

三大因素提升持续成长动力

核心观点:

● 公司将受益于品类规划、外延式扩张及医改政策

品类规划与外延式扩张将丰富品种;产品进入医保及基本药物目录拓展市场空间。公司有望培育出感冒药、抗肿瘤药等多个10亿规模的品类。

● 2009年公司的OTC业务超出预期,预计未来将稳步增长

虽然感冒灵增速将有所下滑,但公司将实施皮肤药品类规划,预计皮肤药将摆脱多年来徘徊不前的局面,实现20%增长;三九胃泰和正天丸进入基本药物目录,下半年起增速将有望加快,预计2010、2011年三九胃泰增速分别为20%、25%,正天丸增速分别为15%、20%;同时,二线OTC品种(如小儿感冒灵、小儿氨酚黄那敏)将保持较快增速。

● 处方药业务的地位稳中有升,有望保持较快增速

(1) 中药注射剂。逐步摆脱行业不良事件冲击,再加上华蟾素等新增品种的贡献,09年增长37.25%,预计2010年增速达到38.15%;(2) 免煎中药。有望成为行业标准的制定者,09年增长42.77%,预计2010年增速30%;(3) 抗生素。将继续受益于独家品种的高毛利率,09年增速13.11%(受原料药业务负增长拖累),预计2010年增速15%。

● 外延式扩张将成为丰富公司品类的重要途径

公司2009年已经完成了3起并购,预计仍将不断寻找合适的收购对象,从而丰富公司品类,获得新的增长点。

● 华润三九价值仍有提升空间

采用DCF法(WACC=10.54%,g=1%),合理估值29.30元,对应2010-2012年32.6、25.7、20.9倍PE。若采用相对估值方法,给予2010年30-35倍PE,合理价格27-31.50元;综合两种估值方法,我们认为目前价值仍然低估,12个月内合理价值为29.30-31.50元,维持“推荐”评级。

主要财务指标

(百万元,元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
销售收入(百万元)	4316.2	4852.7	4487.4	5406.6	6306.8
EBITDA(百万元)	747.2	1015.8	1361.1	1664.5	1991.6
净利润(百万元)	500.1	709.5	877.7	1112.5	1365.6
EPS(元)	0.51	0.72	0.90	1.14	1.40
PE(X)	48.8	34.4	27.8	21.9	17.9
EV/EBITDA(X)	32.1	23.1	16.7	13.2	10.5
PB(X)	7.2	6.2	5.3	4.5	3.8
ROIC	15.55%	18.96%	19.94%	21.37%	22.14%
总资产周转率	0.66	0.91	0.77	0.82	0.82

数据来源:公司数据 中国银河证券研究所

推荐 维持评级

合理价格: 29.30-31.50 元

分析师

李鹰鹏

✉: liyingpeng@chinastock.com.cn

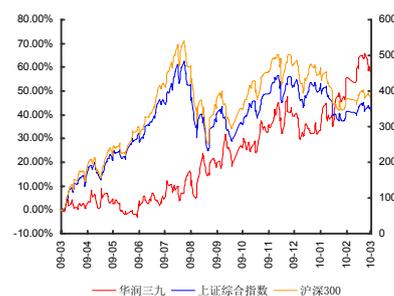
☎: (8610) 6656 8483

执业证书编号: S0130208021565

市场数据 时间 2010.03.12

A股收盘价(元)	23.83
A股一年内最高价(元)	25.60
A股一年内最低价(元)	14.35
上证指数	3013.41
市净率	6.18
总股本(万股)	97890.00
实际流通A股(万股)	35524.04
限售A股(万股)	62365.96
流通A股市值(亿元)	85.22

相对沪深300及上证综指表现图



资料来源: wind 资讯 中国银河证券研究所

相关研究

华润三九(000999.SZ): 恢复OTC龙头地位 将保持平稳增长 (2009年2月14日)

华润三九(000999.SZ): 稳健成长的国内OTC市场领导者 (2009年6月7日)

目 录

一、关键假设和敏感性分析.....	1
二、公司估值分析.....	2
(一) 相对估值分析.....	2
(二) 绝对估值分析.....	3
(三) 投资建议和评级.....	3
三、公司将受益于品类规划、外延式扩张及医改政策.....	3
(一) 品类规划是打造 10 亿规模品类群的关键.....	3
(二) 外延式扩张丰富产品群.....	4
(三) 公司是基本药物制度的明确受益者.....	4
(四) 多个产品进入 09 版医保目录利于拓展市场.....	5
四、公司的 OTC 业务将稳步增长.....	5
(一) 感冒灵增速或有所下滑.....	5
(二) 皮肤药品类是 2010 年关注重点.....	6
(三) 三九胃泰和正天丸增速将有所加快.....	6
(四) 二线品种快速增长.....	6
(五) OTC 业务仍将稳步增长.....	7
五、公司的处方药有望保持快速增长.....	7
(一) 免煎中药——有望成为行业标准的制定者.....	8
(二) 中药注射剂——行业复苏和新增品种促进增长.....	8
(三) 抗生素——原料药销售下降的负面影响逐步减弱.....	9
(四) 处方药业务的重要性逐步提升.....	9
六、资产剥离接近完成.....	10
(一) 快速增长的医疗服务业务短期内不会剥离.....	10
(二) 印刷业务将保留主要公司.....	10
七、管理和销售变革有利于进一步培育核心竞争力.....	11
(一) 公司将实行运营中心管理制度.....	11
(二) 公司将实施营销变革.....	11
八、落实研发战略有利于培育核心竞争力.....	12
(一) 四大模块的研发战略.....	12
(二) 加大研发投入，加强产学研合作.....	12
(三) 加快立项进程.....	12
九、主要风险因素.....	13
十、股价表现的催化剂.....	13
插图目录.....	17
表格目录.....	17

一、关键假设和敏感性分析

表 1: 营业收入增长预测

单位 (万元)		2009A	2010E	2011E	2012E
	医药工业合计	314981.0	395298.5	480414.6	563533.8
	增长率	30.52%	25.50%	21.53%	17.30%
医药工业	其中: OTC	225653.8	278608.1	336694.9	391391.4
	增长率	30.60%	23.47%	20.85%	16.25%
	三大类处方药	89327.2	116690.4	143719.7	172142.3
	增长率	30.33%	30.63%	23.16%	19.78%
医药商业	医药商业合计	102680.1	0	0	0
	增长率	5.08%	-----	-----	-----
	其它非制药业务合计	65039.3	53437.4	60250.4	67145.2
	增长率	-32.54%	-17.84%	12.75%	11.44%
	其中: 印刷	31173.0	32731.6	34368.2	36086.6
	增长率	7.98%	5.00%	5.00%	5.00%
	医疗服务	15927.5	20705.7	25882.2	31058.6
其它非制药业务合计	增长率	33.09%	30.00%	25.00%	20.00%
	食品业务	15902.3	0	0	0
	增长率	7.36%	-----	-----	-----
	房地产	2036.6	0	0	0
	增长率	-95.00%	-----	-----	-----
营业收入合计		485271.7	453485.8	546127.4	636687.7
	增长率	12.43%	-6.55%	20.43%	16.58%

