

公司研究

公司投资价值分析

首次评级: 短期_推荐, 长期_A

OTC 提供业绩保障、处方药提供业绩弹性、资产整合提供想象空间

——华润三九(000999)公司投资价值分析

核心观点

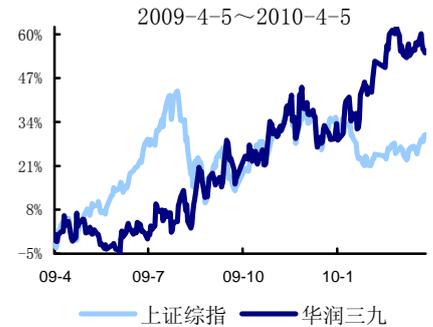
OTC 业务持续增长为公司业绩提供保障: OTC 业务是公司当前的核心业务, 占公司医药工业收入和毛利的 72%。2009 年公司 OTC 业务实现销售收入 22.56 亿元, 同比增长 30.72%。目前, 国内 OTC 市场仍处于成长期, 公司是行业领导者, 拥有强大的 OTC 营销优势, 加之成功的品类规划和基本药物政策的助推, 我们预计公司的 OTC 业务仍将持续快速增长, 10-12 年 OTC 业务的复合增长率高达 22.05%。该业务的快速增长, 也为公司业绩持续增长提供了保障。

处方药业务将提供业绩弹性: 公司的处方药业务分为三块: 中药注射剂、抗生素和免煎中药。09 年公司中药注射剂实现销售收入 4.19 亿元, 同比增长 37.25%。华蟾素注射液将是中药注射剂最大看点, 该产品是抗肿瘤甲类品种, 相对于艾迪注射液等竞争对手, 无论是报销比例、推广难度和使用成本来看, 都具有明显的竞争优势。该产品未来几年将会成为公司处方药的最大看点。公司是免煎中药行业领导者和行业标准的制定者, 预计未来几年免煎中药业务仍有望保持 30% 以上的快速增长。公司抗生素业务有望保持稳定增长的态势。

资产整合提供想象空间: 公司资产整合来源于内部整合和外延式并购两方面。内部整合关键在于北药集团控股权的争夺, 华润集团已经将公司定位为集团中药业务整合的平台, 因此, 如果能够取得北药集团的控股权, 公司在未来是有可能整合北药集团旗下本溪中药三厂、合肥神鹿中药厂和北京双鹤高科等中药资产。另外, 公司也加快了外延并购的步伐。

我们预计公司 10-12 年的 EPS 分别为 0.88 元、1.09 元和 1.35 元, 鉴于公司良好的成长性, 我们给予公司“短期_推荐, 长期_A”的投资评级。

股价走势图



基础数据

总股本(万股)	97890.00
流通A股(万股)	35524.04
52周内股价区间(元)	14.47-25.6
总市值(亿元)	234.25
总资产(亿元)	56.31
每股净资产(元)	3.77
目标价	6个月 12个月

相关报告

财务数据与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
主营业务收入(百万)	4853	4640	5576	6664
同比增速(%)	11%	-4%	20%	20%
净利润(百万)	709	857	1067	1325
同比增速(%)	42%	21%	25%	24%
EPS(元)	0.72	0.88	1.09	1.35
P/E	33.24	27.19	21.95	17.73

研究员: 徐文峰

电话: 010-84183312

Email: xuwenfeng@guodu.com

执业证书编号: S0940207090089

联系人: 蔡建军

电话: 010-84183153

Email: caijianjun@guodu.com

独立性申明: 本报告中的信息均来源于公开可获得资料, 国都证券对这些信息的准确性和完整性不做任何保证。分析逻辑基于作者的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

正文目录

一、OTC 业务持续增长为公司业绩提供保障	3
1、国内OTC行业仍处于成长期	4
2、公司拥有强大的OTC营销优势	4
3、品类规划和新产品投入	6
4、基本药物制度的助推效应	7
二、处方药业务将提供业绩弹性	8
1、华蟾素注射液将是中药注射剂最大看点	8
2、免煎中药行业的领导者	10
3、抗生素类普药稳定增长	10
三、资产整合提供想象空间	11
1、内部整合关键在于北药集团控股权的争夺	11
2、外延式收购正在不断推进	13
四、盈利预测与估值	14
1、盈利预测	14
2、投资建议	15
五、风险提示	15
1、中药注射剂安全风险	15
2、医改政策不确定风险	15

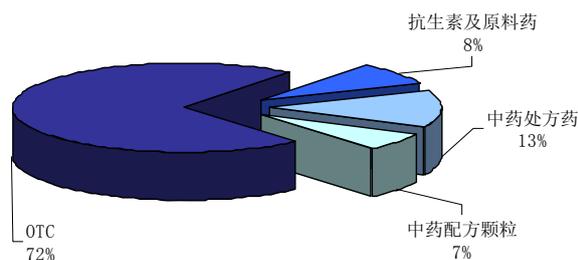
图表目录

图表 1: 公司医药工业收入结构	3
图表 2: 公司医药工业毛利结构	3
图表 3: 公司医药工业毛利结构	3
图表 4: 公司医药工业毛利结构	4
图表 5: 2009 年感冒类中药OTC产品品牌排名	5
图表 6: 2009 年外用类OTC产品品牌排名	5
图表 7: 2009 年消化类OTC产品品牌排名	5
图表 8: 公司OTC产品营销模式	6
图表 9: 公司感冒灵收入变化情况	6
图表 10: 公司皮肤药收入情况	6
图表 11: 公司感冒药品类规划	7
图表 12: 公司皮肤药品类规划	7
图表 13: 公司感冒灵收入变化情况	8
图表 14: 公司正天丸收入情况	8
图表 15: 公司处方药进入医保情况	8
图表 16: 公司中药处方药销售情况	9
图表 17: 国内肿瘤药物市场规模	9
图表 18: 主要竞争对手对比情况	9
图表 19: 公司抗生素及原料药收入变化情况	10
图表 20: 公司免煎中药收入情况	10
图表 21: 华润系医药资产版图	13
图表 22: 公司主要产品盈利预测情况	14

一、OTC 业务持续增长为公司业绩提供保障

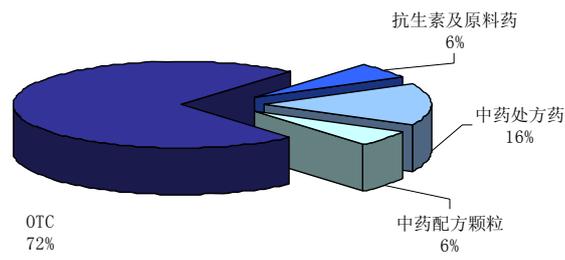
医药业务是公司的主营业务，随着三九连锁等医药商业资产的逐步剥离，未来公司将聚焦医药工业的发展。目前，公司的工业架构十分清晰，主要分为为四大模块：OTC、中药处方药、抗生素以及中药配方颗粒（免煎中药）。其中 OTC 业务是公司的核心业务，占公司医药工业收入的 72%和毛利的 72%。

