

华润三九 (000999)

买入/首次评级

股价: RMB26.9

分析师

钱晓宇  
SAC 执业证书编号:s1000200010062  
(0755)8249 2237  
qianxy@lhq.com

联系人

朱建华  
(0755)8212 5071  
zhujh@lhq.com

# 雨露滋润，香飘九里

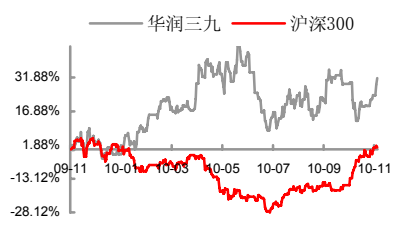
- **医药行业的佼佼者:** 华润三九是我国药品生产企业的领先者，曾连续十年位居中国最有价值医药品牌榜首。公司通过聚焦制药主业的战略，盈利能力稳步提高，得到长足发展。
- **OTC 业务牛气十足:** OTC 业务是公司的现金牛，聚集了三九胃泰、感冒灵、皮炎平及正天丸等核心产品。在 09 年感冒类产品规划取得显著效果后，今年公司重点打造皮肤类药品品牌。在皮肤类新产品高速增长的带动下，2010 年 OTC 业务将保持 20% 的增速。
- **战略新兴产业助力现代中药:** 中药配方颗粒和中药注射剂是中药现代化的两个方向，有望得到政策的支持。近几年，这两块业务基本保持在 40% 以上的增速。今年手足口病、蜱虫致病等事件，以及安徽金蟾的华蟾素全年合并报表，将推动中药处方药业务高速增长。我们预计，2010 年中药配方颗粒和中药处方药将分别有 40% 和 50% 的增长。
- **抗生素原料及制剂有望成为现金牛业务:** 公司新通过 4876 万元的化学药物制剂生产线建设项目，继续加大对抗生素原料及制剂业务的投入。我们认为公司可能重新对此业务进行定位。抗生素是我国临床用药第一大类药物，随着公司现有品种生产瓶颈及新产品的投产问题解决后，抗生素业务表现值得期待。
- **新平台，高要求:** 华润集团致力于打造央企医药平台，并于近期提名四名华润集团管理人员任公司董事。我们认为华润将加速集团医药资源整合，此举意味着华润集团对公司的发展重新定位，有望为公司的发展提供更多支持和资源。
- **盈利预测及投资评级:** 我们预计公司 2010-2012 年 EPS 为 0.87 元、1.10 元和 1.40 元，对应 PE 分别为 28.5、22.6 和 17.8 倍。考虑到公司在我国制药行业中的领先者地位、华润打造医药平台中的桥头堡地位，我们认为公司价值被低估，其未来的合理价值区间为 33.0 元~38.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	979
流通 A 股 (百万股)	979
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	26,332

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

经营预测与估值	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4852.7	4468.0	5489.0	6662.0
(+/-%)	11.5	-7.9	22.9	21.4
归属母公司净利润(百万元)	709.5	856.0	1081.0	1366.0
(+/-%)	42.3	20.7	26.3	26.4
EPS(元)	0.72	0.87	1.10	1.40
P/E(倍)	37.1	28.5	22.6	17.9

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

<b>投资要点:</b> .....	<b>5</b>
投资建议: .....	5
核心假设: .....	5
与市场观点的差异之处 .....	5
股价变动催化剂: .....	5
核心假设的风险: .....	5
<b>国内知名药品生产企业</b> .....	<b>6</b>
华润平台, 雨露滋润 .....	6
聚焦制药主业, 高毛利带来利润的稳步增长 .....	7
<b>制药业务健康发展</b> .....	<b>7</b>
OTC 业务, 牛气十足 .....	8
中药处方药和中药配方颗粒双发电厂驱动 .....	14
抗生素及普药, 有望变身现金牛 .....	18
<b>现金充裕, 为公司发展提供支撑</b> .....	<b>19</b>
内涵式: 加强研发是真理 .....	19
外延式: 未来制药企业的主旋律 .....	21
<b>华润重组北药集团值得期待</b> .....	<b>22</b>
<b>盈利预测与估值</b> .....	<b>23</b>
<b>风险提示</b> .....	<b>26</b>
<b>附注: 提名董事、监事任职情况</b> .....	<b>26</b>

