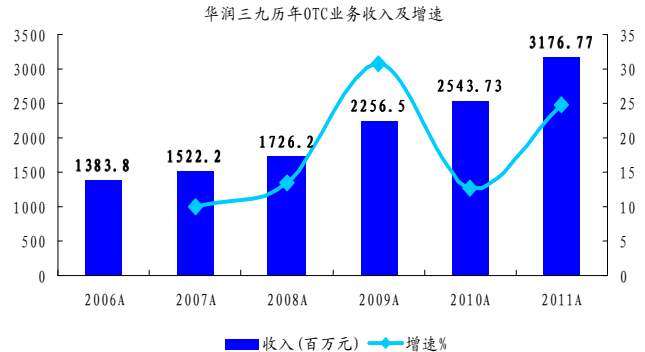
数据来源：公司网站、世纪证券研究所

Figure 12 中国药品零售市场规模及增长率 亿元



数据来源：米内网、世纪证券研究所

Figure 13 华润三九近年 OTC 业务收入及增速



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 14 感冒灵在感冒药市场中居前列

排名	商品名	市场份额	厂家
1	泰诺	5.60%	上海强生
2	新康泰克	5.30%	中美史克
3	百服宁	3.60%	上海施贵宝
4	白加黑	3.40%	拜耳
5	三精双黄连	2.30%	三精
6	999感冒灵	1.80%	华润三九

数据来源：中国非处方药物协会、世纪证券研究所

Figure 15 皮炎平在皮肤药市场中居领先地位

排名	商品名	市场份额	厂家
1	达克宁	10.23%	西安杨森
2	999皮炎平	4.60%	华润三九
3	百多邦	4.12%	天津史克
4	派瑞松	3.61%	西安杨森
5	采乐洗液	2.69%	西安杨森

数据来源：中国非处方药物协会、世纪证券研究所

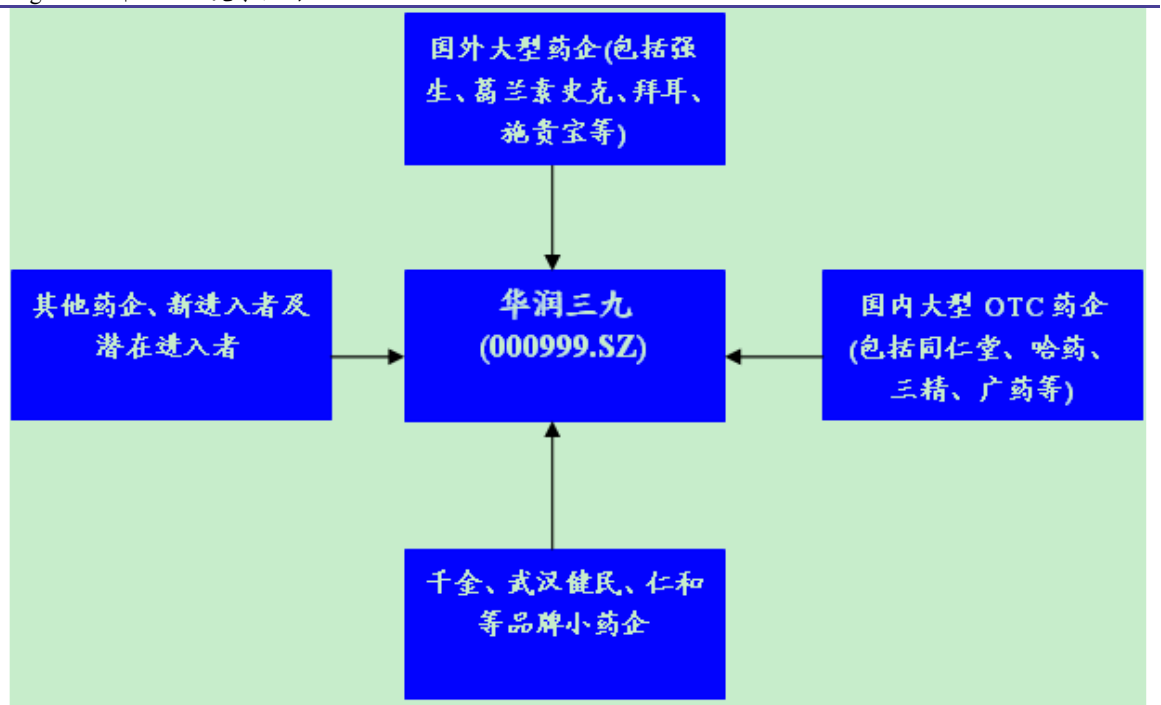
Figure 16 2009-2010年抗感冒中成药零售市场状况

2009-2010年抗感冒中成药零售市场			
	2009上半年	2009下半年	2010上半年
三九感冒灵	3.34%	2.91%	2.86%
三精双黄连口服液	3.50%	3.50%	2.56%
香雪抗病毒口服液	2.14%	4.01%	2.26%
神威清开灵胶囊	1.81%	2.48%	2.02%
以岭莲花清瘟胶囊	0.06%	0.22%	1.59%
太极藿香正气口服液	1.11%	2.27%	1.58%
双黄连口服液(清热解毒)	2.40%	2.17%	1.54%
同仁堂牛黄解毒片	0.07%	0.05%	1.42%
白云山板蓝根颗粒	2.08%	2.04%	1.22%
同仁堂感冒清热颗粒	1.97%	1.21%	1.14%
总计	18.48%	20.86%	18.19%