图表 1: 公司医药工业收入结构



资料来源：国都证券

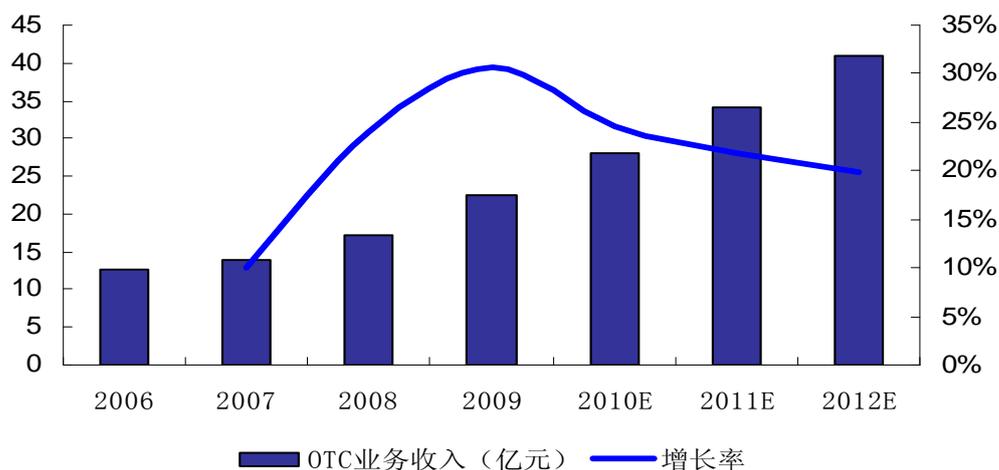
图表 2: 公司医药工业毛利结构



资料来源：国都证券

2009 年公司 OTC 业务实现销售收入 22.56 亿元，同比增长 30.72%。四大核心产品中，感冒灵得益于甲流疫情的爆发，销售大幅增长 34.9%，销售额达到 9.5 亿元；三九胃泰销售额 2.3 亿元，同比增长 25%；皮炎平和正天丸的销售额与去年同期基本持平。

图表 3: 公司医药工业毛利结构



数据来源：国都证券

我们预计未来几年内公司的 OTC 业务仍能保持快速增长的态势，预计 10-12 年公司 OTC 业务的复合增长率高达 22.05%。由于 OTC 业务是公司的主要利润来源，因此该业务的快速增长，也为公司业绩持续增长提供了保障。

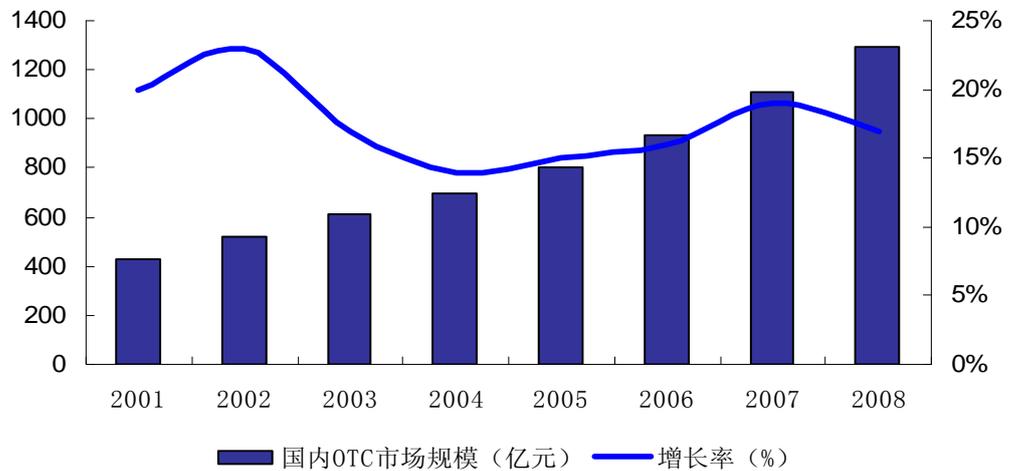
我们认为公司 OTC 业务能够持续增长的动力来源于四个方面：

1、国内 OTC 行业仍处于成长期

目前，国内的 OTC 市场仍处于成长期，市场前景广阔：我国 OTC 市场 2008 年规模达到 1,295 亿的规模，2004 年到 2008 年的复合增长率达到 17.25%，远远高于全球非处方药 5.4% 的平均增长率，增长率位居全球首位。

而且，我国消费者对非处方药的认知率不高，OTC 药物人均消费水平还很低，低于全球人均消费水平，仅是中等发达国家的 25% 左右。尤其是在我国农村，人均药品消费水平更是不到城市居民的 1/7。我国 OTC 药占药品市场的比例仅为 10%~15%，与国外 OTC 药占药品市场 30%~40% 的比例还有很大的发展空间，因此，预计今后五年内国内 OTC 市场仍有望保持两位数增长。

图表 4：公司医药工业毛利结构



数据来源：国都证券

2、公司拥有强大的 OTC 营销优势

影响 OTC 销售的两大关键因素是品牌知名度和终端及渠道控制力，因为 OTC 药物多属于自我治疗型药物，患者具有很强的品牌倾向性，品牌知名度是决定患者选择的最主要因素。同时有效的终端和渠道控制能力也是 OTC 产品销售的必备因素。而公司目前是国内 OTC 市场的领导者，其在 OTC 营销领域优势十分明显。品牌知名度和终端及渠道控制力正是公司营销优势所在。

(1) 公司拥有巨大的品牌影响力：在 2007 年中国品牌价值排行榜中，“999”品牌以 83 亿的品牌价值位居中药类企业第一位；产品方面，公司 OTC 几大核心产品均属于细分行业的领导者，具有很高的市场知名度和市占率。其中 999 感冒灵在中国非处方药协会主办的 2009 年度非处方药产品品牌统计排名中，位列中成药感冒咳嗽类第一名，999 皮炎平位列外用类第二位；三九胃泰位列消化类第四位。公司每年仍投入约 3 亿元左右的广告费用，用于维护和提高其品牌形象，推动产品销售，因此，公司品牌价值也仍有提升空间。

图表 5: 2009 年感冒类中药 OTC 产品品牌排名

排名	药品名称	生产企业
1	999 感冒灵颗粒	三九医药股份有限公司
2	三精牌双黄连口服液	哈药集团三精制药股份有限公司
3	肺宁颗粒	修正药业集团股份有限公司
4	抗病毒颗粒	丽珠医药集团股份有限公司
5	感冒清热颗粒	北京同仁堂科技发展股份有限公司

