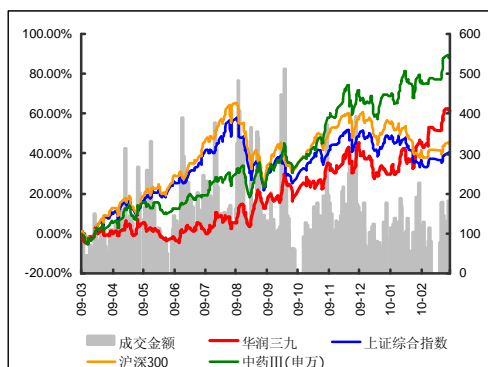


评级：谨慎推荐

2010 年 3 月 4 日

华润三九（000999）：价值被低估的 OTC 市场的领军者



市场数据：2010 年 3 月 3 日

行业分类：医药制造业

沪深 300 指数：3335.08

中药 III（申万）：4173.88

研究员：张宏斌

电话：(0351) 4131415

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地址：山西·太原·青年路8号

邮编：030001

网址：www.dtsbc.com.cn

投资要点：

- Ø 华润集团的入主推动公司跨越式的发展。央企华润集团的入主，不但解决了公司历史遗留的巨额债务问题，为公司甩掉包袱从而得到跨越式发展提供了坚实的基础，而且通过对公司资产进行重组和有效的整合并对公司的并购方面提供了大力的支持，将公司努力打造成为华润旗下品牌中药的核心发展平台。
- Ø 公司 OTC 业务仍将保持快速增长。公司核心产品感冒灵系列虽未列入基本药物目录，但在价格未有下调的前提下，依然保持快速增长；公司独家品种三九胃泰和正天丸入选基本药物目录的效用将得到充分的体现，其销售收入有望迎来爆发式增长；定位高端的新产品糠酸莫米松凝胶将成为公司皮肤用药业务的一大亮点。此外，庞大的农村市场将可能为公司 OTC 业务的发展带来新的机遇。
- Ø 中药处方药以及免煎中药等业务有望加速增长。随着三个主导中药注射剂产品的稳步增长以及华蟾素注射液的爆发式上涨，公司中药处方药业务有望保持 30% 以上的增长；公司中药配方颗粒业务也将以 30% 左右的速度快速发展，公司有望成为行业标准的制定者。
- Ø 研发投入的加大将弱化公司研发能力不足的劣势。公司业已细化了研发战略，明确了研发的重点领域，未来研发资源将重点向抗肿瘤、心血管等专科用药领域倾斜。此外，公司于 09 年首次获得国家“十一五重大专项”和发改委“国家高技术产业基地建设”项目资助，取得多项政府科研经费支持。我们认为，公司将以此为契机，进一步加大研发的投入，解决这一长期阻碍公司发展的短板。
- Ø 估值分析。预计公司 2009-2011 年每股收益（EPS）分别为 0.93、1.19 和 1.49 元，考虑到公司巨大的竞争优势以及广阔的成长空间，我们认为，公司 2010 年合理的估值水平应在 35 倍，6-12 个月目标价为 32.55 元，给予“谨慎推荐”的投资评级，建议投资者选择华润三九作为长期投资标的。
- Ø 风险提示。1、新医改带来的风险；2、中药注射剂不良反应的风险；3、成本上升的风险。

目 录

一、OTC 市场的领军者	3
(一) 公司简介	3
(二) 公司的业务框架	4
(三) 华润的入主具有划时代意义	4
二、OTC 业务	6
(一) 我国 OTC 市场概况	6
(二) 核心产品感冒灵 09 年保持快速增长	7
(三) 三九胃泰 10 年销量将迎来爆发式增长	8
(四) 皮炎平遭遇瓶颈, 皮肤用药还看新品种	9
(五) 正天丸入选基本药物目录的效用将充分体现	9
三、其它制药业务	10
(一) 中药处方药	10
(二) 抗生素普药	11
(三) 免煎中药	11
四、公司 SWOT 分析	12
(一) 优势 (Strengths)	12
(二) 劣势 (Weaknesses)	13
(三) 机会 (Opportunities)	13
(四) 威胁 (Threats)	13
五、盈利预测及估值分析	13
(一) 盈利预测	13
(二) 估值分析	14
六、风险提示	15
(一) 新医改带来的风险	15
(二) 中药注射剂不良反应的风险	15
(三) 成本上升的风险	15