数据来源：南方所、香雪制药招股说明书、世纪证券研究所

2.3 华润三九竞争格局分析

Figure 17 华润三九竞争格局



数据来源：世纪证券研究所

华润三九现在处于国内OTC市场的第一集团，我们分析华润三九面对的竞争对手，可以分成4个集团(如上图所示)，华润三九都有其相对竞争对手明显的竞争优势。

(1)面对国外大型药企，华润三九中成药领域具有独特优势。中药在中国的影响源远流长，深入人心，而华润三九现在最主要的产品“999”

感冒灵、三九胃泰、强力枇杷露、正天丸等都是中成药，不与大型外企直接竞争；另虽然皮炎平、氨酚烷胺等位化学药，但细分市场没有强势外企。我们推测假如通过外延增加公司产品线，直面大型外企的竞争，华润三九的产品也可以通过不同的市场定位、延伸的品牌影响力、价格策略等实现利益最大化。

(2)国内大型OTC药企的领先者，品牌与产品线优势大。 华润三九在国内中成药感冒、胃肠道、皮肤病等细分市场的领导者。

近30年的发展，华润三九已经成功从胃肠道领域延伸到感冒、皮肤病、止咳、小儿、妇科等领域，现在国内还没有第二家企业能够实现多产品的覆盖，在品牌延伸及产品线方面，华润三九在国内是佼佼者。

背靠大股东，优势明显。华润医药集团是国内销售收入排名第二的企业，从资金实力以及跟华润三九的协同发展，以及华润集团的灵活机制都是其巨大优势。

同仁堂是华润三九最主要的竞争对手之一。300年的品牌历史，以及丰富的产品线都与华润三九的竞争优势重合，但现在市场集中度比较低，华润三九单品销售规模最大的“999”感冒灵市场占有率都只有3%左右，直接竞争程度还比较低，短期之内对华润三九的影响较小。

(3)国内小型品牌药企，品牌延伸力及产品线有限。

千金药业、武汉健民等国内小型品牌药企虽然在单一领域具有影响力，但是实力有限，品牌及实力很难延伸到其他领域，短期不能对华润三九构成威胁。

(4)其他药企、新进入者及潜在进入者威胁不大。

品牌的塑造以及渠道建设是一个长期过程，华润三九经过将近30年才能达到现在的地位。

由于药品的特殊性，我们认为在现在信息爆炸的时代，信心的建立也不是一朝一夕的事情，华润三九一直在前进，留给竞争对手追赶的空间会越来越小。

2.4 华润三九 OTC 未来战略：多品类市场领导者

内生与外延是主要战略。华润三九在OTC领域市场领先的品种主要集中在感冒类、皮肤类、胃肠等三个品类；新产品在咳嗽、妇科等

品类填补公司产品线的空白。未来将以大品种带动大品类，利用现有品牌影响力与成熟渠道与销售队伍，不断拓展覆盖领域与丰富产品线。

(1)感冒类：填补细分市场空白。向小儿领域拓展，小儿感冒灵以及小儿氨酚烷胺颗粒等，由于市场占有率较高以及体量大，预计整体15%增长。

作为我国OTC行业中最大的市场，也是竞争最激烈的市场。2010年公司在抗感冒中成药市场份额排第一，在所有产品中排第6。排名第一的泰诺市场占有率也仅有5.6%，CR5只有20%，市场高度分散。按照数据估算，我国感冒药OTC终端市场规模超过300亿，市场占有率只有3%左右的华润三九很大的空间可以作为。

通过引入不同的感冒品种，填补细分市场空白，维持渠道利润空间，满足消费者不同的诉求。小儿感冒灵、小儿氨酚烷胺、复方氨酚烷胺，弥补了三九感冒灵在小儿感冒领域、化学感冒药领域的市场空白。

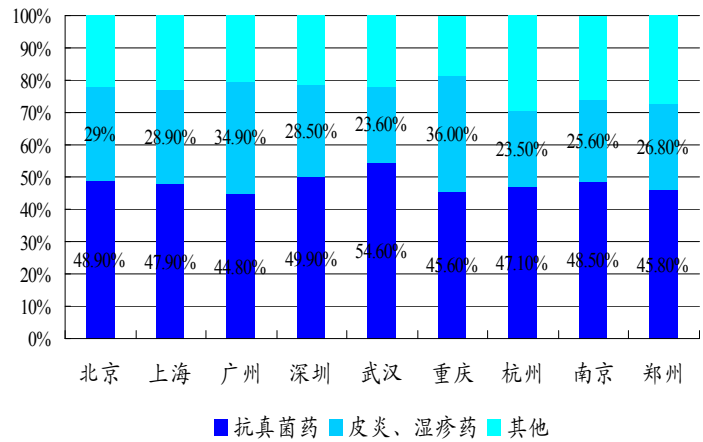
(2)皮肤类：主要靠外延式扩展。公司核心产品皮炎平主要专注于皮炎、湿疹，而皮肤类最大市场是真菌类市场。三九通过收购进入真菌类皮肤药领域。

原自有产品三九皮炎平2011年收入估计达到4亿元，我国皮炎、湿疹类市场份额推测超过25%，因此在该细分领域市场占有率再提升的难度非常大，我们估计将跟随行业平均增速，10-15%。