## 图表目录

图 1 华润是公司的控股股东 .....	6
图 2 2010 年公司营业收入构成 .....	7
图 3 聚焦主业短期内营收下降但毛利率明显提高 .....	7
图 4 公司净利润稳定增长 .....	7
图 5 2010 年半年报中制药业务收入构成 .....	8
图 6 医药工业销售收入稳定增长 .....	8
图 7 OTC 业务稳步增长 .....	9
图 8 感冒灵销售稳步增长 .....	11
图 9 2009 年上半年国内重点城市皮肤病用药市场构成 .....	12
图 10 我国皮肤用药市场规模稳步增长 .....	12
图 11 皮肤用药销售拐点出现 .....	14
图 12 手足口病疫情远重于去年 .....	15
图 13 中药材、中药饮片和中药配方颗粒图示 .....	16
图 14 中药饮片为配方颗粒提供了广大市场 .....	17
图 15 公司配方颗粒业务将保持较高的增长速度 .....	18
图 16 专利产品带来高毛利 .....	18
图 17 化学药占据我国医药制造业半壁江山 .....	19
图 18 抗感染药物仍居医院用药首位 .....	19
图 19 药品研发亟待加强 .....	20
图 20 公司持续加大研发投入 .....	20
图 21 公司具有充裕的现金 .....	22
表格 1 公司在 08 年国内中成药企业经济排名中位居前列 .....	6
表格 2 公司 OTC 产品梯次清晰 .....	9
表格 3 999 感冒灵位居中药感冒咳嗽类非处方药首位 .....	10
表格 4 999 感冒灵在感冒用药市场中居于前列 .....	10
表格 5 江西百安皮肤类药品储备丰富 .....	12
表格 6 皮炎平在皮肤用药零售市场中居领先地位 .....	13
表格 7 公司在皮肤类外用非处方药排名居前 .....	13
表格 8 四个重点处方药产品进入新医保目录 .....	15
表格 9 国内 4 城市医院采购中药抗肿瘤药品数量排名 .....	16
表格 10 中药配方颗粒前途光明 .....	17
表格 11 公司加大抗生素及普药的投入 .....	19
表格 12 核心品种多具有知识产权保护 .....	20
表格 13 我国近期主要医药并购事件及辉瑞主要并购事件 .....	21
表格 14 华润具有众多医药资产 .....	22
表格 15 北药集团下属优质中药企业 .....	23
表格 16 DCF 估值基本假设 .....	23
表格 17 公司 DCF 敏感性分析表 .....	24
表格 18 公司主营业务收入预测表 .....	24
表格 19 公司盈利预测表 .....	25

表格 20 华润三九与可比公司对比 ..... 25

## 投资要点:

### 投资建议:

公司的制药业务处于健康发展的状态,我们认为未来仍将保持较高的增速。皮肤用药在品类规划及多个新产品的推动下实现在多个皮肤疾病用药的突破;在强生泰诺的召回事件之后,公司的感冒类药物以其安全性、有效性和中西药结合的差异性仍将继续扩大市场份额;手足口病的爆发、华蟾素带来的新的利润增长点将使中药处方药依然保持较高的增速。

我们预计公司 2010-2012 年每股收益为 0.87 元、1.10 元和 1.40 元。考虑到:

1. 新产品与核心产品的协同效应,可以更有效的提升市场份额
2. 感冒类药物在多个竞争产品出现质量或安全性问题的情况下,有望保持较高的增长水平
3. 战略性新兴产业规划和华润重点打造医药平台的叠加效应,公司有望获得更多的支持。同时,公司现金充裕,外延式发展战略有望为公司带来新的利润增长点

我们认为公司的合理价值区间为 33.0 元~38.5 元。

### 核心假设:

制药工业 2010-2012 年分别同比增长 23.9%、24.3%和 22.5%

药品价格不会出现大幅度的下调

中药材及药用辅料价格不再出现大幅上升,或者公司可以通过提价转移成本压力

### 与市场观点的差异之处

1. 新董事上任后,华润集团对公司的定位和要求将更高,公司发展将会加速
2. 抗生素制剂生产线建设项目通过,公司对抗生素及普药业务将会重新定位

### 股价变动催化剂:

华润医药下属医药资源的整合细则出台

感冒用药和皮肤用药的销售超预期

### 核心假设的风险:

《药品价格管理办法》出台后,公司药品价格被迫有较大幅度的下降;