图表目录

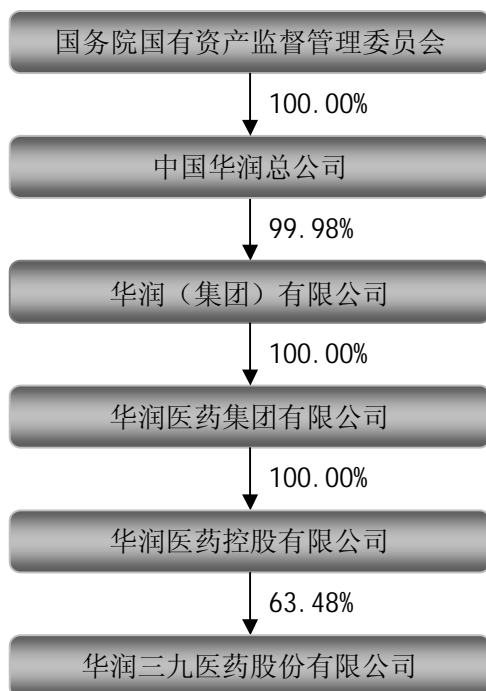
图表 1: 公司股权结构示意图	3
图表 2: 公司主要业务框架及各业务所占公司营收份额 (09 年报)	4
图表 3: 公司 2000-2009 年营业收入以及净利润增长情况 (单位: 亿元)	5
图表 4: 公司 2009 年营业收入构成 (按地区分类)	5
图表 5: 我国 OTC 市场规模及增速 (单位: 亿元)	6
图表 6: 我国医药工业总产值增长情况 (单位: 亿元)	7
图表 7: 公司核心产品感冒灵系列历年销售情况 (单位: 亿元)	8
图表 8: 皮炎平历年销售情况 (单位: 亿元)	9
图表 9: 免煎中药优点一览	11
图表 10: 公司 2003-2009 年三项费用比例变化	12
图表 11: 公司盈利预测表	13
图表 12: 重点上市公司估值对比	14

一、OTC 市场的领军者

（一）公司简介

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、三九企业集团（深圳南方制药厂）、深圳九先生物工程有限公司、深圳市先达明物业管理有限公司以及惠州市壬星工贸有限公司等5家公司发起设立三九医药股份有限公司（简称“三九医药”）。2000年3月9日三九医药在深圳证券交易所挂牌上市，随后不断出现大股东占款以及严重的信用和债务危机。2006年12月，华润集团公司作为三九集团潜在战略投资者向有关部门提交了三九集团重组方案。2007年7月，国资委在《关于三九集团重组有关问题的批复》中，同意三九集团资产债务重组的整体安排，由华润医药收购新三九并向其增资至40亿元，用于新三九收购三九集团的有效资产。2007年8月，华润集团在香港注册成立了华润医药。2007年9月，华润医药收购三九集团所持新三九（现称华润医药控股有限公司）100%股权及增资等事宜获商务部批准。2008年1月，国资委下发《关于三九企业集团并入华润（集团）有限公司的通知》，三九集团并入华润集团成为全资子公司。自此，华润集团正式入主三九医药，并于08年12月份通过股改方案。2010年2月11日，经深圳市市场监督管理局核准，公司名称正式变更为“华润三九医药股份有限公司”。

图表 1：公司股权结构示意图

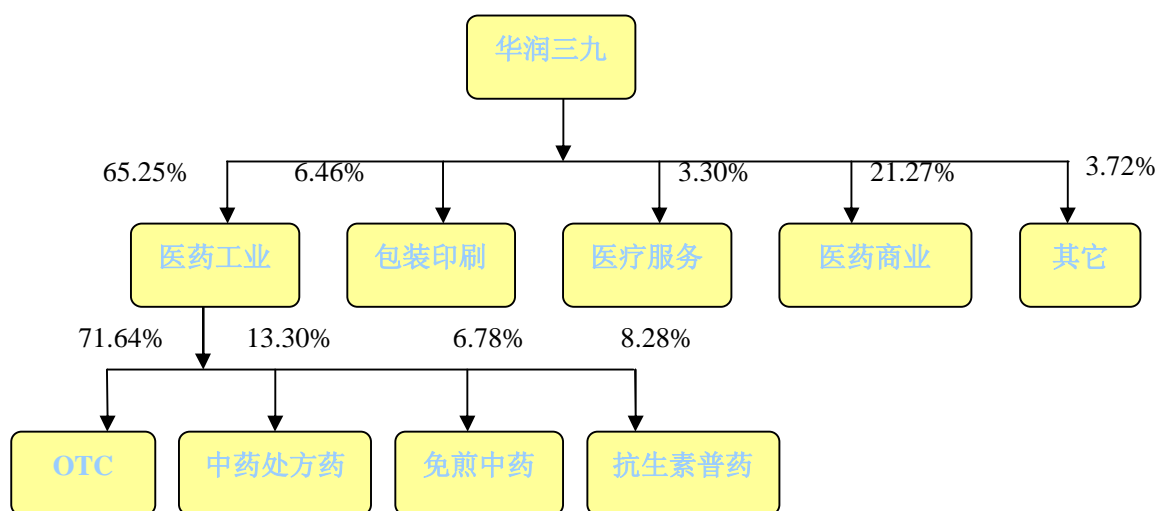


资料来源：公司资料、大同证券研究部

（二）公司的业务框架

公司主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务。公司以OTC（非处方药）、中药处方药、免煎中药、抗生素及普药为四大制药业务模块，辅以包装印刷、医疗服务等相关业务。

图表 2：公司主要业务框架及各业务所占公司营收份额（09 年报）



资料来源：公司资料、大同证券研究部

OTC业务是公司医药工业中的核心业务。公司09年报显示，OTC业务所占公司制药业务营业收入的比重为71.64%，主要囊括感冒发热类、皮肤类、胃肠类、妇科类、止痛类、止咳类、骨科类等品种。尽管公司中药处方药以及免煎中药的比重仅占到13.30%和6.78%，但我们认为公司这两块业务的成长速度较快，成长空间巨大，随着公司的进一步发展，此两项业务所占比例将会不断提升。而抗生素及普药就目前来看并不是公司的战略重点所在，但其增速也可与细分行业保持同步。