资料来源: 中国非处方药物协会、国都证券

图表 6: 2009 年外用类 OTC 产品品牌排名

排名	药品名称	生产企业
1	达克宁	西安杨森制药有限公司
2	999 皮炎平	三九医药股份有限公司
3	康王系列	昆明滇虹药业有限公司
4	派瑞松	西安杨森制药有限公司
5	唯达宁	修正药业集团股份有限公司

资料来源: 中国非处方药物协会、国都证券

图表 7: 2009 年消化类 OTC 产品品牌排名

排名	药品名称	生产企业
1	健胃消食片	江中集团有限公司
2	胃康灵胶囊	黑龙江葵花药业股份有限公司
3	胃苏颗粒	扬子江药业集团
4	三九胃泰	三九医药股份有限公司

资料来源: 中国非处方药物协会、国都证券

(2) 公司拥有强大的渠道和终端控制能力: 渠道和终端的管理是 OTC 企业的核心竞争要素, 强大的渠道和终端控制能力也正是公司的核心优势, 目前公司拥有一支成熟的销售队伍, 覆盖全国 4 万多家销售终端。目前, 公司 OTC 事业部共有 800 多人, 其中 400 多人深入到一线终端, 加强对终端的控制。另一方面, 公司对经销商进行扁平化管理, 目前一级核心经销商 50 多家, 二级分销商和三级分销商的数量逐步减少, 同时在对终端考核方面, 公司也加强药品摆放位置、上架率等指标的考核, 并推出产品系列包等政策, 实现与经销商的双赢的局面, 公司渠道控制能力也得到显著增强。

另外, 在加大现有药店终端维护的同时, 公司也在积极探索医院药房终端的销售, 特别是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, 而且公司的三九胃泰和正天丸也属于医保甲类品种, 在医院推广的难度并不大。

目前在公司 22 亿元的 OTC 销售收入中只有不到 1 亿元是在医疗终端取得的, 因此还有很大的拓展空间。

图表 8: 公司 OTC 产品营销模式

针对产品		决定因素	其他
药店终端	感冒灵、皮炎平等	品牌知名度 渠道和终端控制力	每年 3 亿元广告投入， 渠道扁平化 产品系列化
医疗终端	三九胃泰、正天丸等	学术推广	目前 OTC 医疗终端收 入不到 1 亿元，还有很 大拓展空间

资料来源：公司公告、国都证券

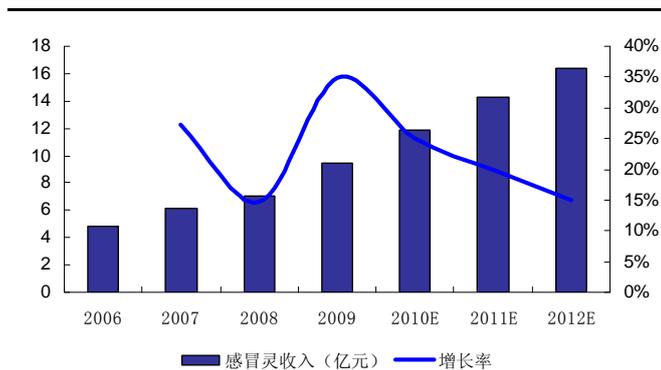
3、品类规划和新产品投入

所谓品类规划，就是再现有产品面对激烈的市场竞争，出现成长瓶颈的时候，对现有产品进行衍生化处理，挖掘细分市场，增加市场容量的做法。公司目前的 OTC 产品线包括感冒、皮肤、消化和头痛等几大类。

公司在感冒药方面已经进行了成功的品类规划。公司在成人感冒灵、感冒胶囊的基础上，推出了儿童系列的感冒产品，包括小儿氨酚黄那敏颗粒、小儿感冒灵等产品，2009 年小儿氨酚黄那敏颗粒实现销售收入 7000 多万元，小儿感冒灵实现销售收入 4000 多万元，同比都出现了大幅增长。同时，公司又推出清热解毒口服液、感冒退热颗粒等一系列二线感冒药品种，丰富和完善了现有感冒药的产品结构，拓展了感冒药的成长空间。

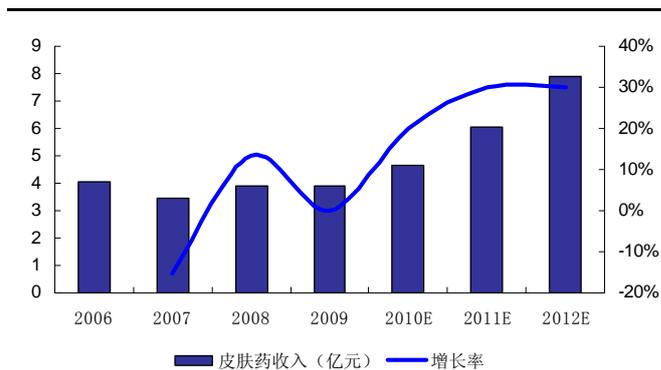
皮肤药方面：目前公司皮肤药品种单一，核心品种“999 皮炎平”面临一定的成长瓶颈，09 年收入更是出现了小幅下滑。因此公司急需新的皮肤药产品的投放，而外延式收购就成为一条捷径。2009 年公司收购了上海百安（南昌）制药有限公司，百安制药拥有 15 个皮肤类品种，极大的改善了公司皮肤药产品结构。今年，公司已将皮肤药作为品类规划的重点，力争 3-5 年内将皮肤药的收入规模，由目前的 4 亿元提升到 10 亿元左右。