中药材及辅料的价格持续上涨给公司带来成本压力,并且成药无法提高价格

## 国内知名药品生产企业

华润三九医药股份有限公司，前身为南方制药厂，是我国知名的药品生产企业，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中国品牌价值排行榜》中位居第42位、医药品牌类第2位。

公司的制药业务分为 OTC、中药处方药、中药配方颗粒、抗生素及普药四个部分，拥有三九胃泰、999 感冒灵、皮炎平和正天丸等一批在国内拥有良好美誉度的药品。

表格 1 公司在 08 年国内中成药企业经济排名中位居前列

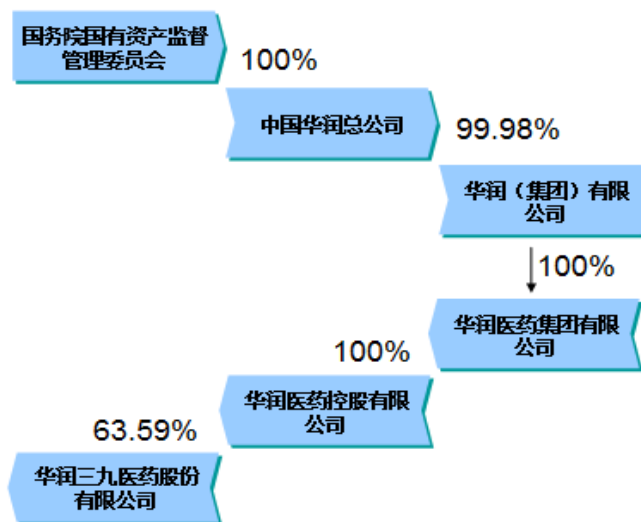
排名	资产总额	销售收入	利润
1	天津天士力集团有限公司	修正药业集团	吉林敖东药业集团股份有限公司
2	太极集团有限公司	天津天士力集团有限公司	华润三九医药股份有限公司
3	吉林敖东药业集团股份有限公司	太极集团有限公司	神威药业有限公司
4	华润三九医药股份有限公司	华润三九医药股份有限公司	修正药业集团
5	修正药业集团	汇仁集团有限公司	江西济民可信集团有限公司

资料来源：健康网，华泰联合证券研究所

### 华润平台，雨露滋润

2007 年华润集团入主三九，次年 12 月完成重组，华润集团成为三九医药股份有限公司的实际控制人，并于 2010 年 2 月将公司名称更为华润三九医药股份有限公司。这次重组，不仅使公司摆脱危机，也为公司的发展提供新平台、注入新动力。

图 1 华润是公司的控股股东



资料来源：2009 年年报，2010 年中报，华泰联合证券研究所

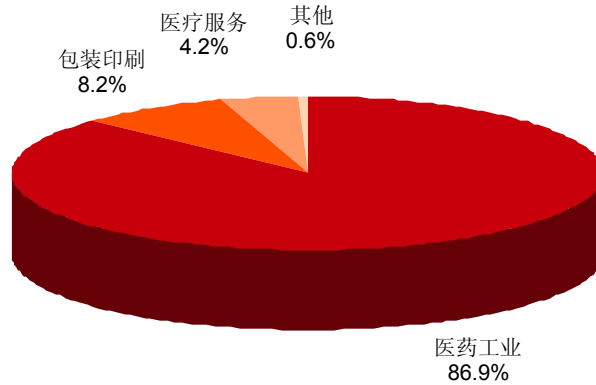
2010 年 10 月公司四名董事和二名监事辞职后，控股股东提名五名华润集团管理人员和前董事方明为公司新任董事、监事。经过调整后，我们认为华润对公司的发展重新

定位，一方面华润对公司的发展更加重视，定位和要求将明显提高；另一方面，华润也将更及时了解公司的运营，为公司的发展提供更有针对性的支持。

### 聚焦制药主业，高毛利带来利润的稳步增长

医药工业是公司营业收入及利润的主要来源，2010 上半年，制药业务收入占公司总收入 87%。公司出售三九连锁、汉源三九等非制药业务后，进一步将工作重点聚焦到制药主业，公司利润水平显著上升，毛利率也处于相对较高的水平。