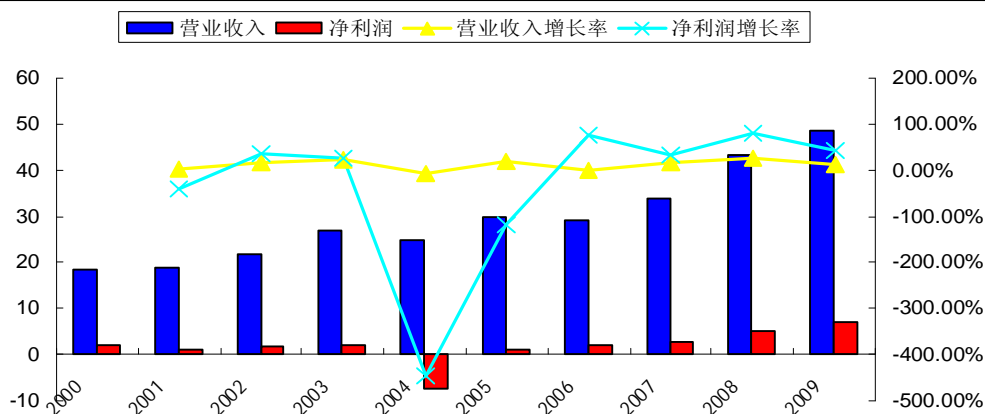
（三）华润的入主具有划时代意义

央企华润集团的入主，不但解决了公司历史遗留的巨额债务问题，为公司甩掉包袱从而得到跨越式发展提供了坚实的基础，而且通过对公司资产进行重组和有效的整合并对公司的并购方面提供了大力的支持，将公司努力打造成为华润旗下品牌中药的核心发展平台。

至今，公司已经剥离了房地产以及零售连锁等业务，我们预计剩余的包装印刷和医疗服务等非医药工业等业务也将得到逐步处理；而在并购重组方面，公司09年先是收购湖南三九22%的股权；之后又收购三九黄石100%的股权及相关债务，取得了包括雷公藤、泰脂安在内的众多

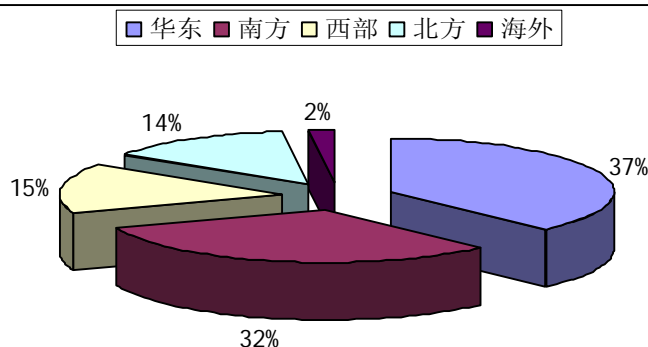
产品；随后又收购了安徽金蟾生化股份有限公司，获得抗肿瘤独家产品华蟾素注射液。

图表 3: 公司 2000-2009 年营业收入以及净利润增长情况 (单位: 亿元)



资料来源: 公司资料、大同证券研究部

图表 4: 公司 2009 年营业收入构成 (按地区分类)



资料来源: 公司资料、大同证券研究部

自华润集团入主后, 公司营业收入由07年的34.78亿增长到09年的48.53亿, 复合增长率为18.12%; 净利润由07年的2.82亿增长至09年的7.09亿, 复合增长率高达58.56%。由此可见, 背靠实力强大的华润集团, 公司的效益得到了质的提高。

据悉, 华润集团将分拆华润医药业务赴港上市, 此工作已列入华润集团未来两年的工作议程, 华润医药将于2012年前以红筹形式登陆香港联交所。因此作为华润医药集团主体企业, 华润三九未来几年的业绩很重要, 因为这将华润医药业务板块赴港上市的估值水平产生重大影响。因此, 我们认为, 公司作为华润旗下品牌中药的核心发展平台, 不仅在公司兼并中会得到华润集团的大力支持, 未来也不排除华润集团将旗下的优质资产注入公司的可能。这无疑将会为公司提供外延式扩张的潜在机会。

二、OTC 业务

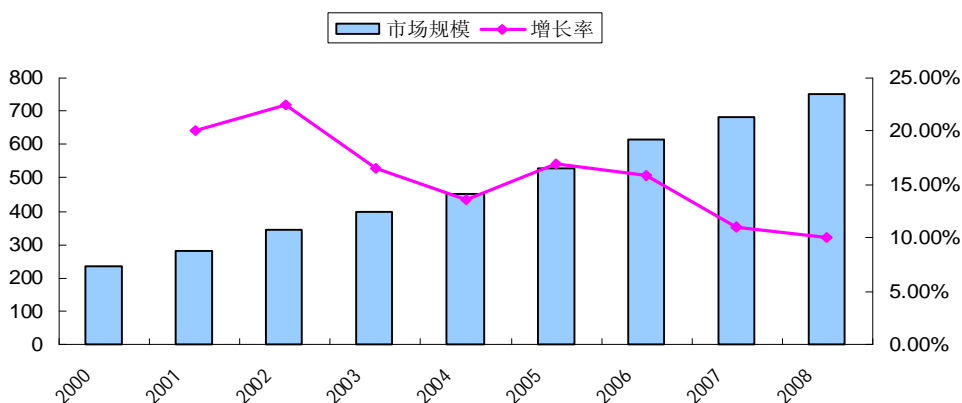
（一）我国 OTC 市场概况

OTC 是英文 Over The Counter 的缩写，国际上通称为非处方药。非处方药是相对处方药（Rx）而言，是指那些不需要医生处方，消费者可直接从药店或药房购买的药物。消费者可凭借自己所掌握的医药知识，借助药品标签，对轻微短期病症进行自我药疗，在药剂师指导下有选择地购买药品，并按规定的方法使用。