图表 9: 公司感冒灵收入变化情况



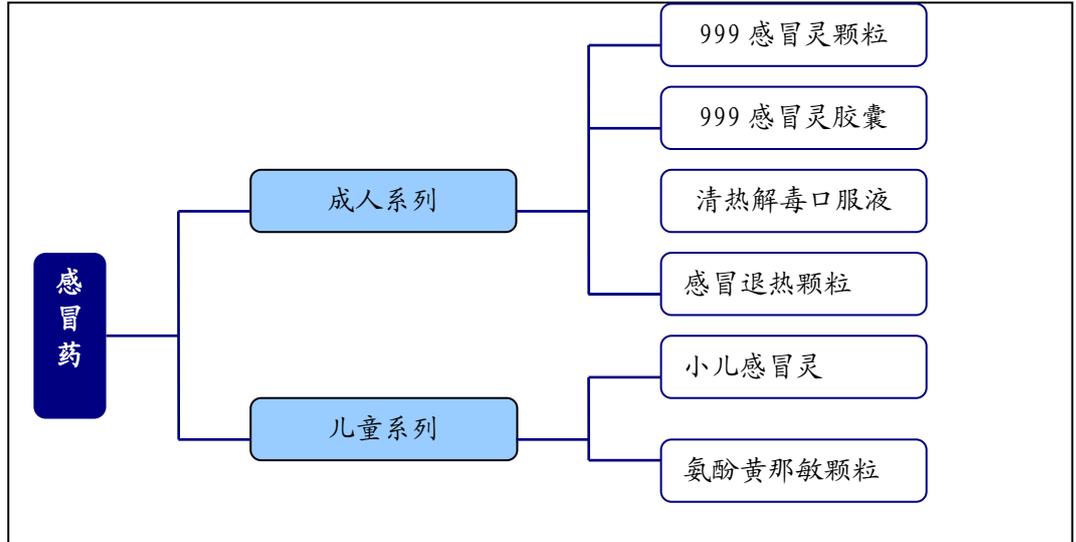
资料来源：国都证券

图表 10: 公司皮肤药收入情况



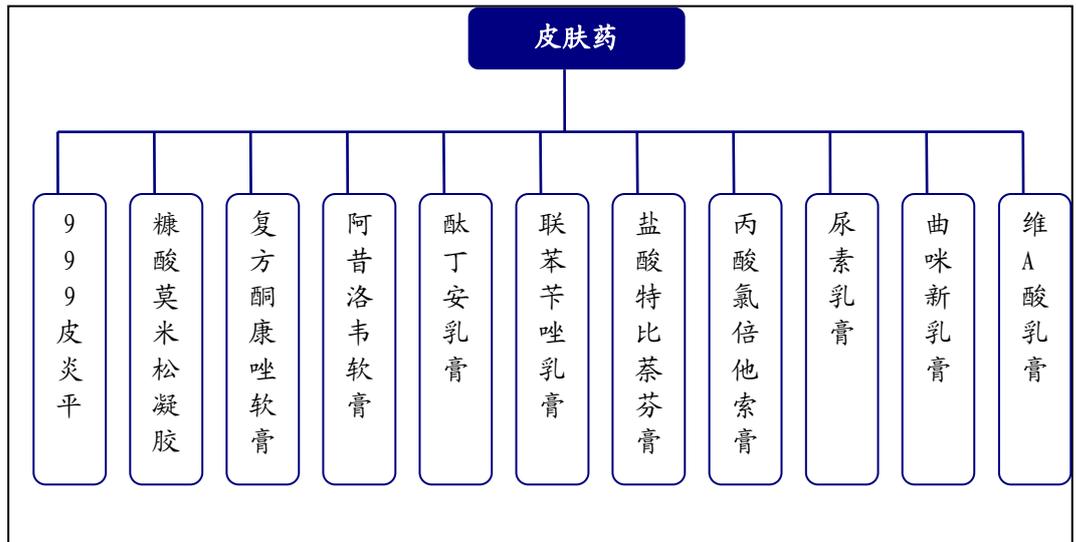
资料来源：国都证券

图表 11: 公司感冒药品类规划



资料来源: 公司公告、国都证券

图表 12: 公司皮肤药品类规划



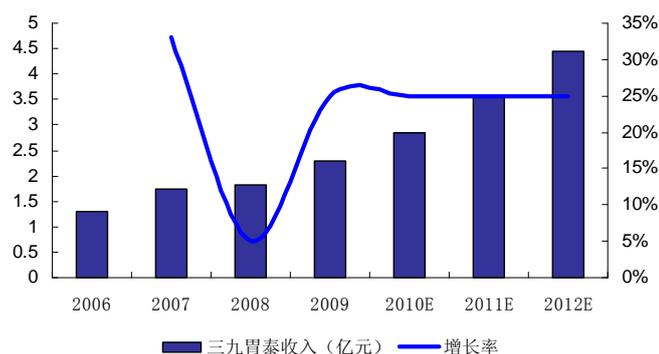
资料来源: 公司公告、国都证券

4、基本药物制度的助推效应

公司共有 68 个品种进入《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版），其中三九胃泰颗粒、正天丸为公司独家品种。

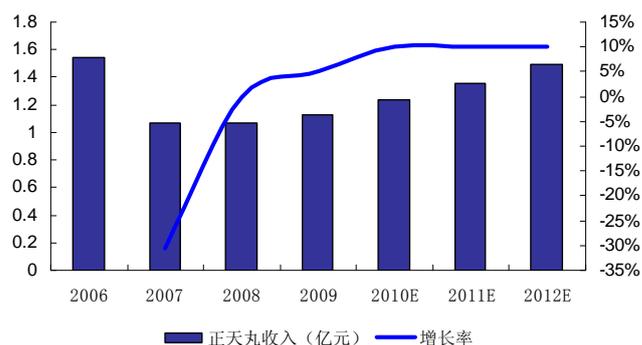
由于 2010 年将在 60% 政府举办的基层医疗卫生机构实施基本药物制度，其他医疗机构也要优先选用基本药物。2011 将实现基本药物的全覆盖。目前公司已经成立了基本药物部，进行相关品种的推广。在政策的助推下，公司的三九胃泰和正天丸等产品增速有望进一步加快。

图表 13: 公司感冒灵收入变化情况



资料来源: 国都证券

图表 14: 公司正天丸收入情况



资料来源: 国都证券

二、处方药业务将提供业绩弹性

公司的处方药业务分为三块: 中药注射剂、抗生素和配方中药 (即免煎中药)。

1、华蟾素注射液将是中药注射剂最大看点

公司中药注射剂主要由雅安三九负责生产, 雅安三九目前是全国中药注射剂品种最多、规模最大的企业。公司共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。主导品种包括参附注射液、参麦注射液、生脉注射液等。09 年公司中药处方药 (中药注射剂) 实现销售收入 4.19 亿元, 同比增长 37.25%。

目前, 公司的参附注射液、参麦注射液、生脉注射液都属于医保甲类产品。参麦注射液的中药注射剂再评价工作已经启动, 因此未来这些中药注射剂主导产品的稳定增长仍然可以得到保障。

公司 09 年收购了安徽金蟾生化股份有限公司, 获得了抗癌用药——华蟾素注射液。华蟾素注射液主要成分取自于蟾皮。具有解毒, 消肿, 止痛的功效。可用于中、晚期肿瘤, 慢性乙型肝炎等症得治疗。

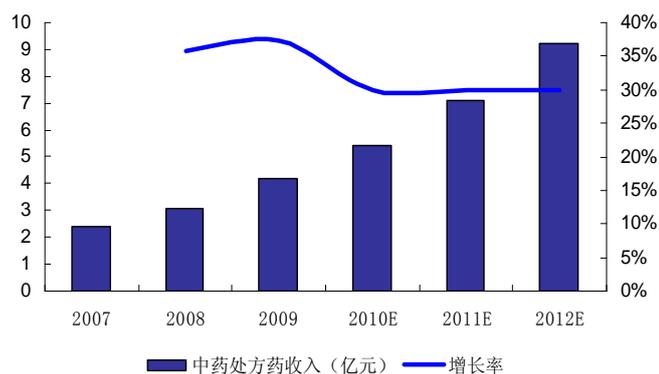
图表 15: 公司处方药进入医保情况

产品名称	种类	其他
参附注射液	回阳救逆剂甲类	限二级以上医院急重症抢救
参麦注射液	益气复脉剂甲类	限二级以上医院急重症抢救
华蟾素注射液	抗肿瘤药甲类	限癌症疼痛
华蟾素片	抗肿瘤药乙类	限癌症疼痛