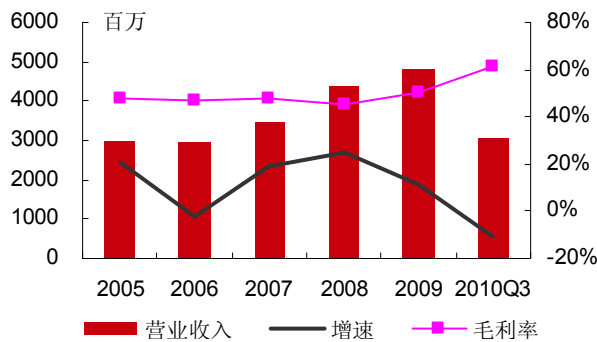
图 2 2010 年公司营业收入构成



数据来源：2010 年半年报，华泰联合证券研究所

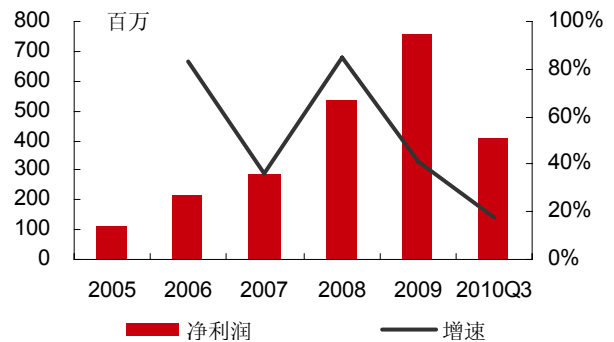
2010 年前三季度公司的营业收入为 30.4 亿元，比 09 年下降 10.4%，主要是由于出售三九连锁和汉源三九所致。但由于三九连锁的毛利率较低，且高毛利的制药业务稳步增长，故在营业收入下降的情况下，实现净利润同比增长 19.2%，达到 5.9 亿元。

图 3 聚焦主业短期内营收下降但毛利率明显提高



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

图 4 公司净利润稳定增长



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

## 制药业务健康发展

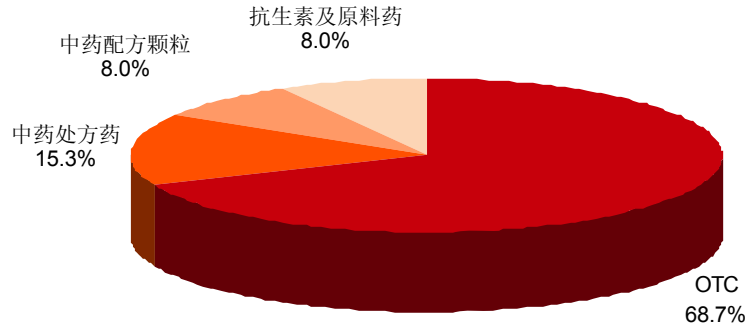
公司制药业务分为四个板块，并且这四个板块均处于积极向上的状态。公司的战略是集中优势资源，大力推进制药工业的发展；以 OTC 业务为核心，同时推进中药处方药、中药配方颗粒和抗生素及普药快速发展。

**现金牛：**OTC 业务占公司制药业务收入的 68.7%，保持稳定增速，是公司现金的主要来源。中药处方药和中药配方颗粒分别由于新产品的推出、行业处于成长期而保持



40%和50%的增速，属于公司的**发电厂业务**。抗生素及原料药则相对增长速度较慢，主要原因是由于产能瓶颈及生产车间改造引起。沈阳三九的原料和制剂生产线完工后，将有望放量增长而**转变为公司的现金牛业务**。

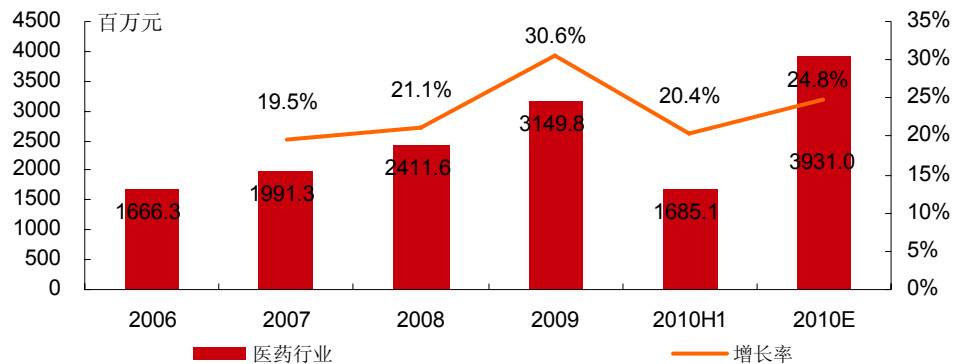
图 5 2010 年半年报中制药业务收入构成



数据来源：2010 年半年报，华泰联合证券研究所

2006 年到 2009 年公司制药主业的复合增长率为 23.7%，2009 年制药主业的营业收入同比增长达到 30.6%。公司制药主业的各项业务在各细分领域内具有较高的影响力及市场占有率，近四年的毛利率保持在 66%以上。