尽管我国今年年底将有望成为世界第二大 OTC 市场，其发展速度也远超全球市场增速，然而我国 OTC 行业仍处在起步的初级阶段，存在很多的挑战 and 机会。自我药疗是 OTC 主要的命脉，是中国 OTC 发展中非常重要的机会，中国正好处在初期的发展阶段，中国每个人服用 OTC 药的比例跟国际相比，远远低于国际性的水平，自我用药的水平还偏低，而中国非处方药协会数据显示，中国非处方药销售额占全国医药市场总份额的 10%~15%，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，这些数据均说明整个行业还有非常广阔的发展空间和潜力。我们预计 2020 年我国将成为世界最大的药品市场。

此外，根据我国知名市场检测机构新生代的调查数据显示，在我国的自我药疗市场，消费者倾向服用中药汤剂的占 4.95%，倾向于中成药的占 32.32%，两者的总量与倾向使用西药的比例 36.32% 基本持平。这说明，中药在中国消费者中有很强影响力。随着国家对中医药事业扶持力度的加大，未来中药制剂的市场份额必将大幅提升。

图表 5：我国 OTC 市场规模及增速（单位：亿元）

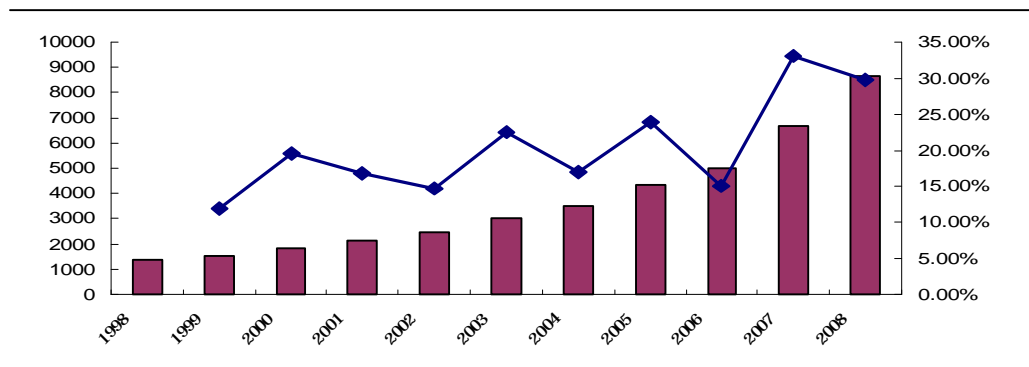


资料来源：SFDA、大同证券研究部

市场普遍认为，随着新医改的逐步推荐，基本医疗保障制度的日益健全，人们自我医疗的意愿将会逐步减弱，整个 OTC 市场的增长速率将会趋缓。但是我们持有与市场主流相反的观点，我们认为，未来 5 年仍将保持 10% 左右的增长。人们对医院服务系统长期存在的偏见、对 OTC

的消费习惯等综合因素决定了，尽管受基本药物目录及医改的影响，OTC 的利润空间被压缩，但仍然有新农合形成的巨大农村消费市场可供开拓。目前我国城镇人口有快速上升的趋势，在用于药品的实际消费上的开支，城镇居民则相当于农村居民的七倍。但随着农村居民对健康诉求的增高，庞大的消费基数，将为 OTC 提供更加广阔的市场空间。

图表 6：我国医药工业总产值增长情况（单位：亿元）



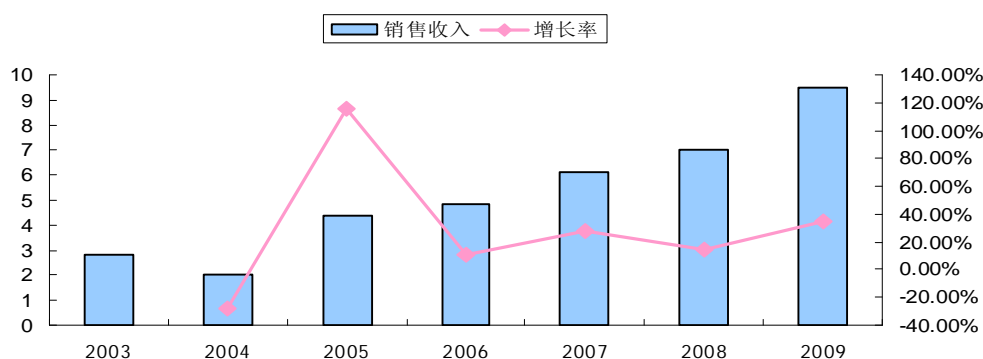
资料来源：国务院新闻办公室、工业和信息化部、大同证券研究部

而像华润三九这样的市场领导者，他们具有长期的品牌效应，以及逐步推向第三终端市场即农村市场的战略，通过终端倒逼渠道的方式，大力开发农村市场。从这个角度来说，新医改将给这些企业带来了更大的机会。我们认为，未来三年公司的 OTC 业务仍能保持 25% 左右的增长。