数据来源: 公司资料 中国银河证券研究所

表 2: 毛利率变化假设

	2009A	2010E	2011E	2012E
医药工业	68.36%	69.49%	70.00%	70.78%
医药商业	9.38%	-----	-----	-----
其它非制药业务	27.89%	27.35%	27.49%	27.52%
综合毛利率	50.62%	64.47%	65.26%	66.17%

数据来源: 公司资料 中国银河证券研究所

表 3: 华润三九每股收益敏感性分析

单位(元)		2010E	2011E	2012E
每股收益(元)		0.90	1.14	1.40
营业收入增长率	+10%	0.98	1.25	1.53
	-10%	0.81	1.03	1.26
毛利率	+1%	0.93	1.18	1.45
	-1%	0.86	1.09	1.34

数据来源: 中国银河证券研究所

二、公司估值分析

(一) 相对估值分析

1、A 股医药类公司

我们选取部分重点公司以及医药行业平均估值水平进行对比。

表 4: A 股 13 家重点上市公司估值情况

证券代码	证券简称	EPS (元)			PE (X)			预测净利润增长率 (%)	
		2008A	2009E	2010E	2008A	2009E	2010E	2009E	2010E
600664	哈药股份	0.69	0.74	0.89	25.0	23.5	19.5	6.71%	20.22%
000028	一致药业	0.54	0.76	0.90	54.6	38.7	32.6	40.97%	18.93%
600276	恒瑞医药	0.82	1.07	1.32	56.3	42.9	34.9	57.40%	22.99%
600511	国药股份	0.40	0.47	0.60	63.1	54.3	42.6	28.56%	27.02%
600557	康缘药业	0.44	0.56	0.74	50.4	40.0	30.4	25.82%	31.70%
002252	上海莱士	0.65	0.84	1.26	61.9	48.1	32.1	28.80%	49.54%
600993	马应龙	0.87	1.07	1.11	46.5	38.1	36.6	119.70%	4.17%
600062	双鹤药业	0.67	0.84	1.05	37.7	30.0	23.8	25.86%	25.67%
600196	复星医药	0.56	2.00	0.81	36.6	10.2	25.2	258.93%	-59.34%
002294	信立泰	1.38	1.90	2.68	81.6	59.2	41.9	84.17%	41.06%
600535	天士力	0.52	0.65	0.80	49.9	40.4	32.6	23.80%	15.55%
300003	乐普医疗	0.50	0.72	0.95	93.5	64.7	48.6	14.30%	22.93%
002022	科华生物	0.40	0.50	0.61	59.9	48.8	39.7	22.74%	23.02%
可对比公司平均值(算术平均)		0.65	0.93	1.06	55.16	41.45	33.89	56.75%	18.73%
医药行业平均市盈率(算术平均, 剔除亏损)		---	---	---	134.7	61.3	42.6	---	---
医药行业平均市盈率(整体法, 剔除亏损)		---	---	---	55.0	36.5	29.1	---	---
000999	华润三九	0.51	0.72	0.90	46.6	32.9	26.6	41.87%	23.71%

数据来源: wind 资讯 中国银河证券研究所(附注: 数据截至 2010 年 3 月 12 日)

我们认为: A 股医药类公司的估值水平与成长性密切相关, 对于高成长公司常给予溢价。

对于市场预期成长性较差的公司, 市场常常给予较低估值, 但我们认为, 如果这些公司能体现出超出预期的成长, 那么其相对较低的估值水平就构成了较好的安全边际, 具有更大概率。

获得正收益，我们认为华润三九即属于此种情况。

2、市盈率法估值

我们预测公司 2010、2011、2012 年的收入分别为 44.87、54.07、63.07 亿元，净利润分别为 8.78、11.12、13.66 亿元，2008-2011 年收入和利润的复合增速分别为 9.13%、24.39%，EPS 分别为 0.90、1.14、1.40 元。

我们认为在品类规划、多个产品进入基本药物目录或医保目录以及并购的推动下，华润三九的成长性仍有可能超出市场普遍预期，因此我们认为公司估值水平应予以提升，给予 2010 年 30-35 倍 PE，合理价格 27-31.50 元。

(二) 绝对估值分析

我们采用 DCF 法 (WACC=10.54%，g=1%)，合理估值 29.30 元，对应 2010-2012 年 32.6、25.7、20.9 倍 PE。

(三) 投资建议和评级

综合绝对和相对估值方法，我们认为目前价值仍然低估，12 个月内合理价值为 29.30-31.50 元，维持“推荐”评级。

三、公司将受益于品类规划、外延式扩张及医改政策

(一) 品类规划是打造 10 亿规模品类群的关键

1、品类规划是侧重市场、关注客户的产物

公司认为有三类客户：经销商、终端药店和消费者，前两者需要解决盈利问题，后者需要解决卖点问题，如安全、有效、便利等，公司的品类规划等即是针对消费者需求而来，而渠道规划则主要针对渠道需求而来。针对不同的客户需要不同的策略，比如渠道要解决的是“能买到”的问题，消费者要解决的“想买”和“有能力买”的问题。同时，从消费者的角度考虑，公司的战略是：经过调研，搜索数据等步骤后，确定消费者看中什么，差异化就放在哪里。

我们认为：品类规划实际上意味着不断挖掘新的细分市场，增加市场容量，并且同一品类中的不同产品具有不同的功能，既有利于采取多种手段与对手竞争，也有利于经销商获取合理利润，以满足各渠道的潜在需求并抢占对手的市场份额。所以，品类规划如能成功实施，将有利于公司产品的销售，并在很大程度上增加市场容量的上限及增加产品的市场份额。