图 6 医药工业销售收入稳定增长



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

## OTC 业务，牛气十足

OTC 业务是华润三九的核心业务，我们认为其仍然充满活力。一方面，OTC 业务聚集了公司六个核心产品，其中感冒灵、皮炎平、三九胃泰三个销售过亿元药品，核心产品的安全性和有效性，将使公司在竞争中持续提高市场份额；另一方面，新产品与核心产品具有协同效应，可以借助品牌优势和渠道优势，迅速打开市场，表现出较高的增速。



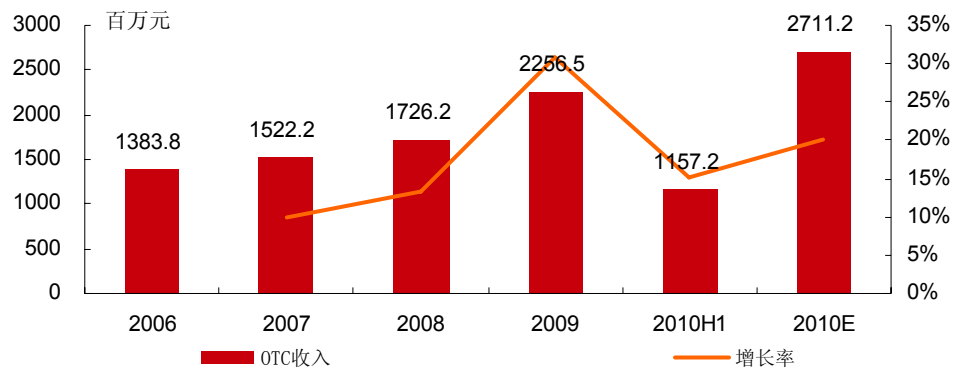
**表格 2 公司 OTC 产品梯次清晰**

分类	药品名称	作用类别
核心产品	999 感冒灵	感冒类非处方药，用于感冒引起的发热、头痛、鼻塞、流涕、咽痛
	999 皮炎平	皮肤科用药类非处方药，用于各类皮炎、湿疹
	三九胃泰	胃肠类非处方药，用于上腹隐痛、饱胀、反酸、恶心、呕吐、心口嘈杂
	正天丸	头痛类非处方药，用于偏头痛、紧张性头痛、神经性头痛等症
	壮骨关节丸	用于骨性关节炎、腰肌劳损等症
	补脾益肠丸	消化类非处方药，用于脾虚泄泻症
新产品	小儿氨酚	小儿感冒类非处方药，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	咳嗽类非处方药，用于久咳劳嗽、支气管炎等症
	小儿感冒颗粒	小儿感冒类非处方药，用于小儿风热感冒
	复方氨酚烷胺胶囊	感冒类非处方药，用于感冒引起的头痛、发热鼻塞、咽痛等症
	小儿止咳糖浆	咳嗽类非处方药，用于小儿感冒引起的咳嗽
	抗宫炎片	妇科带下病类非处方药用于湿热下注所致带下病
	归芍调经片	妇科月经不调类、带下病类非处方药，用于肝郁脾虚证、月经不调
	清热解毒口服液	感冒类非处方药，用于热毒壅盛所致发热面赤、烦躁口渴、咽喉肿痛等症
	肾石通等	用于肾结石、肾盂结石、膀胱结石、输尿管结石

资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

2010 年上半年 OTC 业务实现销售收入 11.6 亿，在制药业务中占比为 68.7%。OTC 业务的毛利率为 67.78%，比上年同期减少 2.54%，主要原因是中药材及药用原辅料价格上涨，致使毛利率略有下降。

**图 7 OTC 业务稳步增长**



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

为了应对成本上升，一方面公司将与主要供应商建立战略合作关系，采用灵活的策略控制原材料成本；另一方面，我们认为公司加大研发和技术改造投入，提升产品质量，通过优质或独家的差异化竞争维持高毛利。