购买江西百安，顺峰药业等公司。意欲通过利用顺峰康王、顺峰康霜等市场已有成熟品牌，拓展到真菌类皮肤药领域。通过收购将年收入扩大2亿，皮肤类产品市场份额扩大50%，拉近与市场领导者西安杨森的差距。

2011年国内皮肤药市场规模80亿，CAGR15%，预计今后凭借公司强势品牌及成熟渠道，未来3年整体保持20%增长。

Figure 18 2009年上半年国内重点城市皮肤病用药市场结构



数据来源：健康网、世纪证券研究所
 “其他”包括痤疮、粉刺、龟裂、烧伤等

Figure 19 华润三九皮肤类产品市场份额

	2003	2004	2008	2008年市场份额
1	达克宁	达克宁	达克宁	15.22%
2	999皮炎平	999皮炎平	999皮炎平	7.09%
3	派瑞松	派瑞松	派瑞松	5.52%
4	兰美抒	兰美抒	皮康王	3.44%
5	皮康王	艾洛松	康王洗液	3.14%
6	艾洛松	皮肤康	铍宝	2.86%
7	尤卓尔	尤卓尔	尤卓尔	2.41%
8	顺峰康王	皮康王	艾洛松	2.38%
9	皮肤康	顺峰康王	顺峰康王	2.07%
10	999选灵	999选灵	采乐洗液	1.53%

数据来源：MDC、招股说明书、世纪证券研究所

(3) 胃肠领域：三九胃泰，新引入温胃舒养胃舒

2011年国内胃药OTC市场规模150亿，CAGR10-15%。2011年三九胃泰收入接近5亿。

我们推测2011年三九胃泰终端市场规模不超过8亿，市场份额不到5%。作为华润三九治疗胃病的最主要品种，主要用于湿热内蕴、气滞血瘀所致的胃痛，症见脘腹隐痛、饱胀反酸、恶心呕吐、嘈杂纳减；浅表性胃炎见上述证候者。作为公司独家，基药目录产品，在品牌以及市场占有率方面都拥有非常大的优势。预计未来将保持10-15%稳定增长。

新注入温胃舒养胃舒，相比原有三九胃泰，填补了空白，而且竞争程度小，有做大的潜力。现在市场规模还较小，相信在公司强大的营销体系支持下，两个品种将显著增长。

温胃舒主要用于慢性胃炎，胃脘凉痛，饮食生冷，受寒痛甚。4批文，其中合肥神鹿占两个。

养胃舒滋阴养胃用于慢性胃炎，胃脘灼热，隐隐作痛。7批文，其中合肥神鹿占两个。

Figure 20 我国中药胃药主要产品

	OTC	国家医保	生产厂家	2010年市场份额
达喜片	甲类	乙类	拜耳	5.20%
吗丁啉片	甲类	甲类	西安杨森	4.25%
健胃消食片	乙类	部分省市乙类	江中药业	4.04%
斯达舒	甲类	乙类	修正药业	2.99%
耐信	处方药	乙类	阿斯利康	2.96%
洛赛克片	处方药	甲类	阿斯利康	2.92%
碧生源常润茶	保健食品	—	北京澳特舒尔	2.22%
思密达散剂	甲类	甲类	天津博福益普生	1.98%
999胃泰颗粒	甲类	甲类	华润三九	1.97%
妈咪爱散	乙类	—	北京韩美	1.90%

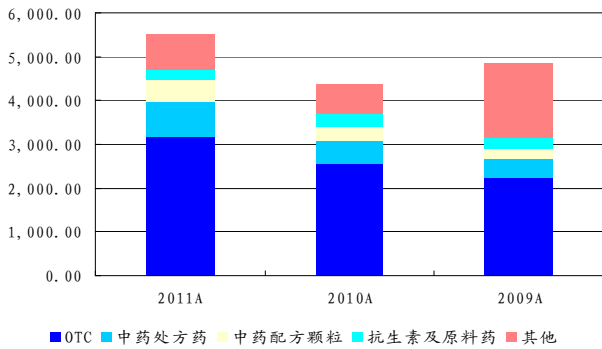
数据来源：南方所、世纪证券研究所

(4)其他领域-未来增长潜在动力：咳嗽、妇科等系列收入占比还比较小，但也不排除做大。

潜力品种强力枇杷露2011年估计销售达到1.8亿，止咳化痰是我国OTC市场的第三大领域。强力枇杷露药监局总共批了139个批文，公司依靠品牌影响力及销售渠道优势，占据优势地位的可能性还是非常大的。预计最少能够随行业增长。

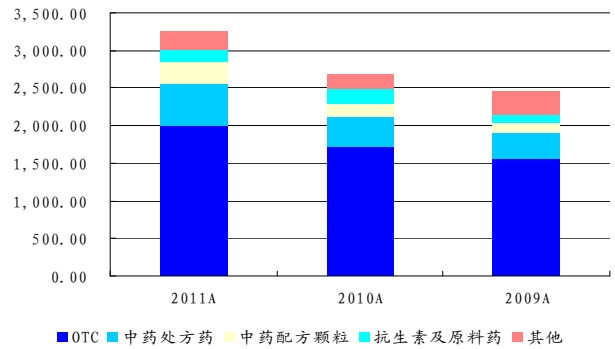
3. 中药处方药及配方颗粒-贡献越来越大

Figure 21 华润三九近3年收入构成



数据来源: WIND、世纪证券研究所

Figure 22 华润三九近3年营业利润构成



数据来源: WIND、世纪证券研究所

3.1 中药处方药-注射剂为主-平稳增长

参附及参麦是公司中药处方药的核心产品, 都为医保甲类产品, 2011年过3亿。受益于我国医药市场的成长, 预计最少达到行业平均水平年增长超过20%。

Figure 23 华润三九重点处方药产品

	医保	主治
参附注射液	甲类	回阳救逆, 益气固托
参麦注射液	甲类	益气固托, 养阴生津, 生脉
华蟾素注射液	甲类	解毒、消肿、止痛, 用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等
华蟾素片	乙类	解毒、消肿、止痛, 用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等