公司已经尝试在感冒品类上实施品类规划，效果良好，感冒灵单品销售收入(含税)超过 10 亿，小儿感冒灵在产能不足的情况下仍实现 100% 的增长。

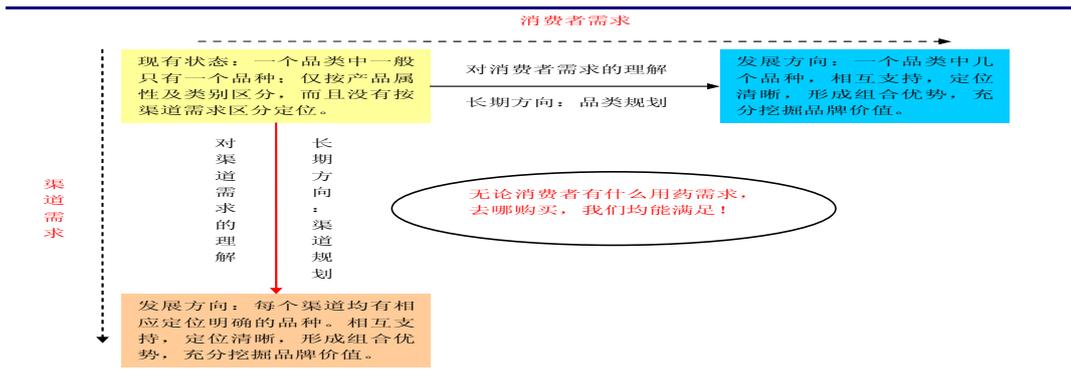
2、公司的品类规划正在进一步推进

2010 年公司将着重对皮肤药进行品类规划，以原有的皮炎平为核心，增加 5 个新品种，采用多种方式进行营销，从而改变皮肤药徘徊不前的局面。

预计公司的品类规划将持续推进，但仍将以 OTC 产品为主，但对于抗肿瘤药物等领域也有望参照品类规划的思路，引入新品种进行推广。我们乐观认为品类规划完全实施后，公司有望在感冒药品类后，再逐步打造出皮肤药、抗肿瘤药、心脑血管用药等多个 10 亿规模的品类，彻底改变目前感冒药占比偏大的局面。

公司也将适时推动渠道规划的实施，2010 年还将引入 ERP，进一步加强对渠道的控制力。

图 1：华润三九的品类规划和渠道规划意义重大



资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

(二) 外延式扩张丰富产品群

公司现金储备丰富，2009 年已经进行了 3 起并购，规模虽然都不大，但却为公司拓展抗肿瘤药领域和开展皮肤药的品类规格奠定了坚实的基础，战略意义较为重大。

我们认为：公司已经将外延式增长作为公司重要的发展方式之一，通过对外并购获得新产品，拓宽产品线和治疗领域。2010 年，公司将继续寻找适当并购机会，加快符合战略的企业并购。

(三) 公司是基本药物制度的明确受益者

1、基本药物目录为公司的独家品种打开增长空间

公司的三九胃泰、正天丸进入了基本药物目录，且为独家品种，这有望成为这两个品种加速增长的重要催化因素。

由于基本药物制度的推进速度较市场预期略慢，所以我们预计 2010 年下半年这两种产品的增长才会体现出来，2011、2012 年将较快增长，但我们认为，由于产品本身为老品种，疗效等方面有一定局限，因此不大可能如市场某些观点认为的出现每年 50%以上的高增长。

2、基本药物制度为公司产品进入医疗机构创造了条件

我们判断：基本药物制度为公司开拓基层医疗机构提供了难得的机遇。

OTC 产品在医疗机构的销售一直比较尴尬，如何进行医院内的营销始终是个难题。此次三九胃泰和正天丸进入基本药物目录后，将顺理成章的在医疗机构内销售，获得了宝贵的入场资格。从这个角度看，对公司开拓市场是好事。

(四) 多个产品进入 09 版医保目录利于拓展市场

除基本药物外(其中的三九胃泰将自动由乙类升为甲类),公司还有多个重要产品进入 09 版医保目录,主要集中在公司的中药处方药领域。

总体而言,我们认为多个产品进入 09 版医保目录利于拓展市场,主要是销量的增加,也利于拓展医院市场;但进入医保也有一定的不利因素:最主要的担忧是行政降价并影响公司利润率;另外,部分产品有限定范围(如参附增加了限定范围),对该品种销售或有一定影响。

表 5: 华润三九是 09 版医保目录的受益者

事业部	品种	09 版		04 版	
		类别	备注	类别	备注
处方药	参附注射液	甲类	限二级以上医院急救和抢救	甲类	
处方药	参麦注射液	甲类	限二级以上医院急重症抢救	甲类	限急症、重症用药
处方药	华蟾素注射液	甲类	限癌症疼痛	甲类	
处方药	华蟾素片	乙类	限癌症疼痛	乙类	
OTC	壮骨关节丸	乙类		×	
OTC	壮骨关节胶囊	乙类		×	

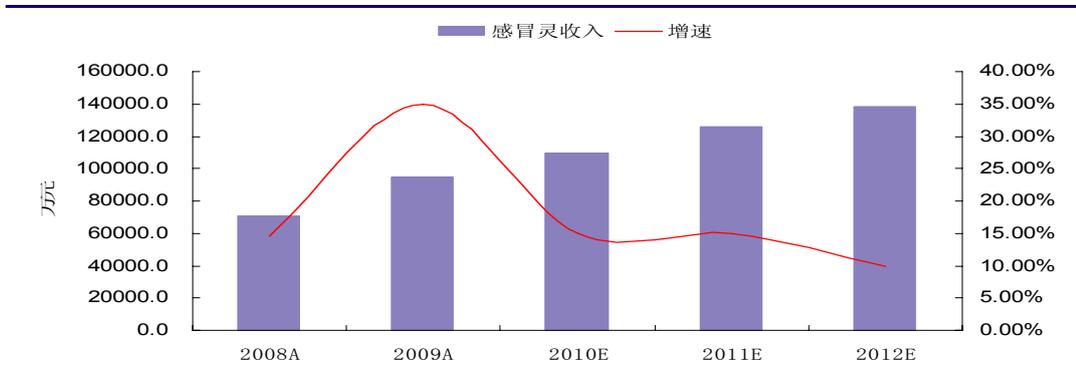
资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

四、公司的 OTC 业务将稳步增长

(一) 感冒灵增速或有所下滑

2009 年,受益于品类规划和甲流疫情,感冒灵营业收入增长 34.9%,达到 9.50 亿元(含税收入超过 10 亿元),这还是在公司产能受到约束的情况下。我们认为,虽然 2010 年甲流疫情不太可能再次大规模爆发,但感冒的发病率仍可能较正常年份偏高,加上价格因素及品类规划的推动,感冒药有望增长 15%以上。