资料来源: 劳动与社会保障部、国都证券

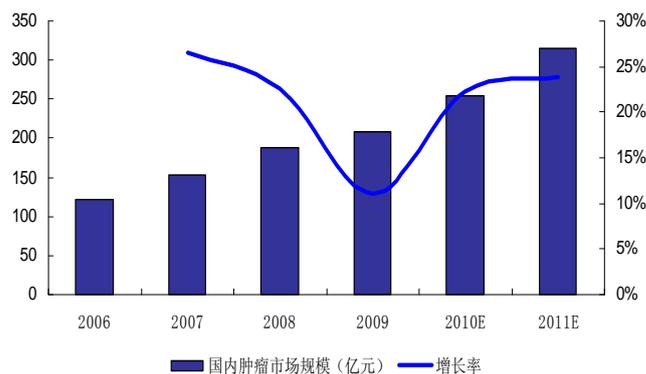
目前, 国内抗肿瘤药物市场正处于快速增长期, 2008 年市场规模已经达到 315 亿元, 较 07 年增长 23.77%。虽然西药因“见效快, 对肿瘤细胞杀伤力强”的特点, 占据肿瘤药物市场的大部分市场份额, 但中药由于具有多靶点以及对正常细胞杀伤力小的优势, 也越来越受到医生和患者的重视。

图表 16: 公司中药处方药销售情况



资料来源: 国都证券

图表 17: 国内肿瘤药物市场规模



资料来源: 国都证券

目前华蟾素注射液是 09 版医保目录中仅有的 2 个中药抗肿瘤甲类品种 (另一个品种是平消胶囊), 其主要竞争对手中艾迪注射液、复方苦参注射液等属于医保乙类品种, 参芪扶正注射液和康艾注射液则属于肿瘤辅助用药, 从报销比例和推广难度来看, 公司的华蟾素注射液都有比较明显的优势。另外, 从患者的使用成本来看, 华蟾素也具有十分明显的价格优势。

而反观其主要竞争对手, 益佰制药的艾迪注射液 09 年销售额近 6 亿元, 参芪扶正注射液 09 年销售额 2.67 亿元, 康艾注射液目前的销售额也在 3-6 亿元之间, 而华蟾素注射液 09 年销售额仅为 1 亿元左右, 与主要竞争对手还有很大差距。

华蟾素之前之所以未取得其应有的市场地位, 主要还是与其销售能力较弱有关。目前公司已经加大华蟾素注射液营销模式的转变, 加大了学术营销的力度, 同时对华蟾素原有销售队伍进行了整合。有理由相信, 凭借华润三九强大的营销优势, 该产品未来几年将会成为公司处方药的最大看点。

图表 18: 主要竞争对手对比情况

产品	生产企业	使用方法	价格	使用成本	其他
艾迪注射液	贵州益佰制药股份有限公司	一次 5-10 支, 一日 1 次, 30 天为一疗程。	国家发改委最高限价 36.9 元/支, 广西 09 年采购零售价 35.11 元/支	日成本 175-351 元, 每疗程 0.52-1.05 万元	09 版医保目录中药抗肿瘤药乙类, 09 年销售接近 6 亿元 (含税)
参芪扶正注射液	丽珠集团	1 瓶/次, 1 次/日, 疗程 21 天	国家发改委最高限价 182 元/瓶, 广西 09 年采购零售价 166.91 元/瓶	日成本 167 元, 每疗程 0.37 万元	09 版医保目录肿瘤辅助用药乙类, 09 年参芪扶正注射液销售额是 2.67 亿元。
康艾注射液	长白山制药股份有限公司	一日 1 次, 每日 40~60ml, 30 天一疗程	20ml 规格, 广西 09 年采购零售价 124.42 元/支	日成本 248-372 元, 每疗程 0.74-1.12 万元	09 版医保目录肿瘤辅助用药乙类, 预计销售额在 3-6 亿元。
华蟾素注射液	华润三九医药股份有限公司	一日 1 次, 一次 10~20ml (1~2 支), 28 天一疗程	10ml 规格, 国家发改委最高限价 52.0 元/支, 广西 09 年采购零售价 47.41 元/支	日成本 47-94 元, 每疗程 0.13-0.26 万元	09 版医保目录中药抗肿瘤药甲类, 09 年销售额 1 亿元左右

资料来源: 国家发改委、广西省发改委、国都证券

2、免煎中药行业的领导者

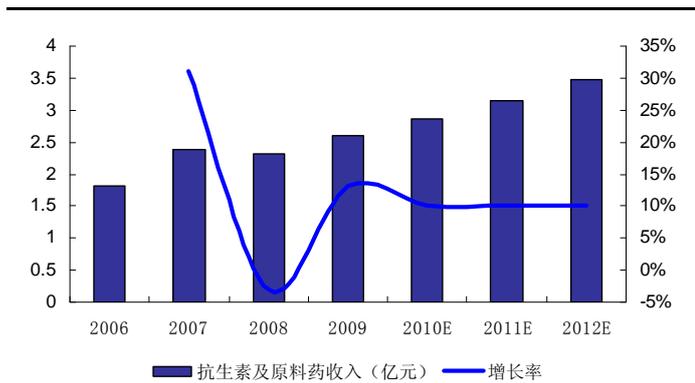
中药配方颗粒（免煎中药）是以传统中药饮片为原料，经过提取、分离、浓缩、干燥、制粒、包装等生产工艺，加工制成的一种统一规格、统一剂量、统一质量标准的供中医临床配方用的颗粒。

2001年11月国家食品药品监督管理局发布《中药配方颗粒管理暂行规定》，同年12月起将中药配方颗粒纳入中药饮片管理范畴。2002年，国家食品药品监督管理局批准了5家中药配方颗粒试点生产企业。目前，国内中药饮片市场大约在100亿元左右，中药颗粒剂市场大约在6-7亿元左右。

公司是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%。目前公司的市场份额与天江一方基本旗鼓相当，公司已经计划在淮北建立配方颗粒的生产基地，进一步扩大配方颗粒的产能。