数据来源: 华润三九网站、年报、世纪证券研究所

另外一个重点产品线为安徽金蟾的华蟾素注射液, 属中药保护品种, 医保甲类, 治疗中、晚期肿瘤及慢性乙型肝炎等症, 但受制于没有询证医学数据的支持, 销售规模1亿左右。

3.2 配方颗粒-市场空间大, 竞争程度低-未来三年年均25%增长

中药配方颗粒作为中药饮片的替代产品, 优势明显, 未来市场空间不容小觑。但疗效以及没进全国医保限制了其应用。

中药配方颗粒保持了中药饮片的性味与功效, 质量稳定可靠, 适合中医临床辨证施治、处方加减的需要, 但也有其不足之处。

Figure 24 中药配方颗粒相对于中药饮片的优劣势

	中药配方颗粒	中药饮片汤剂
原材料特点	生产加工GMP监控, 保证产品质量, 大规模采购与生产能够提高原材料的利用效率	原材料没有统一标准, 难以控制
是否煎服	否, 直接冲服; 单味中药提取, 药材之间有效成分没有进行相互作用	需要煎煮后服用, 有中药吃三煎传统; 药材中有效成分在煎煮过程中可能发生化学反应
流通环节	1.直接分袋包装好, 不易变质、污染, 便于保管; 2.方便服用, 省时省力, 符合现在现代的生活节奏; 3.价格偏贵, 渠道动力足	不易保管, 容易损耗、受潮、污染等
药效	同等药材的条件下, 相比饮片效果较差	药材质量决定, 但相比西药产生疗效时间滞后
全国大范围推广的条件	1.进入全国医保(现仅进入个别地方医保); 2.在科学上证明其疗效不输传统; 3.建立国家标准, 政府推广	政府推广, 治未病
日韩发展状况	日本、韩国及台湾等生产中药颗粒剂30多年, 主以复方、辅以单味加减, 产品均列入国家和地区的医疗保险。日本现有汉方厂40多家, 主要生产210种中药经典方剂。韩国主要生产单味中药片、胶囊系列。台湾有科学中药生产厂30多家, 生产复方400余种, 单味中药200余种, 其注册要求较低。	

数据来源: 世纪证券研究所

市场处导入期, 竞争小。现在总共有6家公司获得中药中药配方颗粒的批文, 包括华润三九、北京康仁堂(红日药业)、四川新绿色药业、广东一方药业、南宁培力、江苏天江药业。每家的规模都不大, 整个市场还处于导入期。

市场空间大。中药配方颗粒终端市场规模为40-50亿, 但相对于中药饮片终端853亿(CAGR30%)的市场, 占比还比较小(<5%), 还处在市场导入阶段。未来三年保持30%增长的可能性大。

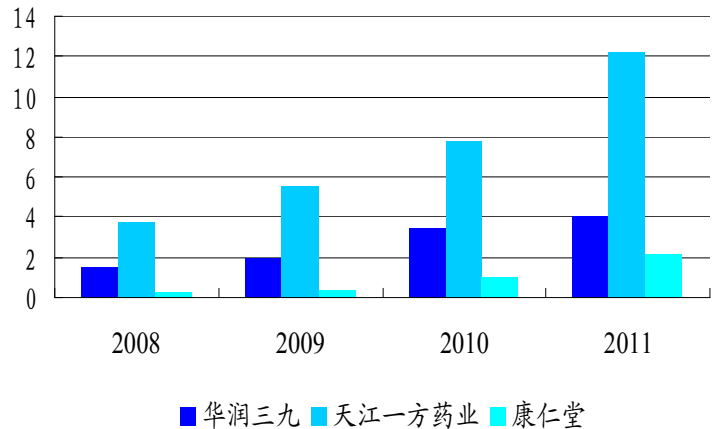
Figure 25 中药配方颗粒终端市场规模估算

占比中药饮片市场份额	悲观条件: 按照现有情况发展	中性条件: 进入多省地方医保	乐观条件: 国家医保、疗效得到验证或者引入成药复方颗粒	中药饮片市场规模估计
2011	5%, 40-50亿			850亿
2015	5%	6-8%	10-13%	2000亿<
2020	5%	10-13%	20-25%	4000亿<

数据来源: WIND、世纪证券研究所

疗效成限制因素。但根据互联网上的一个小调查显示, 对于已有中药配方颗粒疗效的评价, 优和良以上评价的仅占35.1%, 中评占比34.2%, 差评以下的占比30.7%。疗效上的劣势, 限制了中药配方颗粒的应用。