图 2: 感冒灵仍有望增长 15%以上

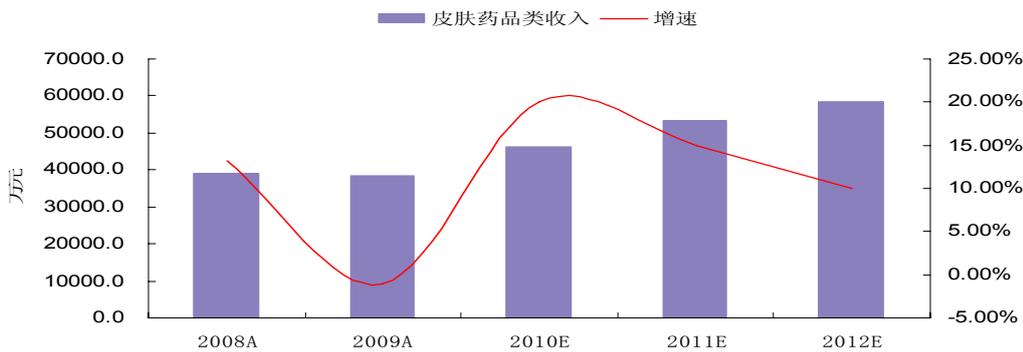


资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(二) 皮肤药品类是 2010 年关注重点

2009 年皮炎平收入有所下滑，估计维持在 3.8 亿左右的规模，其主要原因是作为品牌药，受到对手的终端拦截。但我们认为这种情况 2010 年将有所改变，因为公司将对皮肤药实行品类规划，增加 5 个新品种，在保持核心品种优势的情况下，转变营销策略，改变被动接受拦截现实的局面，我们预期该策略将收到明显效果，皮肤药品类将扭转产品单一、收入多年徘徊不前的局面，2010 年有望增长 20% 以上，未来更有望达到 10 亿规模。

图 3: 皮肤药品类将加速增长



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(三) 三九胃泰和正天丸增速将有所加快

2009 年，三九胃泰增长 25%，销售规模约 1.6 亿，正天丸有所下降，维持在 1 亿左右的规模，但正如前文所述，这两种产品都进入了基本药物目录。预计 2010 年下半年销售将开始放量，2011 年更将明显受益，我们预计 2010、2011 年三九胃泰增速分别为 20%、25%，正天丸增速分别为 15%、20%。

另外，这两种产品会成为各自所在品类的核心品种，在未来的品类规划中扮演重要作用。

图 4: 三九胃泰受益于基本药物制度



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

图 5: 正天丸增速也将加快

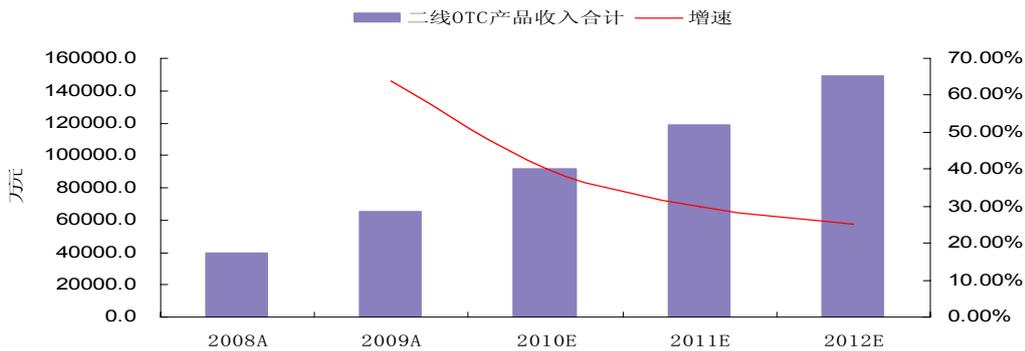


(四) 二线品种快速增长

公司年报显示,2009年公司除4大主导OTC产品外的OTC产品合计收入达到6.55亿元,增幅达到63.96%,是OTC业务保持高速增长的重要推动因素。

我们估计:在二线产品中,小儿氨酚黄那敏增速超过100%,规模接近7000万;小儿感冒灵增长超过100%,收入超过3000万;强力枇杷露增速约60%,规模接近5000万;复方氨酚烷胺增速近200%,规模约3000万;还有小儿止咳糖浆等后续产品。我们预计公司的二线品种2010、2011年增速分别为40%、30%,继续成为OTC业务的重要推动力。

图6: 二线品种快速增长

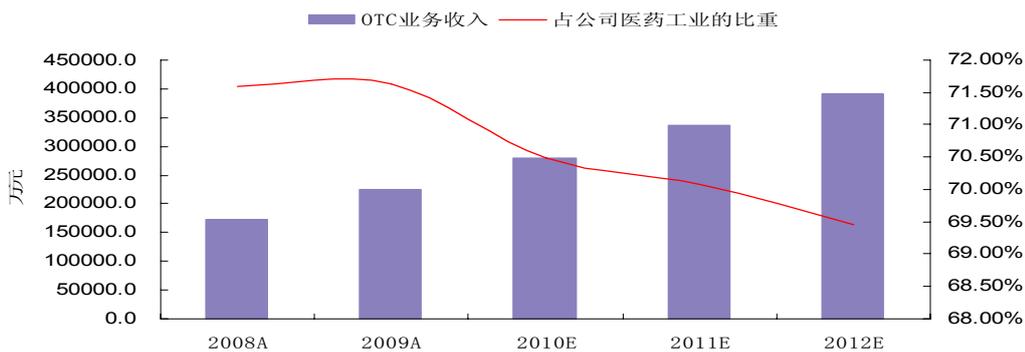


资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(五) OTC 业务仍将稳步增长

由于OTC业务仍将稳步增长,所以在公司医药工业中的比重下降不会很快,在可以预见的未来,OTC业务在公司的收入结构中仍然占据最大部分。

图7: 华润三九的OTC业务仍将稳步增长



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

五、公司的处方药有望保持快速增长

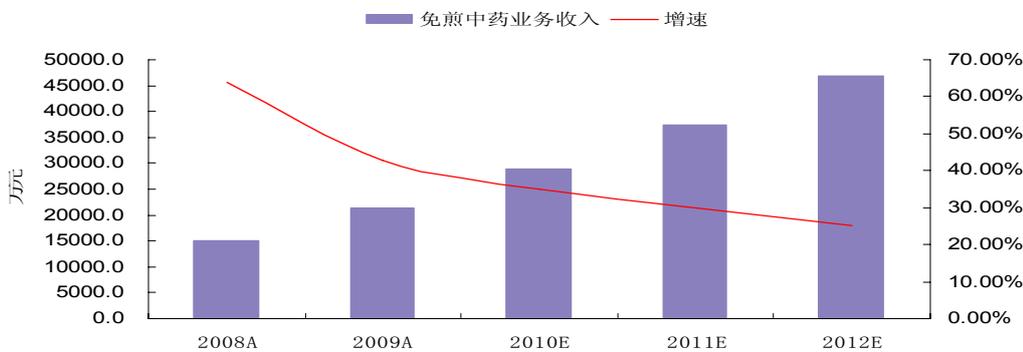
公司的处方药业务主要包括三部分,分别是配方中药(即免煎中药)、中药注射剂、抗生素。我们预期整个处方药业务未来3年复合增速24.44%,毛利率维持在67%以上。