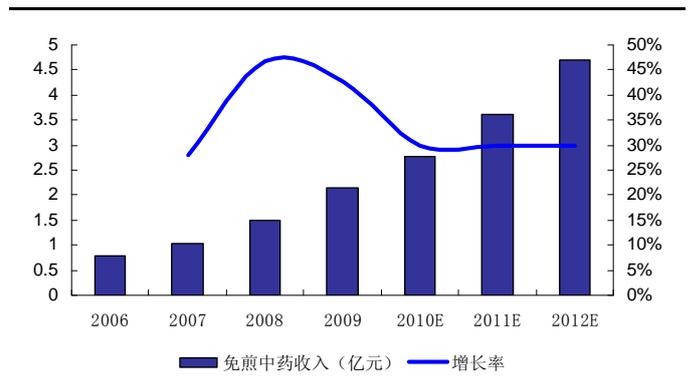
当前制约中药配方颗粒推广的主要是因素缺乏统一的国家标准，难以在全国进行大范围的推广。因此制定统一的质量标准就迫在眉睫，目前广东省已经开始建立省标，国家药监局也已经开始和公司合作启动部分产品的国标制定工作，公司将有望成为行业标准的制定者。我们预计未来几年公司免煎中药业务仍有望保持30%以上的快速增长。

图表 19：公司抗生素及原料药收入变化情况



资料来源：国都证券

图表 20：公司免煎中药收入情况



资料来源：国都证券

3、抗生素类普药稳定增长

09年公司抗生素普药业务实现收入2.6亿元，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%。我们认为，抗生素业务未来几年随着基本药物制度的逐步实施，基层市场的逐步扩容，将保持稳定增长的态势。

三、资产整合提供想象空间

公司已经将资产整合作为未来工作的一个重点，我们认为这种整合来源于两方面，一是来源于集团内部资产的整合，另一方面就是通过外延式的并购。

1、内部整合关键在于北药集团控股权的争夺

北京医药集团有限责任公司（简称“北药集团”）是国有大型综合医药产业集团。总部位于北京，拥有 2 个事业部，控股参股 20 余家企业。2006 年公司销售收入为 174 亿元，在中国医药企业排名中位于第三。2007 年销售收入突破 200 亿元。2008 年实现销售收入 241.41 亿元。2009 年实现销售收入 269 亿元，在 2009 年中国企业 500 强评选中，北药集团位列中国医药企业第 3。

目前，北药集团旗下，除了双鹤药业（600062）和万东医疗（600055）两家上市公司之外，还拥有众多优质资产。

北京医药股份有限公司：北医股份是一家有 50 多年历史、从事医药商品批发配送、零售连锁和药品生产的大型国有控股医药企业。公司总资产 31 亿元。下设 6 个分公司、7 个子分公司。主要经营西药制剂、化学原料药、中成药、中药饮片、医疗器械、医用耗材、生物制品、营养保健品等 20000 多个规格品种，其中地区乃至全国总代理总经销品种达 5000 多个，2009 年销售收入达到 101.9 亿元，经营规模位居北京市第一、全国医药商业企业前十名。

北京紫竹药业有限公司：主要从事计划生育用药、生殖健康用药、眼科用药、高科技普药以及保健品、生物制品等五大系列产品的研发与生产。公司是我国定点计划生育、生殖健康用药的科研开发生产基地及国家避孕药定点生产厂家，计划生育用药和生殖健康用药的研发与生产已形成规模优势，在国内均拥有很高的市场占有率，现已成为国家计划生育委员会、国家药品监督管理局指定的国家最大的计划生育用药和生殖健康用药科研与生产基地，已跻身于世界人类生殖健康产业知名企业行列，并被北京市政府批准为北京市高新技术企业。

安徽华源医药股份有限公司：公司是国内最大的医药商业公司之一，下属有 19 个子分公司、现有职工近万名、固定资产 5 亿多元。公司拥有全国最大的 14 多万平方米的标准仓库，4000 多平方米的营业大厅，全国 4000 多医药厂家的 25000 个品种在此大进大出，形成了“买全国药品，卖向全国”的大集散格局，2007 年公司销售额达到 101.3 亿元。

天然药物事业部：负责管理的下属本溪中药三厂、合肥神鹿中药厂、北京双鹤高科天然药物有限公司三家企业产品销售。

(1) 合肥神鹿双鹤药业有限责任公司：公司北京医药集团有限责任公司的全资子公司，是以生产中成药为主导产品的专业化中成药企业，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。

(2) 辽宁本溪三药有限公司：是北京医药集团的全资控股子公司。公司注册资本 1.5 亿元，总资产 1.7 亿元。公司具有年处理中药材 2400 吨、前处理 1600 吨、片剂 2 亿片、颗粒剂 3 亿袋、胶囊 4 亿粒、搽剂 500 万瓶的生产能力，是全国中药生产企业中拥有国家保护品种和医保品种较多的厂家之一。公司生产的产品有脾胃、痹症、乙肝、感冒四大系列，38 个品种，其中国家中药保护品种 3 个，获得发明专利 7 项，有 3 种产品进入《国家基本药物目录》，有 11 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》。公司主导产品气滞胃痛颗粒高效、速效、安全，是国家基本药物、医保目录甲类、首届全国中医医院急诊科（室）必备中成药和中国中药名牌产品、辽宁省名牌产品。