（二）核心产品感冒灵 09 年保持快速增长

有关数据显示，感冒的发病率约为 80%，75% 的人一年之中至少会患一次感冒。据中国非处方药协会及上海华氏大药房有限公司统计，我国常见病症自我药疗比例最高的是感冒药，达到 90% 左右的水平，高出第二位近 30 个百分点。放眼全球，此种现象也是普遍存在的。如果我们简单的按一年 10 亿人次感冒、每次花费 15-20 元推算，抗感冒药物潜在的市场规模应该在 150 亿-200 亿的水平。然而，目前抗感冒药物的市场规模并没有达到这种水平，广大的农村市场还有待开发。由于这块蛋糕巨大，加之进入门槛较低，导致抗感冒药市场成为中国 OTC 药品竞争最为激烈的领域。数据显示，2008 年，全国感冒药零售市场总规模达到 92 亿元，占当年全国药品零售总额的 10.7%，占当年药店营业收入的 8.2%；2008 年，全国感冒药的销售规模较 2007 年增长 18% 左右。从全国感冒药的大类结构来看，中成药占感冒药的比例呈不断上升的趋势，2008 年中成药的市场份额已经接近 6 成，比 2007 年增加了 3 个百分点，比 2005 年增加了接近 6 个百分点。中成药感冒药的发展好于化学药的主要原因在于：首先，从 2000 年的 PPA 事件到 08 年的伪麻黄碱事件，部分原来强势的化学药因为不良反应问题相继退出市场；此外，板蓝根等中成药在非典期间的良好表现极大的坚定了人们对中成药感冒药的信心。

图表 7：公司核心产品感冒灵系列历年销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司资料、大同证券研究部

在中成药感冒药强势崛起的大背景下，公司核心产品感冒灵系列迎来了销售增长的“黄金期”，销售收入由 04 年的 2.03 亿元增长至 09 年的 9.5 亿元，复合增长率接近 30%，近年来稳居中成药感冒药市场第一的位置。感冒灵系列虽然未列入基本药物目录，但考虑到目前其所占有的市场份额较大，加之公司选择素有“好丈夫、好父亲”之称的周华健作为感冒灵系列的代言人，感冒灵系列销量将再上一个台阶。我们预计，未来 3 年感冒灵系列仍将保持 30% 左右的增长。

（三）三九胃泰 10 年销量将迎来爆发式增长

随着人们生活节奏的日益加快，来自工作以及学习生活的压力越来越大，因生活不规律、饮食不科学而造成胃肠疾病患者的数量也越来越多。有关数据显示，目前我国胃肠道疾病患病总人数已接近 1.3 亿人，发病率接近 15%，其中，约有 40% 的患者长期受到胃肠道疾病的困扰，许多人甚至面临着癌变的威胁。在药品零售市场，胃肠道药品占药品销售总量的 30%，并且还在逐年上升。在这种环境下，吸引了众多的胃肠道疾病用药的生产企业对这块“大蛋糕”的垂涎。

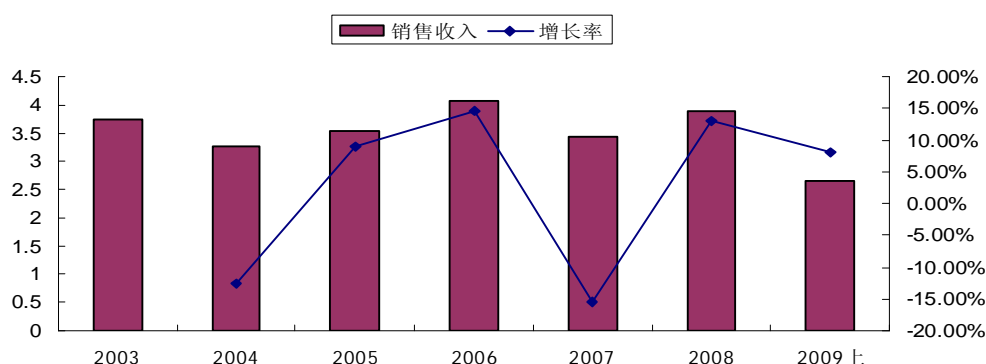
三九胃泰作为昔日公司的“金牌产品”，在 90 年代曾缔造出年销售收入超 10 亿的辉煌，随着三九“中国连锁药店第一品牌”的梦想渐行渐远，三九胃泰也逐渐走向没落。在华润入主后，公司对三九胃泰重新进行了品类规划，在 1999 年底公司推出了三九胃泰的新无糖型颗粒剂。新产品扩大了三九胃泰的适用范围，延长了三九胃泰的产品生命周期。09 年，在新版医保目录中三九胃泰从乙类升为甲类，三九胃泰迎来了新的发展机遇。三九胃泰 09 年实现销售收入 2.2 亿，同比增长约 22%。

我们认为，未来一年内，随着基本药物制度进程的逐步推进，三九胃泰的销售规模将实现跨越式的大发展，10 年三九胃泰销售收入将极有可能达到 5 亿的水平。

（四）皮炎平遭遇瓶颈，皮肤用药还看新品种

皮炎平作为公司三大拳头产品之一，一直是公司大力发展的重点。凭借公司的品牌优势以及良好的疗效，近年来皮炎平始终处于国产皮肤病外用药市场领先地位。而根据 SFDA 南方所的统计，在皮肤病外用药领域，西安杨森的达克宁和派瑞松两大品种牢牢占据细分市场前三名，其市场份额有着逐步扩大的趋势。这直接导致目前皮炎平的销售遭遇到了瓶颈，皮炎平销售增长率连年下滑，09 年更是出现负增长的情况。