Figure 26 中药配方颗粒主要厂家市场规模比较



数据来源: 公司公告、世纪证券研究所

华润三九未来中药配方颗粒未来三年保持年均25%的可能性非常大(出厂价规模7.8亿元)。华润三九相比竞争对手在**资金、品牌**以及**进入时间**(2002年第二批获批)上面优势明显,未来三年保持年均25%增长的可能性非常大,但竞争程度的加剧以及固定资产的投入会导致未来毛利率呈下降趋势,预计由现在的60%下降到50%。

Figure 27 华润三九中药配方颗粒市场规模估算

	出厂价规模(30%终端价估算)	终端规模(中性条件)	配方颗粒市场规模	市场份额
2011	4亿	13亿	40-50亿	23-25%
2015	7.56-11亿<	25.2-36.8亿<	120-160亿<	21-23%
2020	21-31.2亿<	72-104亿<	400-520亿<	18-20%

数据来源: 世纪证券研究所

4. 其他业务-辅助公司发展

华润三九其他业务包括抗生素、包装印刷品及医疗服务业务(三九脑科医院)等。

抗生素业务: 与公司传统业务的协同性不大,加上国家对抗生素限制,2011年整体性的收入已经下降到3亿以下,净利润6000万,但我们预计未来对公司整体业绩的贡献将越来越小。

包装印刷品: 服务于其他业务。

医疗服务: 三九脑科医院。由于与集团对华润三九中药业务定位不一致,预计在上市公司中不做重点发展。

5. 销售团队及渠道国内具有显著优势

华润三九销售渠道遍布全国。

三九医贸公司是公司主要销售平台。采取事业部制，分为OTC、处方药、抗生素等事业部。

人均效率高。现总共有营销人员2954名(截止2012.6.30)。2012年上半年人均销售额达到111.88万元，2011年190.8万(2896人)，2010年198万(2202人)。我们推测今年人均销售额超过200万的可能性非常大，近三年人均销售额都接近200万/人，说明华润三九的销售体系的复制能力非常强，在扩张的过程当中，并没有因为规模的扩大而降低效率。人均200万/年的销售额，相对于其他可比竞争对手处于优势。

Figure 28 华润三九人均销售额与国内可比上市公司比较

人均销售额		2009	2010	2011	2012H
华润三九	销售收入(亿)	48.52	43.65	55.25	33.05
	销售人员(人)		2202	2896	2954
	人均销售额(万)		198.23	190.78	111.88
仁和药业	销售收入(亿)	9.83	13.68	22.08	11.57
	销售人员(人)	721	755	1174	1589
	人均销售额(万)	136.34	181.19	188.07	72.81
江中药业	销售收入(亿)	18.90	25.64	26.47	15.38
	销售人员(人)	1812	2009	2129	
	人均销售额(万)	104.30	127.63	124.33	
哈药股份	销售收入(亿)		67.41	62.07	90.87
	销售人员(人)	3909	3902	4060	
	人均销售额(万)		172.76	152.88	

数据来源：WIND、世纪证券研究所

用于说明华润三九销售体系效率，由于缺乏准确数据，每个公司销售模式、产品都不一样，仅能近似比较；其中华润三九与仁和药业仅有医药工业业务；江中药业销售收入包括医药商业收入，哈药股份收入不包括医药商业收入，由于没有哈药股份医药工业销售人员准确数据，取全部销售人数。

渠道主要采取二级代理制，不停的适应市场的变化。2010年开始，三九开始销售渠道优化工程，进行渠道变革，目的是适应医改以及调动渠道的积极性。

建立“三九商道”，减少经销商层级，精减一、二级经销商30%，OTC会随着基药的扩容向医院扩容。在中药处方药方面，公司采取直销+代理模式，覆盖二级以上医院，专门进行学术营销。核心工作是要稳定和提升市场价格、建设区域化网络建设并且提供差异化的客户服务，预计

用3-5年时间完成，现在已经进入到第三年，医药工业销售收入从2009年的38亿上升到2011年55亿，OTC从22.6亿上升到31.8亿。

覆盖面广，控制力强。华润三九重点覆盖6万个终端，有影响力的终端达到20万家(我国现总共拥有药店40万家，其中连锁药店前百强拥有5万家药店)，现在积极跟百强连锁药店合作，还有很大的提升空间。

6. 华润集团入主后公司业务蒸蒸日上

6.1 定位集团中药业务平台

控股股东华润医药旗下主要有华润三九、东阿阿胶、华润双鹤、安徽华源、华润医药商业、华润赛科医药、北京紫竹药业七个控股企业，另还持有华润医药北京产业园、华润医药创业孵化事业部、华润片仔癀药业有限公司等。

作为国内中药OTC的龙头上市公司，**华润医药集团将华润三九定位于除保健品外的中药平台**，华润三九将受益于集团的管理及资本优势，不仅将集团的中药业务逐步注入上市公司，同时华润三九也可依靠强大的集团背景进行外延式的收购。

6.2 资产并购

Figure 29 华润三九近年并购企业

	收购企业	关系	产品
2008年	山东三九55%股权	关联企业	天母降压片等
	湖南三九78%股权	关联企业	痔宁片等
2009年	黄石三九100%股权	关联企业	雷公藤片等
	金蟾生化88.68%股权	非同一控制	华蟾素注射液、片等
	江西百安100%股权	非同一控制	外用皮肤药
2011年	本溪三药等4家公司100%股权	同一控制	胃肠、心脑血管等
2012年	顺峰药业100%股权	非同一控制	抗真菌类皮肤药，顺峰康王等