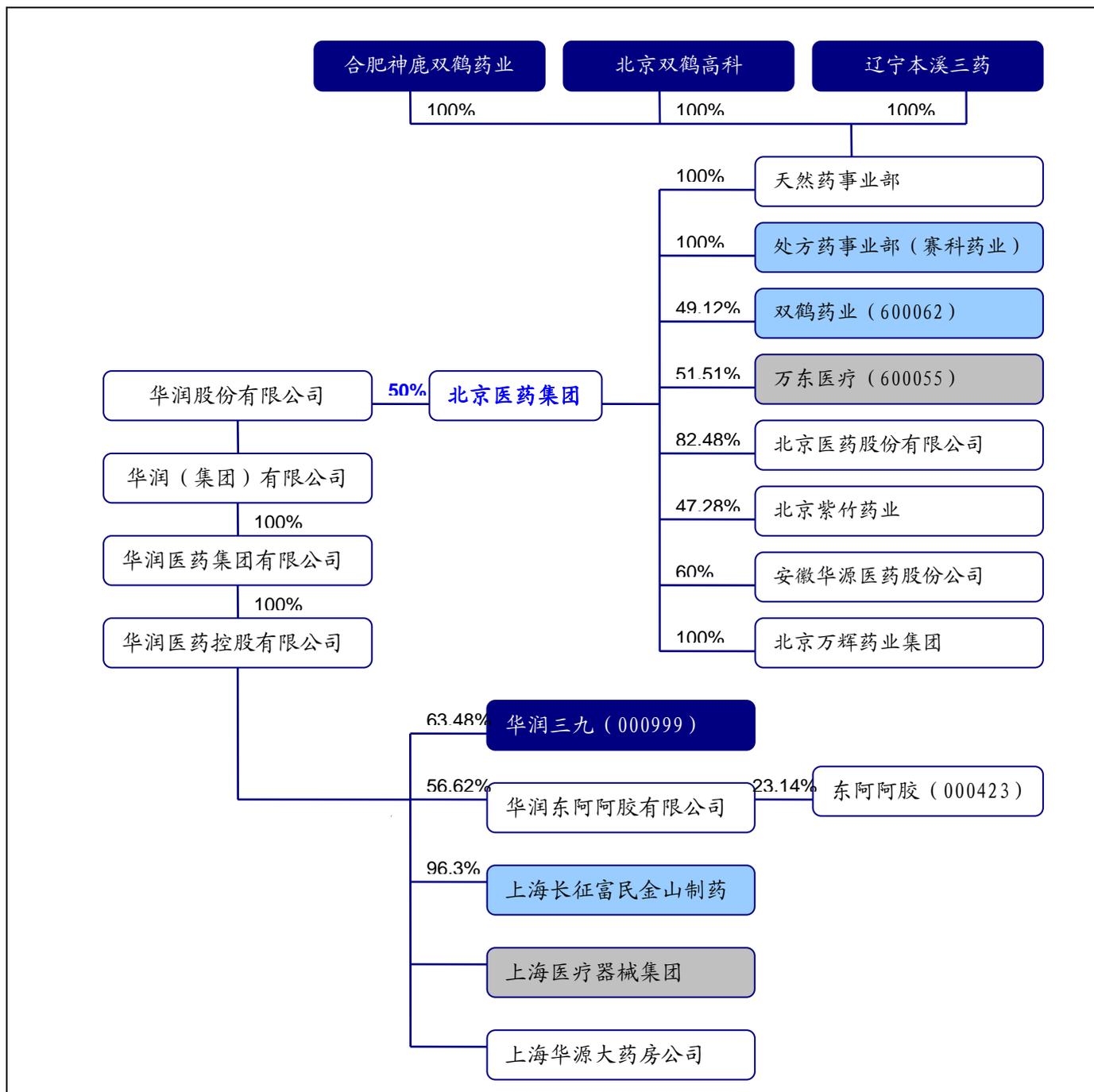
(3) 北京双鹤高科天然药物有限责任公司：公司前身是北京第四制药厂延庆药厂和北京第四制药厂液体制剂车间，是一个多剂型、多品种的综合制剂生产企业，产品包括西药制剂、中草药制剂和高级营养补剂等上百个品种，主要剂型有注射液、口服液、糖浆等，公司生产的北京蜂王精远销到世界五十多个国家和地区，其他产品包括舒血宁注射液、茵栀黄注射液、茵栀黄口服液等。

目前华润公司持有北京医药集团 50% 的股权，北京市国资委通过北京国有资本经营管理中心（20%）和北京市国有资产经营公司（30%）持有另外 50% 的股权。而华润医药集团的发展战略是以品牌中药、医药分销、品牌化学普药为核心业务，通过并购重组、业务整合、市场拓展、管理提升及价值链协同，充分利用资本市场，迅速提升企业价值，打造央企医药产业发展平台，成为中国最具竞争力的民族医药企业。因此取得北药集团的控股权对华润打造医药帝国的梦想至关重要。如果能够取得北药集团的控股权，理想情况下，未来的华润医药集团的业务应该分为五大块：

- 1) 以华润三九（000999）为平台的中药业务；
- 2) 以双鹤药业（600062）为平台的化学药制剂业务；
- 3) 以万东医疗（600055）为平台的医疗器械业务；
- 4) 以北医股份为平台的医药商业业务；
- 5) 以东阿阿胶（000423）为平台的保健品业务；

华润医药集团已经将华润三九（000999）定位为集团中药业务整合的平台，因此，如果能够取得北药集团的控股权，华润三九在未来是有可能整合北药集团旗下中药资产。目前北药集团旗下中药业务资产包括：本溪中药三厂、合肥神鹿中药厂和北京双鹤高科天然药物有限公司，这些都属于优质资产，主要产品也能够与华润三九现有产品实现良好的互补和衔接。因此，内部资源的整合将提供我们很大的想象空间。

图表 21: 华润系医药资产版图



资料来源: 公司公告、国都证券

2、外延式收购正在不断推进

2009年, 公司已经成功收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂以及上海百安(南昌)制药有限公司, 补充了抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片以及15个皮肤类品种。公司表示在2010年仍会积极寻找适当并购机会, 加快符合战略的企业并购。目前公司潜在的收购标的有6-7家, 相关工作正在逐步推进。

四、盈利预测与估值

1、盈利预测

图表 22: 公司主要产品盈利预测情况

	2009	2010E	2011E	2012E
感冒药系列	94998	118747	142497	163871
增长率	34.90%	25%	20%	15%
皮炎平系列	38933	46719	60735	78956
增长率	0%	20%	30%	30%
三九胃泰	22838	28547	35684	44604
增长率	25.00%	25.00%	25.00%	25.00%
正天丸	11235	12359	13594	14954
增长率	5%	10%	10%	10%
其他 OTC 产品	57651	74946	89935	107922
增长率	68%	30%	20%	20%
OTC 收入总计	225654	281318	342445	410308
增长率	30.72%	24.67%	21.73%	19.82%
毛利率	69.30%	69.20%	69.10%	69.00%
中药处方药	41886	54452	70787	92024
增长率	37.25%	30%	30%	30%
毛利率	79.85%	80%	80%	80%
抗生素及原料药	26094	28703	31574	34731
增长率	13.11%	10%	10%	10%
毛利率	47.95%	45%	45%	45%
免煎中药	21346	27750	36075	46897
增长率	42.77%	30%	30%	30%
毛利率	60.72%	60%	60%	60%
医药行业收入总计	417660	392223	480881	583959
增长率	24.66%	-6.09%	22.60%	21.44%
毛利率	53.86%	68.28%	68.44%	68.58%
包装印刷业务	31173	31173	31173	31173
增长率	7.98%	0%	0%	0%
毛利率	28.0%	28.0%	28.0%	28.0%
医疗服务业务	15927	19112	22935	27522
增长率	33%	20%	20%	20%
毛利率	30%	30%	30%	30%
其他业务	20512	21538	22614	23745
增长率	5%	5%	5%	5%
毛利率	35%	35%	35%	35%
收入总计	485272	464046	557603	666400
增长率	11.48%	-4.37%	20.16%	19.51%
毛利率	50.62%	62.45%	63.24%	63.89%

资料来源: 公司公告、国都证券

2、投资建议

我们预计公司 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.88 元、1.09 元和 1.35 元，以 4 月 2 日收盘价 23.93 元计算，对应的动态 PE 分别为 27 倍、22 倍和 18 倍，鉴于公司良好的成长性，我们认为公司是值得长期投资的优质标的，我们给予公司“短期_推荐,长期_A”的投资评级。