图表 8：皮炎平历年销售情况（单位：亿元）



资料来源：公司资料、大同证券研究部

尽管皮炎平 09 年销售收入出现下滑，然而公司在皮肤用药外延式发展方面取得突破。09 年公司收购了上海百安（南昌）制药有限公司，补充了 15 个皮肤类品种。今年，公司将致力于对皮肤用药进行品牌规划。我们认为，皮肤用药的品牌规划将极有可能使老产品焕发新的活力。

此外，今年定位高端的新产品糠酸莫米松凝胶将成为公司皮肤用药业务的一大亮点。我们认为，公司的新产品糠酸莫米松凝胶将抢占艾洛松的一部分市场份额，新产品前景十分广阔。

（五）正天丸入选基本药物目录的效用将充分体现

头痛是一种常见、多发的慢性疑难疾病，西医对头痛的病理病机目前仍然不清晰，西医临床一般采取镇痛疗法，无法治愈头痛。中医对头痛的治疗有其独到之处，即用中药能治愈慢性头痛，并无服解热镇痛药引起的解热镇痛药性慢性胃炎、解热镇痛性肾炎的毒副作用。然而中医的头痛，其病因病机复杂，分型繁多，难以掌握，治疗效果有的不佳。

广东南方医院中医神经内科通过几十年临床研究，分析了 2000 例慢性头痛的大样本，总结出了头痛病因病机新概念：指出头痛的绝大部分均为复合证，即风证占 72.3%，瘀血证占 82.2%，痰湿证占 62.3%，虚证占 63.5%。因此，从中医的审证求因的理论，可以得出头痛的共同病因病机应是“头部 4 多”，即多风、多瘀、多湿、多虚。

根据以上头痛病因病机新概念,针对“头部4多”复合病因组方,正天丸于1987年正式面市,并以其确切的疗效以及较小的不良反应赢得了广大头痛患者的一致认可,并作为独家品种入选了基本药物目录。

尽管09年正天丸的销售收入略有下降,但是我们判断,由于目前基本药物制度实施进展顺利,正天丸将会凭借其作为入选基本药物目录独家品种这一得天独厚的优势,在医疗机构的销售方面取得突破,与三九胃泰一起迎来爆发式的增长。

三、其它制药业务

(一) 中药处方药

中药注射剂是中医药文化的重要组成部分,是现代药物制剂技术与传统中医药相结合的产物,它是从中药或复方中药中提取有效物质制成的注射剂,是基于长期临床验证的传统中药的一个创新剂型,且应用广泛。但近年来,由于质量控制及使用不当等原因,中药注射剂不良反应事件接连发生,国家药监局不良反应监测中心数据显示,中药注射剂的不良反应报告占整体中药不良反应报告总数的76.64%,严重病例占76.57%。更为严重的是,中药注射剂致人死亡的事件也频频发生。

尽管目前对中药注射剂的研究还不那么令人满意,但其所发挥的作用不容否定,因此,如何提高中药注射剂的原料保障体系、生产工艺过程、质量保障水平,如何促进中药注射剂的健康发展,业已成为中药注射剂行业和企业的首等大事。中药注射剂安全性再评价工作已经是迫在眉睫。这也为中药注射剂企业带来了机遇和挑战。

华润三九的全资子公司雅安三九是全国中药注射剂品种最大、规模最大的企业。目前,公司拥有中药注射剂品种13个,已形成抗厥脱、热症、心血管、妇科等四大中药注射剂品种体系,有国家中药保护品种3个,全国中医院急诊必备品种3个。公司09年收购了安徽金蟾生化股份有限公司,获得了抗肿瘤、医保甲类品种华蟾素注射剂,为公司中药注射剂业务再添重量级品种。华蟾素注射剂前景十分广阔,在营销模式落后的前提下,09年华蟾素注射液仍实现了约1个亿的销售收入。随着公司对华蟾素注射液营销模式的转变以及对华蟾素原有销售队伍的整合,加上公司强大的推广能力,我们认为,10年华蟾素注射液的销售将会再上一个台阶,增长速度有望超过35%。

09年公司中药处方药业务实现收入4.2亿元,同比增长37%,占公司制药业务收入的13.3%。我们认为,随着公司三个主导中药注射剂产品:参附、参麦、生脉注射液的稳步增长以及华蟾素注射液销售的爆发式上涨,公司中药处方药业务有望保持30%以上的增长,其占制药业务的比重也会逐步上升。

（二）抗生素普药

09年公司抗生素普药业务实现收入2.6亿，较08年上涨13%，其中抗生素制剂销售额同比增长31%，但受市场影响，原料药销售额同比下降较大，主要品种五水头孢唑啉钠同比增长30%，该类业务增长的最主要原因在于新农合市场的扩容。我们认为，抗生素普药业务并不是目前公司的战略重点所在，但其增速也可与细分行业保持同步。