数据来源：公司公告、世纪证券研究所

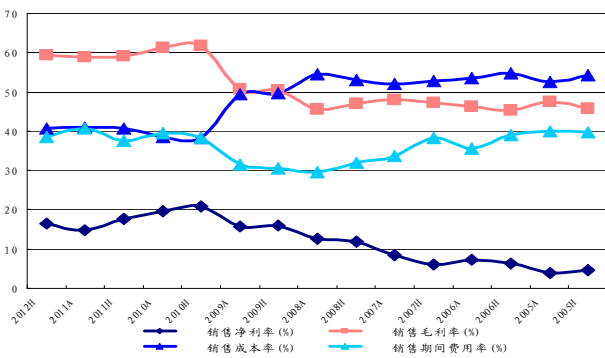
华润三九的收购与整合，拓展公司的产品线。华润三九有成熟的品牌与渠道，搭载新产品后，不仅收入及利润提高，也提高了公司的效率。

2009年，华润三九出售三九连锁以及汉源三九，聚焦制药行业主业及三九品牌的核心竞争力，2010年公司各项指标都大幅上升。近年公司盈利能力保持稳定，虽然在2011年受制于成本的上升，各项指标

都有一定程度下降，但 2012 年上半年改善明显。华润三九的收购与整合并没有影响公司的盈利能力与股东回报。

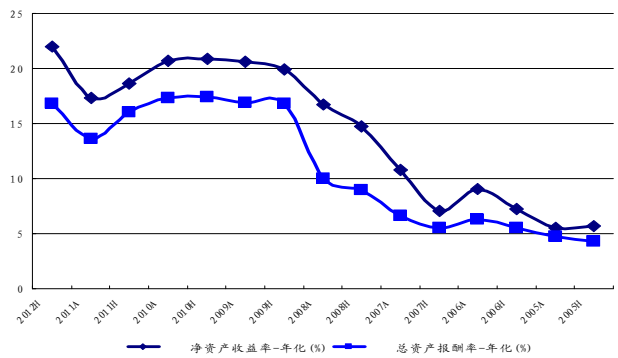
2012 年公司收购广东顺峰药业，极大的丰富了公司的皮肤药产品线。公司将尝试多品牌运作，保留顺峰的品牌，但产品将进入三九的营销体系。由于广东顺峰药业的营销能力非常差，我们认为其将与华润三九经营产生协同，将有更大的发展。

Figure 30 华润三九历年盈利能力指标



数据来源：WIND、世纪证券研究所

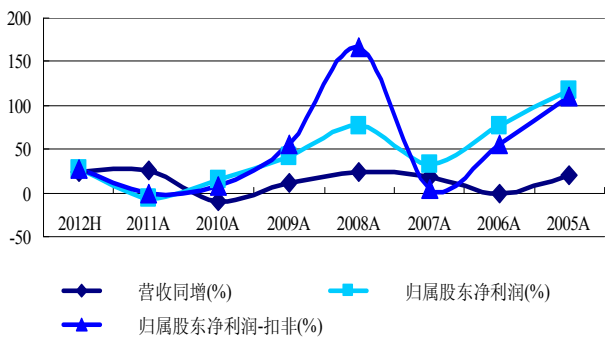
Figure 31 华润三九历年资产回报情况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

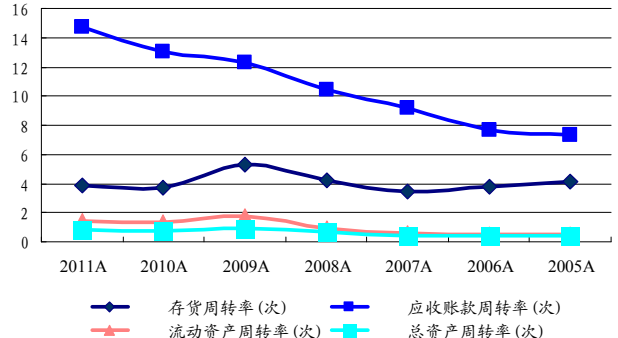
7. 财务分析

Figure 32 华润三九成长能力



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 33 华润三九营运能力



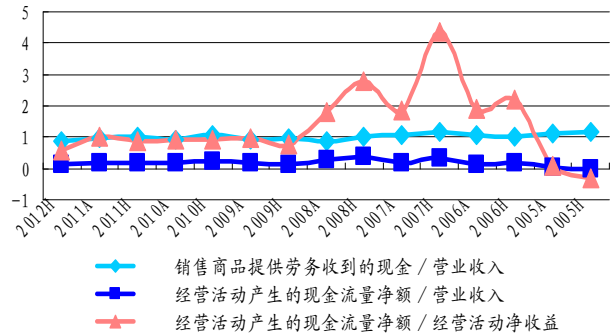
数据来源：WIND、世纪证券研究所

华润三九很少出现负增长，2010 年公司营业收入出现负增长是由于公司在当年剥离了医药商业业务导致，而 2011 年的负增长是由于当年原材料成本上升导致。2012 年公司业务拓展顺利，加上原材料成本显著下滑，2012 年成长能力情况良好。