（一）免煎中药——有望成为行业标准的制定者

2009年，中药配方颗粒增长42.77%，销售规模达到2.13亿元，继续保持快速增长，在业内的地位进一步上升，已经与主要对手天江一方相当。据了解，公司已经接到有关部门委托，参与制定中药配方颗粒的标准制定工作，我们认为这将进一步奠定公司在该领域的领导地位。

由于中药配方颗粒具有明显的使用方面的优势，且目前市场规模刚刚超过10亿，未来成长空间还很大，我们预计该业务未来3年复合增速29.94%，仍是公司增长最快的业务。增长的途径主要是：开发新医院和深度挖掘。同时，由于规模扩大，以及公司拟建设生产基地，降低成本，该业务的毛利率有能力保持稳定。

图8：免煎中药是公司的明星业务



资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

由于免煎中药与中药饮片具有一定的可比性，在北京等省份，免煎中药参照中药饮片管理，也按照进入医保目录处理，但由于免煎中药仍处于试生产阶段，目前以其为基础进行组合配方尚未获批，这无疑影响了其销售。因此该业务的核心问题仍在于尽早解决机理方面的争议，获得学术界的认可，并进而获得医生和患者的认可。我们对此持略乐观的态度。

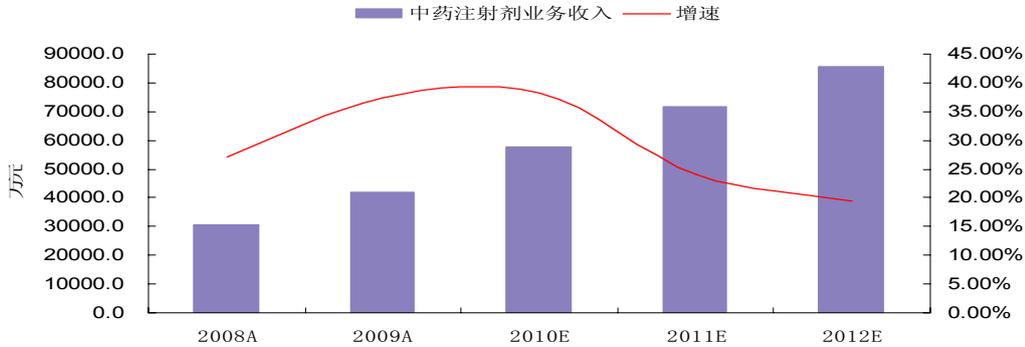
（二）中药注射剂——行业复苏和新增品种促进增长

2009年，中药注射剂实现收入4.19亿元，同比增长37.25%，我们认为主要是两方面的贡献：一是原有的参附、参脉等产品持续增长（估计增长16%左右），二是合并了金蟾生化5个月的报表（估计约6500万左右）。

由于中药注射剂市场已逐步复苏，中药注射剂安全性再评价工作需要投入大量资金（每个品种约2000万），部分小企业可能出局；加上2010年华蟾素将完全纳入公司的销售体系，我们预计该业务2010年增速将达到38.15%，其中，原有品种增速20%，新品种华蟾素增速40%。

特别强调，我们看好华蟾素的发展前景。在收购完成前，金蟾生化对华蟾素注射液采用大包代理制的销售模式，在终端控制力欠佳的前提下仍做到了1个亿的销售规模；收购完成后，从2009年下半年开始，三九将华蟾素纳入自己的销售体系。由于华润三九拥有较为强大的中药处方药推广能力，且既往在代理抗肿瘤药时积累了一定的渠道优势，所以我们预计今后华蟾素（注射液）有可能取得快速增长，并成为公司抗肿瘤中药品种的核心品种。

图 9: 中药注射液业务是公司处方药体系中的重点

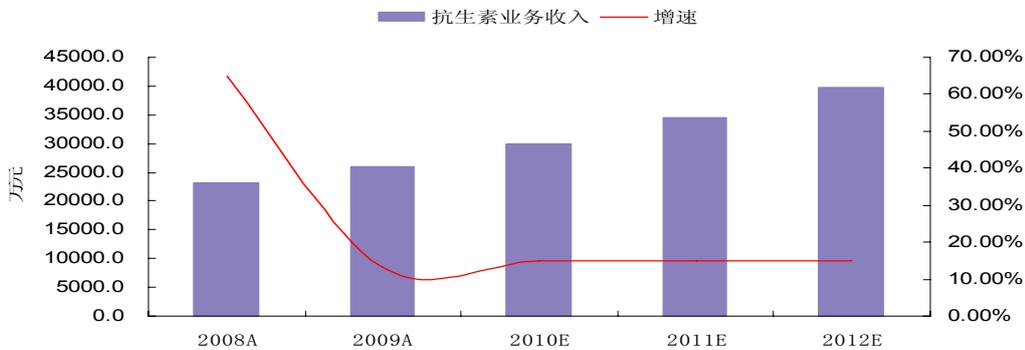


资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(三) 抗生素——原料药销售下降的负面影响逐步减弱

2009 年, 抗生素制剂 (五水头孢唑啉钠, 商品名“新泰林”, 一代头孢, 国家四类新药) 同比增长 30%, 延续了较快的增长势头, 但由于原料药销售下降的影响, 抗生素及普药整体销售额同比仅增长 13.11%, 但由于高毛利的新泰林占比增加, 该业务的毛利率由 35.98% 提升到 47.95%, 由于原料药继续下滑的空间已经不大, 我们认为抗生素及普药业务增速将回升, 按保守预计, 未来 3 年复合增速 15%。

图 10: 抗生素业务增速将有所回升

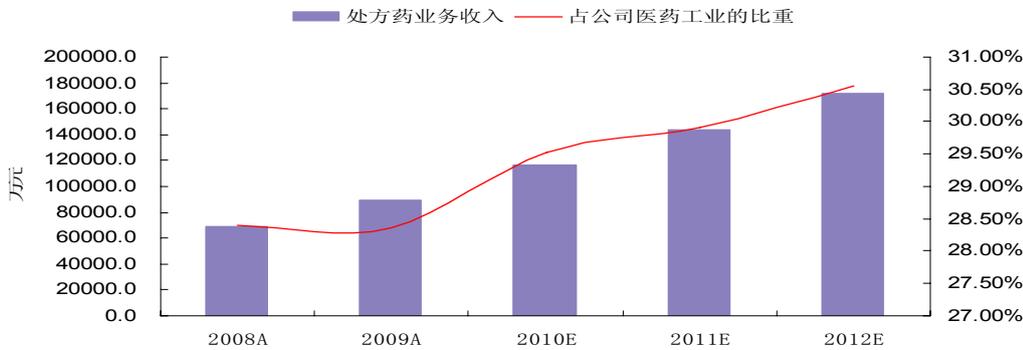


资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(四) 处方药业务的重要性逐步提升

2009 年, 三大类别处方药合计收入达到 8.93 亿元, 同比增长 30.33%, 预计处方药业务未来 3 年的复合增速为 24.44%, 超过 OTC 业务的 20.15%, 占制药业务的比重将逐步提升, 预计到 2012 年将提升到 30.55%。