（三）免煎中药

免煎中药饮片，又称“单味中药浓缩颗粒”，是对传统中药饮片的革新，是用单一品种的传统中药材，经由现代高科技提取加工而成。

中医药是我国传统文化的精华。五千多年来，为中华民族的健康和繁衍生息作出了巨大的贡献，但是中药的质量不可控的问题是制约中药发展的瓶颈，重要原因就是中药材质量不稳定、不可控和无法用现代化学术语进行科学表达，而传统中药汤剂的使用方式也使西方患者难以接受和掌握。这严重制约了中医中药的发展，也阻碍了中医中药的科学化、国际化进程。中药配方颗粒不但可以省却煎煮过程，又可以保持中药饮片的药效、效能，同时在制取过程中采取现代指纹、图谱等先进技术，使中药真正做到安全、高效、方便、可控。随着人类疾病和健康观念的变化，“绿色药品”、“天然保健”的概念逐渐深入人心，中医中药正在为越来越多的消费者认可和接受。剂量小、疗效高、起效快，服用、携带、储藏方便有科学数据可查，迎合了外国人治病、保健的需要。潜在的国际市场相当广阔。

图表 9：免煎中药优点一览

	免煎中药	中药饮片汤剂
疗效	包含所有有效成分，疗效显著、稳定	50%以上的有效成分不能煎出，疗效不稳定
方便性	避免煎煮中药时带来的麻烦	煎煮中药过程纷繁复杂
安全性	经过高温消毒；经过大量的医理研究；药名、含量一目了然	存在错配剂量等安全隐患
便携性	携带方便	携带不便
保存	体积小、保存期长、清洁卫生、方便储存	易虫蛀霉变、有些体积较大、不易储存

资料来源：大同证券研究部

日本、韩国及我国台湾省等生产中药颗粒剂30多年，主要以复方为主、辅以单味加减，产品均列入国家和地区的医疗保险，其产业化和国际市场占有率比我国大陆高。但日本、韩国、台湾由于其中医药教育及科研基础较差，不掌握中医辨证论治、随证加减的技术和经验，因而其生产的“汉方药”或“科学中药”以中医经方为主，不能充分发挥中医药的特色和优势。依靠我国中药基础研究优势，开发具有自主知识产权的中药配方颗粒，对中医药走向世界，提高我国中

药在国际市场竞争力具有重要的战略意义，也为中药企业提供了新的发展机遇。

公司作为中药配方颗粒的五家生产企业之一，09年中药配方颗粒业务收入达到2.1亿元，同比增长43%，占公司制药业务比重为6.78%。尽管占比仍比较小，但中药配方颗粒业务发展速度惊人，目前部分产品已经成为广东省的地方标准。我们认为，公司中药配方颗粒业务未来仍将以30%左右的速度快速发展，公司有望成为行业标准的制定者。

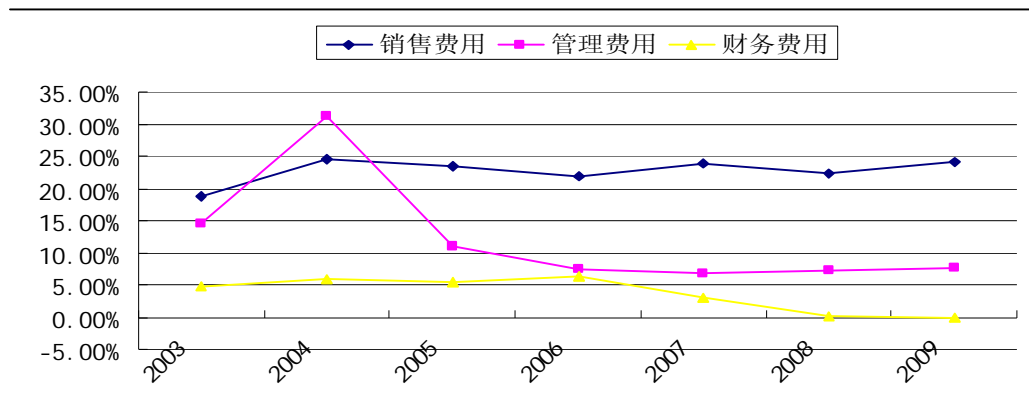
四、公司 SWOT 分析

（一）优势（Strengths）

首先，我国的医药行业，在化学药和制剂方面仍然没有优势，特别缺乏自主知识产权。唯一的优势就是在中药领域。在这方面我们有独特的文化背景，有国家医疗体制改革过程中的政策倾斜。

其次，背靠华润集团，公司的外延式发展得到有力的支持。此外，在华润集团入主后，公司明确了做大做强制药业务的方向，成本得到了有效的控制。

图表 10：公司 2003-2009 年三项费用比例变化



资料来源：公司资料、大同证券研究部

再次，999 品牌的巨大价值也是公司竞争优势之一。我们知道，OTC 市场的品牌壁垒较高，公司的品牌优势将会转化为其 OTC 业务在农村市场的竞争优势，从而有利于公司长期、稳健的发展。

此外，公司优秀的组织管理能力以及公司在 OTC 市场上出色的营销能力将会进一步助推公司业绩稳步增长。

（二）劣势（Weaknesses）

华润三九最大的劣势在于其研发能力的不足。09年公司细化了研发战略，明确了研发的重点领域,未来研发资源将重点向抗肿瘤、心血管等专科用药领域倾斜。此外，公司于09年首次获得国家“十一五重大专项”和发改委“国家高技术产业基地建设”项目资助，取得多项政府科研经费支持。我们认为，公司将以此为契机，进一步加大研发的投入，解决这一长期阻碍公司发展的短板。