五、风险提示

1、中药注射剂安全风险

中药注射剂因使用不当等因素，会存在一定的安全风险。

2、医改政策不确定风险

公司部分产品的推广和销售与医改政策存在较大的相关性，药品降价等不确定性政策因素会对公司产生一定影响。

附录：财务预测表

资产负债表					利润表				
单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E	单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3037	3622	4499	5618	营业收入	4853	4640	5576	6664
现金	1273	1866	2488	3217	营业成本	2396	1742	2050	2406
应收账款	361	433	519	623	营业税金及附加	20	27	32	36
其它应收款	76	92	110	132	营业费用	1166	1378	1651	1966
预付账款	77	85	101	122	管理费用	368	427	507	600
存货	418	292	341	398	财务费用	-0	-3	-6	-8
其他	831	855	939	1126	资产减值损失	26	25	25	25
非流动资产	2594	2627	2637	2608	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	18	18	18	投资净收益	8	9	9	9
固定资产	1117	1257	1302	1292	营业利润	885	1053	1325	1647
无形资产	1137	1142	1186	1215	营业外收入	31	35	32	33
其他	323	210	131	83	营业外支出	11	11	12	11
资产总计	5631	6250	7136	8226	利润总额	904	1077	1346	1669
流动负债	1610	1622	1652	1719	所得税	143	162	202	250
短期借款	12	0	0	0	净利润	762	915	1144	1418
应付账款	446	490	539	593	少数股东损益	52	58	77	94
其他	1152	1132	1112	1126	归属母公司净利润	709	857	1067	1325
非流动负债	70	54	57	58	EBITDA	998	1199	1493	1831
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.72	0.88	1.09	1.35
其他	30	15	17	19					
负债合计	1680	1676	1709	1777	主要财务比率				
少数股东权益	265	324	400	494		2009	2010E	2011E	2012E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积金	1341	1341	1341	1341	营业收入	11.5%	-4.4%	20.2%	19.5%
留存收益	1368	1932	2709	3637	营业利润	39.8%	19.0%	25.9%	24.3%
归属母公司股东权益	3686	4250	5027	5955	归属母公司净利润	42.3%	20.8%	24.5%	24.1%
负债和股东权益	5631	6250	7136	8226	获利能力				
					毛利率	50.6%	62.5%	63.2%	63.9%
					净利率	14.6%	18.5%	19.1%	19.9%
					ROE	19.2%	20.2%	21.2%	22.2%
					ROIC	31.5%	36.3%	41.4%	46.3%
					偿债能力				
					资产负债率	29.8%	26.8%	23.9%	21.6%
					净负债比率	3.07%	2.60%	2.43%	2.36%
					流动比率	1.89	2.23	2.72	3.27
					速动比率	1.62	2.05	2.51	3.03
					营运能力				
					总资产周转率	0.90	0.78	0.83	0.87
					应收帐款周转率	12	12	12	12
					应付帐款周转率	4.51	3.72	3.98	4.25
					每股指标(元)				
					每股收益	0.72	0.88	1.09	1.35
					每股经营现金	0.87	0.98	1.09	1.29
					每股净资产	3.77	4.34	5.14	6.08
					估值比率				
					P/E	34.11	28.23	22.67	18.27
					P/B	6.56	5.69	4.81	4.06
					EV/EBITDA	23.26	19.36	15.55	12.68

资料来源：公司报表、国都证券

国都证券投资评级

国都证券行业投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	推荐	行业基本面向好, 未来6个月内, 行业指数跑赢综合指数
	中性	行业基本面稳定, 未来6个月内, 行业指数跟随综合指数
	回避	行业基本面向淡, 未来6个月内, 行业指数跑输综合指数
长期评级	A	预计未来三年内, 该行业竞争力高于所有行业平均水平
	B	预计未来三年内, 该行业竞争力等于所有行业平均水平
	C	预计未来三年内, 该行业竞争力低于所有行业平均水平

国都证券公司投资评级的类别、级别定义		
类别	级别	定义
短期评级	强烈推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在15%以上
	推荐	预计未来6个月内, 股价涨幅在5-15%之间
	中性	预计未来6个月内, 股价变动幅度介于±5%之间
	回避	预计未来6个月内, 股价跌幅在5%以上
长期评级	A	预计未来三年内, 公司竞争力高于行业平均水平
	B	预计未来三年内, 公司竞争力与行业平均水平一致
	C	预计未来三年内, 公司竞争力低于行业平均水平

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料或国都证券研究所研究员实地调研所取得的信息, 国都证券研究所及其研究员不对这些信息的准确性与完整性做出任何保证。国都证券及其关联机构可能持有报告所涉及的证券品种并进行交易, 也有可能为这些公司提供相关服务。本报告中所有观点与建议仅供参考, 投资者据此操作, 风险自负。

国都证券研究员及其研究行业一览表

研究员	研究领域	E-mail	研究员	研究领域	E-mail
许维鸿	研究管理 宏观领域	xuweihong@guodu.com	王明德	研究管理、农业、食品饮料	wangmingde@guodu.com
李元	机械、电力设备	liyuan@guodu.com	巩俊杰	交通运输	gongjunjie@guodu.com
张翔	首席策略分析师	zhangxiang@guodu.com	夏茂胜	商业、纺织服装	xiamasheng@guodu.com
徐文峰	基础化工	xuwenfeng@guodu.com	马琳娜	建材	malinna@guodu.com
邹文军	房地产	zouwenjun@guodu.com	邓婷	金融	dengting@guodu.com
徐才华	机械-汽车及零部件	xucaihua@guodu.com	徐昊	农业、食品饮料	xuhao@guodu.com
姜瑛	IT	jiangying@guodu.com	伍颖	石化、化工	wuying@guodu.com
曹源	策略研究、传媒	caoyuan@guodu.com	潘蕾	医药行业	panlei@guodu.com
蔡建军	医药行业	caijianjun@guodu.com	王招华	钢铁行业	wangzhaohua@guodu.com
王京乐	家电、旅游	wangjingle@guodu.com	刘斐	煤炭电力	liufei@guodu.com
汪立	造纸	wangli@guodu.com	鲁儒敏	电力	lurumin@guodu.com
肖世俊	有色、新能源	xiaoshijun@guodu.com	傅浩	建材	fuhao@guodu.com
刘芬	机械	liufen@guodu.com	陈薇	衍生产品、金融工程和 券商发展战略研究	chenwei@guodu.com
苏昌景	基金研究、债券研究	suchangjing@guodu.com	冯翔	宏观研究、债券研究	fengxiang@guodu.com
李春燕	基金联络	lichunyan@guodu.com			