图 11: 华润三九处方药业务收入和占比逐步增加



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

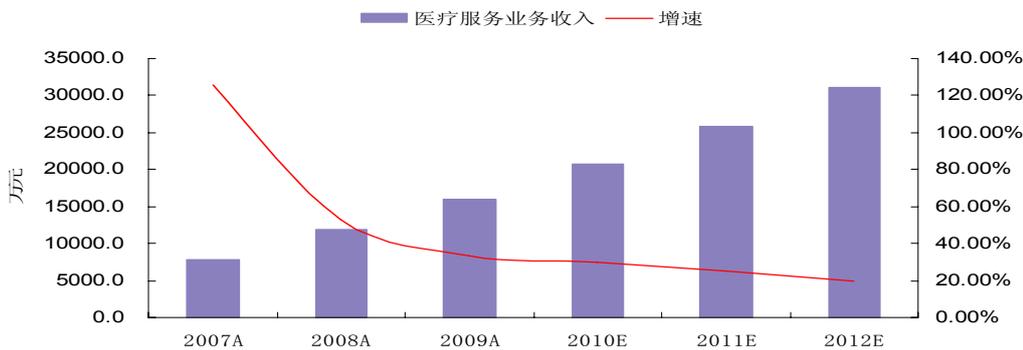
六、资产剥离接近完成

公司陆续剥离了医药商业及部分非制药业务, 目前非制药业务比例已经很低, 主要包括医疗服务业和印刷业务。

(一) 快速增长的医疗服务业务短期内不会剥离

三九脑科医院运营良好, 2009 年实现收入 1.59 亿元, 同比增长 33.09%, 毛利率 27.35%。我们预计医疗服务业务 2010 年增速 30%, 规模超过 2 亿元。这是由于医院经营时间越久、规模越大, 医疗质量越容易得到验证, 就越易得到患者的信任, 越容易吸引优秀医务人员加盟, 反过来又进一步提升医院的声誉和质量, 形成良性循环后, 医院的发展更容易迈上快车道, 且规模效应有利于维持和提升毛利率。

图 12: 医疗服务业务继续快速增长



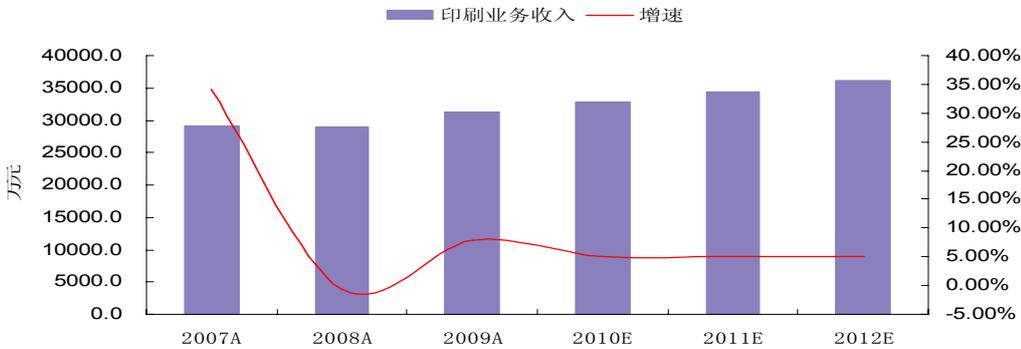
资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

(二) 印刷业务将保留主要公司

华润三九将会保留两家包装印刷公司 (九星印刷、九辉包装), 因为二者有很大一部分业务是给三九使用的 (估计分别是 90% 和 30%)。

由于业务关联度高,我们预计伴随着华润三九医药工业的增长,其印刷业务将稳步增长,我们预计其未来3年的复合增速为5%,毛利率基本持平。

图 13: 印刷业务将稳定增长



资料来源: 公司资料 中国银河证券研究所

七、管理和销售变革有利于进一步培育核心竞争力

(一) 公司将实行运营中心管理制度

2010年,公司将推行运营中心管理模式,制定中长期业务发展战略,建立战略评价体系。

我们认为,运营中心管理制度明确划分了公司的生产中心、运营中心,以及职能管理的方式,有利于明确责任和任务,调动各部门的工作积极性,更有效的制定和推行业务战略(包括OTC战略、中药处方药战略、中药配方颗粒战略和抗生素战略),提升业务竞争力,也有利于制定和实施职能战略(包括统一管理和协调指导),以实现公司的整体一致性。

事实上,对于一个优秀公司而言,这些软性的东西看似空洞,但对于公司业务的长期稳定和竞争力的不断提升至关重要,我们认为依托华润集团在国内较为优秀的企业制度和企业文化,华润三九在这方面具有优势。

(二) 公司将实施营销变革

公司将继续实施营销变革,与公司的战略相一致,进一步强化营销优势,提升竞争力。

公司将结合医改,摸索医院营销模式,建立三九胃泰和正天丸的医院营销模式和学术营销体系,加快进入医疗终端,5年内建立国内医疗领域最专业的队伍、打造业内领先的营销模式;并计划开发8个医疗重点区域,20个城市,开展针对基层医生的线上与线下销售(预计进入基本药物目录的三九胃泰和正天丸都将采取这种模式)。