（三）机会（Opportunities）

但随着农村居民对健康诉求的增高，庞大的农村市场有待开拓，凭借公司在OTC市场上的巨大的品牌优势和优秀的营销能力，我们认为，农村市场能够为公司提供潜在的二次腾飞的机会。

（四）威胁（Threats）

随着医疗改革的深入，国家基本药物制度的建立及相关政策、法规的调整或出台，公司主导产品的价格可能因此降低，从而影响公司的盈利能力。此外，基本医疗保障体系的进一步健全，有可能会影响OTC市场规模的增长，从而从一定程度上影响公司业绩的增长。

五、盈利预测及估值分析

（一）盈利预测

预计公司 10、11、12 年实现净利润 91038 万元、116489 万元、145856 万元，同比分别增长 29.17%、27.96%、25.21%，每股收益 0.93 元、1.19 元、1.49 元，公司未来三年仍将呈现高速增长。

图表 11：公司盈利预测表

单位：百万元	2009 年 A	2010 年 E	2011 年 E	2012 年 E
营业收入	4852.72	4512.16	5367.33	6520.96
减：营业成本	2396.07	1678.76	1975.70	2402.14
营业税金及附加	20.35	21.55	23.49	26.06
资产减值损失	26.42	20.29	18.45	23.26
减：营业费用	1165.87	1301.65	1459.15	1723.56
管理费用	367.63	332.92	411.70	489.26
财务费用	(0.20)	(2.00)	(2.00)	(2.00)
加：公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00

投资净收益	8.38	3.00	3.00	3.00
影响营业利润的其他科目	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	884.97	1161.99	1486.84	1861.68
加：营业外收入	30.63	0.00	0.00	0.00
减：营业外支出	11.13	0.00	0.00	0.00
利润总额	904.46	1161.99	1486.84	1861.68
减：所得税	142.87	184.76	236.41	296.01
少数股东损益	52.10	66.85	85.54	107.11
归属于母公司所有者的净利润	709.49	910.38	1164.89	1458.56
增长率(%)	41.87	29.17	27.96	25.21
每股收益（元）	0.72	0.93	1.19	1.49

资料来源：大同证券研究部

（二）估值分析

我们将其它重点中医药上市公司与华润三九进行了估值对比：

图表 12：重点上市公司估值对比

证券代码	证券简称	每股收益			市盈率			净利润增长率	
		09	10E	11E	09	10E	11E	10E	11E
算数平均数		0.681	0.864	1.087	43.553	34.410	27.304	27.15%	25.44%
000423	东阿阿胶	0.62	0.84	1.16	46.77	34.52	25.00	35.48%	38.10%
000538	云南白药	1.15	1.62	2.17	51.31	36.43	27.19	40.87%	33.95%
600085	同仁堂	0.60	0.72	0.86	41.90	34.92	29.23	20.00%	19.44%
600329	中新药业	0.78	0.92	1.13	36.01	30.53	24.86	17.95%	22.83%
600332	广州药业	0.24	0.30	0.39	52.08	41.66	32.05	25.00%	30.00%
600518	康美药业	0.30	0.40	0.51	38.30	28.73	22.53	33.33%	27.50%
600535	天士力	0.68	0.90	1.14	41.93	31.68	25.01	32.35%	26.67%
600750	江中药业	0.66	0.83	0.99	43.88	36.20	29.25	25.76%	19.28%
600993	马应龙	1.10	1.25	1.43	39.80	35.02	30.62	13.64%	11.20%

资料来源：大同证券研究部

华润三九当前股价对应2009-2011年业绩的市盈率分别为34.44、26.67和20.84倍，而目前其他重点中医药类相关上市公司2010年平均动态市盈率为34.41倍（以3月3日收盘价计算），与其他中医药品种相比，华润三九具有较为明显的估值优势。考虑到公司巨大的竞争优势以及广阔的成长空间，我们认为，公司2010年合理的估值水平应在35倍，6-12个月目标价为32.55元，给予“谨慎推荐”的投资评级，建议投资者选择华润三九作为长期投资标的。

六、风险提示

（一）新医改带来的风险

随着医疗改革的深入，国家基本药物制度的建立及相关政策、法规的调整或出台，公司支柱产品的价格可能因此降低，从而影响公司的盈利能力。此外，基本药物目录品种的学术营销推广、招投标配送模式仍需进一步探索，这也给公司未来业绩带来不确定性。

（二）中药注射剂不良反应的风险

针对中药注射剂普遍存在基础研究不充分、药用基础不明确等问题，国家食品药品监督管理局对已上市中药注射剂要求开展安全性再评价工作。公司现有中药注射剂品种均面临再评价的时间和费用投入压力。同时，2009 版医保目录限制了参附注射液的使用范围，对其销售和利润有一定影响。

（三）成本上升的风险

2009 年部分药材、白糖等主要原材料价格均有较大幅度上升，预计2010 年仍将继续呈上升趋势，成本增加给利润目标实现带来压力。

大同证券公司投资评级的类别、级别定义

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内，股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内，股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内，股价表现弱于市场基准指数10%以上
	"+"表示市场表现好于基准，"-"表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内，行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内，行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内，行业指数表现弱于市场基准指数

注1：公司所处行业以交易所公告信息为准

注2：行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3：基准指数为沪深300指数

免责声明：

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明：

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。