营运能力也是逐年上升，应收账款周转率逐年上升，总资产、流动

资产、存货周转率都处于健康水平。

Figure 34 现金流量



数据来源: WIND、世纪证券研究所

现金流量也控制的很好。从进入华润集团以来, 现就流量都很稳定。

Figure 35 杜邦分析

报告期	2012H	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A	2006A	2005A
杜邦分析								
权益净利率(ROE)(%)	11.01	17.37	20.66	20.61	16.73	10.78	9.04	5.52
权益净利率-同比增减(%)	1.7	-3.29	0.05	3.87	5.95	1.74	3.52	34.22
因素分解:								
销售净利率(%)	16.47	14.75	19.68	15.69	12.54	8.39	7.29	3.93
——净利润 / 利润总额(%)	83.49	85.97	83.08	84.2	83.77	72.83	83.26	66.91
——利润总额 / 息税前利润(%)	101.27	101.82	101.63	100.39	99.42	79.62	57.91	52.15
——息税前利润 / 营业总收入(%)	19.48	16.85	23.31	18.57	15.05	14.48	15.13	11.27
资产周转率(次)	0.43	0.81	0.74	0.91	0.66	0.46	0.41	0.42
权益乘数	1.63	1.56	1.48	1.55	2.17	2.88	3.02	3.27
归属母公司股东的净利润占比(%)	94.74	93.29	94.98	93.16	92.41	96.57	99.01	102.71

数据来源: WIND、世纪证券研究所

8.短期业绩制约因素有改善

2011年, 华润三九收入稳定增长的同时, 利润出现了同比下滑, 主要受原材料涨价影响导致毛利率下降。

受原材料价格、人力成本、能源等上涨影响, 公司综合毛利率从2010年的61.37%, 下降到2011年的58.96%; 2012年华润三九通过管理缓解成本压力, 另中药材价格上涨压力得到一定程度的缓解, 到2012年中, 华润三九综合毛利率提升到59.41%。

未来, 在华润三九管理层的领导下, 公司有能力缓解逐渐上升的经营成本。

Figure 36 中药材综合价格指数

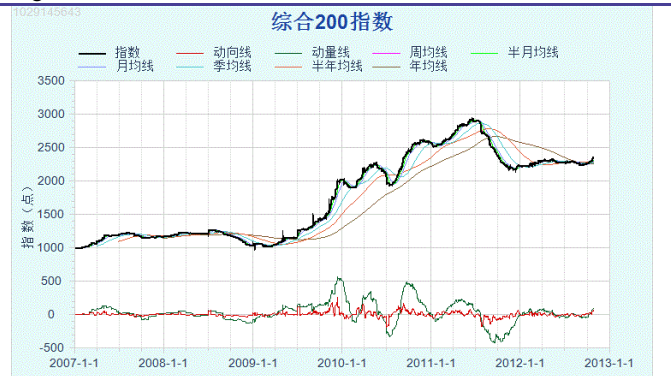


Figure 37 中药材感冒指数



9.业绩预测与价值评估

9.1 业绩预测

我们预计华润三九 2012-2013 年营业收入 67.08 亿与 78.91 亿，同比增长 21.41%与 17.63%，实现归属母公司净利润 10.6 亿与 13.7 亿元，EPS 为 1.01 元与 1.31 元，分别同比增长 30.3%与 29.7%，现在价格为 22.55 元/股，同期预测 PE 为 22.3 倍与 17.8 倍。

Figure 38 华润三九业绩预测

百万元	2013E	2012E	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A	2006A
营业收入合计	7890.77	6708.33	5525.22	4365.15	4852.72	4316.19	3477.56	2932.43
增长率%	17.63	21.41	26.58	(10.05)	12.43	24.12	18.59	(1.25)
医药行业	6823.89	5782.96	4701.59	3712.59	4176.61	3352.04	4233.84	2482.98
增长率%	18.00	23.00	26.64	(11.11)	24.60	(20.83)	70.51	(5.94)
包装印刷	543.44	472.56	410.92	343.49	311.73	288.70	369.23	216.43
增长率%	15.00	15.00	19.63	10.19	7.98	(21.81)	70.60	(11.51)
医疗服务	423.72	353.10	294.25	203.17	159.27	119.67	78.24	34.66
增长率%	20.00	20.00	44.83	27.56	33.09	52.95	125.74	(17.18)
海外贸易	68.94	68.94	68.94	70.19				
增长率%	0.00	0.00	(1.78)					
其他	30.78	30.78	30.78			148.13	107.57	133.85
增长率%					(100.00)	37.71	(19.63)	209.69
营业成本合计	3104.25	2713.35	2267.39	1686.23	2396.07	2352.87	1810.58	1572.71
增长率%	14.41	19.67	34.47	(29.63)	1.84	29.95	15.12	0.86
医药行业	2361.68	2053.64	1683.31	1229.69	1927.29	1627.30	2779.32	1280.25
增长率%	15.00	22.00	36.89	(36.20)	18.43	(41.45)	117.09	(3.80)
包装印刷	380.69	336.89	292.95	236.18	227.03	206.79	279.01	152.10
增长率%	13.00	15.00	24.04	4.03	9.79	(25.88)	83.44	(12.13)
医疗服务	299.45	260.39	220.67	151.32	115.72	83.73	51.35	22.90
增长率%	15.00	18.00	45.83	30.76	38.21	63.06	124.24	1.10
海外贸易	54.66	54.66	54.66	49.00				
增长率%	0.00	0.00	11.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	7.77	7.77	7.77			86.07	72.76	96.19
增长率%					(100.00)	18.29	(24.36)	194.52
毛利率合计%	60.66	59.55	58.96	61.37	50.62	45.49	47.94	46.37
医药行业%	65.39	64.49	64.20	66.88	53.86	51.45	34.35	48.44
包装印刷%	29.95	28.71	28.71	31.24	27.17	28.37	24.43	29.73
医疗服务%	29.33	26.26	25.01	25.52	27.35	30.04	34.36	33.95
海外贸易%	20.71	20.71	20.71	30.19				
其他%	74.76	74.76	74.74			41.89	32.35	28.14