公司也将培育其他大品种,实施品类规划,并提供多层次的产品,形成对核心品种的保护。

为规避处方药销售风险,力促销售方式转型,进行核心产品差异化学术推广研究,加大学术营销力度,推动核心产品快速成长,在心血管和抗肿瘤领域培育过10亿元大品类。

公司将整合优化渠道资源。

八、落实研发战略有利于培育核心竞争力

公司在 2010 年将增加研发支出，落实研发战略，我们认为这与公司的行业地位和掌控的资源相匹配。

（一）四大模块的研发战略

公司将根据市场需求确定研发方向，其四大业务模块拥有不同的研发战略，简述如下：

表 6: 公司四大模块的研发战略

模块	研发战略
OTC	以市场为导向，以仿制为主； 重点集中在感冒、皮肤、胃肠、止咳、妇科、头痛、骨伤、抗过敏、补益（微量元素）等品类； 同时开展创新 OTC 项目，包括首仿国外 OTC 药品、国内 OTC 药品改剂型或升级、中药优势领域品种向 OTC 过渡等。 将以技术为先导，中药为主，西药为辅。
处方药	重点集中在以下三大方向：抗肿瘤及辅助用药【包括中药优势抗癌药、结合扶正方向用药（独家、专利品种）、新治疗机制产品的储备与研发】；用于上呼吸道感染不同阶段、不同人群的中药口服制剂的产品组合【上呼吸道感染、支气管哮喘缓解期】；心脑血管类【急救——大品种、注射剂、速释口服剂型，病前干预用药组合——用于降血压、降血脂、预防血栓形成】。 同时将重点关注治疗“五大”领域的中药优势病种项目，包括骨科、妇科、消化系统、神经系统和糖尿病用药。
配方颗粒	建立国家质量标准、抢占行业制高点； 力争抢占行业制高点、确立行业领导地位； 建立各品种的大生产工艺和质量标准，开展稀缺药材的 GAP 种植以及标准化炮制的研究。
抗生素和普药	加强头孢和非头孢类抗生素研发，加快普药引进； 将加强头孢和非头孢类抗生素研发； 加快普药引进（通过并购、仿制或激活内部品种的方式）。

资料来源：公司资料 中国银河证券研究所

（二）加大研发投入，加强产学研合作

公司积极开展产学研合作（已经与十余所大学和研究机构建立密切的合作关系，华润三九-暨南大学产学研示范基地“中医药新技术研发基地”获得广东省科技厅教育部科技部立项），努力引进技术含量较高的早期项目；开展自主创新，通过改进工艺，提高质量标准，仿制，获得专利新品种；建立博士后工作站，开展创新药物研究，核心产品二次开发（感冒灵、补脾益肠丸二次开发研究已取得阶段性研究成果）；通过委托研究，学习先进经验，加快研发进度；公司也把“并购”纳入大研发，以期获得新品种；公司也正争取国家发改委的支持，进入发改委“中药创新技术中试研究工程中心”。

我们认为通过这些方式可以加强产学研合作，不断提升公司研发能力，获得优秀的新品种，改变目前新品种不足的局面。

（三）加快立项进程

2009年公司完成新药立项45项，其中中药18项，化药27项；处方药30项，OTC15项；其中需要由处方药过渡成为OTC项目11项；其中2009年新立项目16项。

我们预计这种情况仍将延续，公司的后续产品并不缺乏，我们也期待其中能诞生新的“重磅炸弹”。

九、主要风险因素

(1) 产品面临竞争日益激烈，可能出现市场份额下降、价格下跌的局面，甲流疫情消退可能加剧销售上的波动；(2) 医改推进速度对基本药物销量的影响很大；患者行为的改变方式也存在变数；(3) 如果产品出现质量和安全问题，将对公司产生重大影响。

十、股价表现的催化剂

业绩超出预期；潜在的收购或购买品种可能会改变后续品种不足的局面。

财务预测

表 7: 华润三九财务预测表

资产负债表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
货币资金	718.1	1273.2	2107.9	2975.2	4086.7	营业收入	4316.2	4852.7	4487.4	5406.6	6306.8
应收票据	677.6	830.6	768.1	925.4	1079.5	营业成本	2352.9	2396.1	1594.2	1878.1	2133.4
应收账款	430.6	360.8	390.6	470.6	549.0	营业税金及附加	37.5	20.3	18.8	22.7	26.4
预付款项	29.8	77.4	90.5	106.0	123.5	销售费用	960.7	1165.9	1391.1	1649.0	1892.0
其他应收款	236.3	76.4	44.9	54.1	63.1	管理费用	311.3	367.6	381.4	459.6	536.1
存货	484.3	418.4	303.2	357.2	405.8	财务费用	5.7	-0.2	-10.6	-16.7	-20.3
其他流动资产	10.0	0.4	0.4	0.4	0.4	资产减值损失	22.2	26.4	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	16.2	17.3	17.3	17.3	17.3	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	1047.6	1117.3	1139.6	1120.4	1053.9	投资收益	9.1	8.4	5.0	5.0	5.0
在建工程	208.3	234.4	167.2	133.6	91.8	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	0.7	0.6	0.6	0.6	0.6	营业利润	635.0	885.0	1117.4	1419.0	1744.2
无形资产	1094.9	1137.1	1023.4	909.7	796.0	营业外收支净额	11.0	19.5	10.0	10.0	10.0
长期待摊费用	12.6	6.9	6.2	5.5	4.9	税前利润	646.0	904.5	1127.4	1429.0	1754.2
资产总计	5051.5	5631.4	6090.6	7106.6	8303.0	减: 所得税	104.9	142.9	178.1	225.7	277.1
短期借款	95.5	12.0	0.0	0.0	0.0	净利润	541.1	761.6	949.3	1203.3	1477.1
应付票据	116.3	184.0	122.4	144.2	163.8	母公司净利润	500.1	709.5	877.7	1112.5	1365.6
应付账款	597.2	445.7	292.5	344.6	391.4	少数股东损益	41.1	52.1	71.7	90.8	111.5
预收款项	146.5	193.6	237.0	289.4	350.5	基本每股收益	0.51	0.72	0.90	1.14	1.40
应付职工薪酬	85.2	121.6	121.6	121.6	121.6	稀释每股收益	0.51	0.72	0.90	1.14	1.40
应交税费	158.4	131.4	131.4	131.4	131.4	财务指标	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
其他应付款	242.8	266.5	266.5	266.5	266.5	成长性					
其他流动负债	182.2	255.3	255.3	255.3	255.3	营收增长率	24.1%	12.4%	-7.5%	20.5%	16.6%
长期借款	14.6	39.5	39.5	39.5	39.5	EBIT 增长率	11.4%	38.1%	22.0%	26.8%	23.0%
预计负债	0.0	3.0	3.0	3.0	3.0	净利润增长率	77.4%	41.9%	23.7%	26.7%	22.8%
负债合计	1638.8	1679.9	1481.7	1645.5	1809.7	盈利性					
股东权益合计	3412.7	3951.5	4608.9	5461.1	6493.2	销售毛利率	45.5%	50.6%	64.5%	65.3%	66.2%
现金流量表	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E	销售净利率	11.6%	14.6%	19.6%	20.6%	21.7%
净利润	541.1	761.6	949.3	1203.3	1477.1	ROE	14.7%	18.0%	19.0%	20.4%	21.0%
折旧与摊销	93.4	113.0	259.2	267.2	272.7	ROIC	15.55%	18.96%	19.94%	21.37%	22.14%
经营现金流	1116.4	855.1	1224.8	1296.6	1581.3	估值倍数					
投资现金流	-1263.0	-93.0	-95.0	-95.0	-45.0	PE	48.8	34.4	27.8	21.9	17.9
融资现金流	21.3	-213.3	-295.1	-334.3	-424.7	P/S	5.7	5.0	5.4	4.5	3.9
现金净变动	-125.3	548.7	834.7	867.2	1111.6	P/B	7.2	6.2	5.3	4.5	3.8
期初现金余额	846.6	718.1	1273.2	2107.9	2975.2	股息收益率	0.0%	0.8%	1.2%	1.4%	1.8%
期末现金余额	721.3	1266.7	2107.9	2975.2	4086.7	EV/EBITDA	32.1	23.1	16.7	13.2	10.5