数据来源：世纪证券研究所

9.2 DCF 估值 26.36 元/股，“买入”评级

根据我们的 DCF 估值分析，公司合理价值为 26.36 元/股，按照现在的市场价格 22.55 元/股，有一定程度低估，给予“买入”评级。

Figure 39 DCF 参数假设

DCF 主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.55%	法定所得税	18.00%
BETA	0.74	债务成本	6.13%
市场预期收益率	12.00%	债务比例	24.81%
股权成本	9.84%	WACC	8.92%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 40 DCF 估值

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.92%	60.64	76.52	108.94	211.71	(2308.57)	(154.55)
4.92%	47.48	56.14	70.71	100.45	194.73	(2117.43)
5.92%	38.82	44.08	52.03	65.41	92.72	179.28
6.92%	32.71	36.14	40.98	48.28	60.57	85.67
7.92%	28.17	30.53	33.69	38.14	44.85	56.16
8.92%	24.67	26.36	28.53	31.44	35.54	41.71
9.92%	21.91	23.15	24.70	26.70	29.38	33.15
10.92%	19.66	20.60	21.74	23.17	25.02	27.49
11.92%	17.82	18.53	19.40	20.45	21.77	23.47
12.92%	16.27	16.83	17.49	18.29	19.26	20.48
13.92%	14.96	15.40	15.91	16.53	17.26	18.16
14.92%	13.83	14.18	14.59	15.07	15.64	16.31

数据来源：世纪证券研究所

10.风险提示

- (1) 医药行业增速下降风险
- (2) 公司市场开拓低于预期风险
- (3) 新产品研发低于预期或失败风险
- (4) 产品副作用对公司业绩影响的风险

Figure 41 财务预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4146	5136	5605	7035	营业收入	5525	6708	7890	9153
现金	2023	1965	2367	3230	营业成本	2267	2713	3018	3610
应收账款	443	579	665	765	营业税金及附加	71	58	74	89
其他应收款	53	317	193	220	营业费用	1759	2098	2479	2837
预付账款	69	105	122	150	管理费用	507	590	705	778
存货	684	732	816	996	财务费用	-16	-2	-1	-28
其他流动资产	875	1438	1443	1675	资产减值损失	12	0	0	0
非流动资产	3453	3567	3785	3808	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1347	1606	1668	1621	营业利润	927	1251	1615	1866
无形资产	1288	1515	1806	1943	营业外收入	42	0	0	0
其他非流动资产	799	427	292	225	营业外支出	21	0	0	0
资产总计	7599	8703	9390	10843	利润总额	948	1251	1615	1866
流动负债	2636	2970	2617	2930	所得税	133	191	244	280
短期借款	61	670	184	202	净利润	815	1060	1370	1586
应付账款	629	718	805	971	少数股东损益	55	69	86	97
其他流动负债	1946	1582	1629	1757	归属母公司净利润	760	991	1285	1489
非流动负债	113	54	55	56	EBITDA	1050	1395	1790	2031
长期借款	4	0	-5	-9	EPS (元)	0.78	1.01	1.31	1.52
其他非流动负债	109	54	60	65					
负债合计	2748	3024	2672	2985					
少数股东权益	306	375	460	557	主要财务比率				
股本	979	979	979	979	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
资本公积	1207	1207	1207	1207	成长能力				
留存收益	2367	3123	4076	5120	营业收入	26.6%	21.4%	17.6%	16.0%
归属母公司股东	4545	5304	6258	7301	营业利润	-3.7%	35.0%	29.1%	15.6%
负债和股东权益	7599	8703	9390	10843	归属于母公司净利润	-6.8%	30.3%	29.7%	15.9%
					获利能力				
					毛利率(%)	59.0%	59.6%	61.8%	60.6%
					净利率(%)	13.8%	14.8%	16.3%	16.3%
					ROE(%)	16.7%	18.7%	20.5%	20.4%
					ROIC(%)	30.6%	26.1%	32.0%	34.0%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	36.2%	34.7%	28.5%	27.5%
					净负债比率(%)	2.38%	22.43%	6.96%	6.70%
					流动比率	1.57	1.73	2.14	2.40
					速动比率	1.31	1.48	1.83	2.06
					营运能力				
					总资产周转率	0.78	0.82	0.87	0.90
					应收账款周转率	7	7	6	7
					应付账款周转率	3.93	4.03	3.96	4.07
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.78	1.01	1.31	1.52
					每股经营现金流(最新)	0.98	-0.19	1.60	1.48
					每股净资产(最新摊)	4.64	5.42	6.39	7.46
					估值比率				
					P/E	29.03	22.28	17.18	14.82
					P/B	4.86	4.16	3.53	3.02
					EV/EBITDA	19	15	11	10

数据来源: 世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.