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与目标价位

表 8: 华润三九 DCF 折现模型

单位 (万元)	2009A	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E	2019E
EBIT	90280.2	110185.5	139727.9	171885.9	202370.4	237181.4	275481.0	320515.1	352739.1	388419.8	427966.8
所得税	14260.5	17404.7	22071.2	27150.8	31966.1	37464.8	43514.5	50628.0	55718.1	61354.1	67600.9
NOPLAT	54770.5	76019.7	92780.8	117656.7	144735.1	170404.3	199716.7	231966.5	269887.1	297021.1	327065.7
营运资金净变动	355902.6	17385.0	-509.1	-18969.6	-17994.0	-18338.1	-19895.8	-20503.9	-23672.2	-17741.9	-19727.9
资本支出	-9562.7	-10000.0	-10000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0	-5000.0
自由现金流	95139.8	108193.9	115410.8	149015.5	174766.1	202883.4	234856.5	269924.5	303296.6	331659.1	363028.6

WACC	10.54%	Ke	10.6%	永续增长率 g						
永续增长率	1%	Kd	11.9%	29.30	0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%	
终值	135819.2	t	15.0%	9.04%	33.13	34.15	35.31	36.62	38.11	
企业价值	2873089.8	Rf	4.5%	9.54%	31.20	32.08	33.06	34.16	35.41	
非核心资产价值	339848.1	E(Rm)	14.5%	10.04%	29.47	30.23	31.07	32.01	33.07	
债务价值	4651.54	Rm - Rf	10.0%	10.54%	27.92	28.58	29.30	30.11	31.01	
股权价值	2868438.3	D/A	0.2%	11.04%	26.53	27.10	27.73	28.42	29.19	
股本 (万股)	97890.0	E/A	99.8%	11.54%	25.26	25.76	26.31	26.91	27.57	
每股价值 (元)	29.30	Beta	0.61	12.04%	24.11	24.55	25.03	25.55	26.13	

资料来源: 中国银河证券研究所

公司战略与竞争力分析

公司基本情况介绍

华润三九隶属于央企中国华润总公司，公司重组之后，业务结构已经非常清晰，分为 OTC、中药处方药、配方中药（免煎中药）、抗生素/原料药等四大模块，其中的 OTC 业务在国内占据领先地位，除 OTC 外的其它医药工业业务增长也较为迅速。主导产品包括三九感冒灵系列、皮炎平、三九胃泰、正天丸等，其中感冒灵销售收入（含税）已超过 10 亿元。

公司正在进行品类规划工作，未来可能形成多个销售收入超 10 亿的品类，包括感冒药、皮肤药、抗肿瘤药、心脑血管用药等等。

我们预测公司 2010、2011、2012 年的收入分别为 44.87、54.07、63.07 亿元，净利润分别为 8.78、11.12、13.66 亿元，2008-2011 年收入和利润的复合增速分别为 9.13%、24.39%，EPS 分别为 0.90、1.14、1.40 元。

表 9: 华润三九公司战略分析

SWOT 评价		总分值 4
优势	具有品牌和渠道优势，定位清晰，公司治理结构较好。	4+
劣势	重量级新产品较少，研发投入较少。	3
机会	新医改带来了医药市场扩容，支付能力的提升有利于品牌普药的放量。	4+
威胁	政策依然存在不确定因素，产品可能降价，竞争对手实力日益增强。	3

资料来源：中国银河证券研究所（注：分值 1-5，越高越好）

表 10: 华润三九公司竞争力分析

波特“五力”评价		总分值 3+
供应商力量	原料方面相对易于取得，供应商谈判力度不够强。	4
新进入壁垒	总体看进入壁垒较低，免煎中药业务壁垒相对较高，品牌价值在一定程度上提高了壁垒。	3+
客户力量	医院、医生是处方药的主要客户，患者是所有产品的最终客户，拥有很强的谈判力量，但公司的品牌价值加强了谈判力量。	3
替代产品	替代产品较多，替代作用较强。	3+
竞争对手	现有竞争对手相对较多，且仍然不断有新进入者。	3+

资料来源：中国银河证券研究所（注：分值 1-5，越高越好；+表示未来好转，-号表示未来变差）

插图目录

图 1: 华润三九的品类规划和渠道规划意义重大	4
图 2: 感冒灵仍有望增长 15%以上	5
图 3: 皮肤药品类将加速增长	6
图 4: 三九胃泰受益于基本药物制度	6
图 5: 正天丸增速也将加快	6
图 6: 二线品种快速增长	7
图 7: 华润三九的OTC业务仍将稳步增长	7
图 8: 免煎中药是公司的明星业务	8
图 9: 中药注射液业务是公司处方药体系中的重点	9
图 10: 抗生素业务增速将有所回升	9
图 11: 华润三九处方药业务收入和占比逐步增加	10
图 12: 医疗服务业务继续快速增长	10
图 13: 印刷业务将稳定增长	11

表格目录

表 1: 营业收入增长预测	1
表 2: 毛利率变化假设	1
表 3: 华润三九每股收益敏感性分析	2
表 4: A股 13 家重点上市公司估值情况	2
表 5: 华润三九是 09 版医保目录的受益者	5
表 6: 公司四大模块的研发战略	12
表 7: 华润三九财务预测表	14
表 8: 华润三九DCF折现模型	15
表 9: 华润三九公司战略分析	16
表 10: 华润三九公司竞争力分析	16



分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

恒瑞医药（600196.SH）、华润三九（000999.SZ）、国药股份（600511.SH）、信立泰（002294.SZ）、一致药业（000028.SZ）、复星医药（600196.SH）、上海医药（600849.SH）、哈药股份（600664.SH）、双鹤药业（600062.SH）、康缘药业（600557.SH）、上海莱士（002252.SZ）、恩华药业（002262.SZ）、科华生物（002022.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所
北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032
电话：010-66568888
传真：010-66568641
网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：
北京地区联系： 010-66568849
上海地区联系： 010-66568281
深圳广州地区联系： 010-66568908