### 安全性+高质量助力感冒灵市场份额提升

2009年，公司推出感冒药品类规划，适逢甲型 H1N1 爆发，感冒灵系列产品销售增长 35% 一举 10 亿元。2010 年我们认为感冒灵依然可以继续提升市场份额并有 15% 的增长，原因在于公司产品的安全性和高质量。

今年感冒药第一品牌泰诺因质量问题发生召回事件、FDA 发布泰诺林和美林的安全警示后，安全性和质量可靠性将更为人们所关注。

感冒是最常见的疾病之一，由于患者的认知程度较高，感冒药市场竞争充分。据中国非处方药物协会公布的 2009 年中药感冒类非处方药物排名中，999 感冒灵荣膺排行榜首位。可见，公司的感冒灵在广大患者中具有较高的认可度和品牌知名度。

**表格 3 999 感冒灵位居中药感冒咳嗽类非处方药首位**

排名	药品名称	生产企业
1	999 感冒灵	华润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，华泰联合证券研究所

SFDA 南方所对 3015 家样本药店进行检测结果显示，感冒用药前十位品牌市场集中度为 28.5%，市场竞争激烈。公司的感冒灵在调查样本中居第六位，市场份额 1.8%，仍有较大的提升空间。

**表格 4 999 感冒灵在感冒用药市场中居于前列**

排名	药品名称	市场份额	生产厂家
1	泰诺感冒片	5.6%	上海强生
2	新康泰克胶囊	5.3%	中美史克
3	日夜百服咛片	3.6%	上海施贵宝
4	白加黑感冒片	3.4%	拜耳医药
5	三精双黄连口服液	2.3%	三精制药
6	999 感冒灵颗粒	1.8%	华润三九
7	快克胶囊	1.7%	海南亚洲制药
8	吴太感康片	1.7%	吉林吴太集团
9	香雪抗病毒口服液	1.7%	广州香雪药业

10 太龙双黄连合剂 1.4% 河南太龙药业

数据来源: SFDA 《2009 年度中国药品零售市场发展蓝皮书》, 华泰联合证券研究所

**泰诺因质量问题被召回**

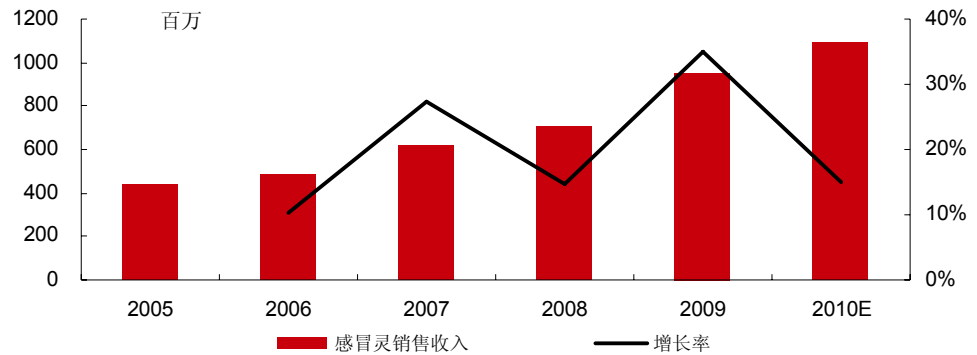
强生是感冒用药第一品牌泰诺的生产企业, 其在近一年内已发布了 13 起药品召回申请, 这其中就包括感冒用药泰诺。虽然泰诺的召回未涉及我国市场, 但这必然会影响公司的形象和产品的销售。

**泰诺林、美林等儿童用感冒药被 FDA 安全警示**

强生在 4 月底以质量不能完全达标为由宣布召回了 40 多种婴幼儿药品, 包括婴幼儿用感冒退烧药泰诺林、美林等。而之前 FDA 刚刚发布公告, 提醒患者谨慎使用含布洛芬成分的泰诺林、美林等药物。虽然其导致严重不良反应的几率微乎其微, 但出于安全性考虑, 许多家长将会选择安全性更好的药物。

999 感冒灵是国产感冒用药的领军药品, 为中西药结合制剂, 兼具中药的安全性和化学药速效的优点。由于受强生成成人及儿童用感冒药召回影响, 公司感冒药的市场份额将会进一步提升。其中小儿感冒颗粒、小儿氨酚将保持较高的增速。

图 8 感冒灵销售稳步增长



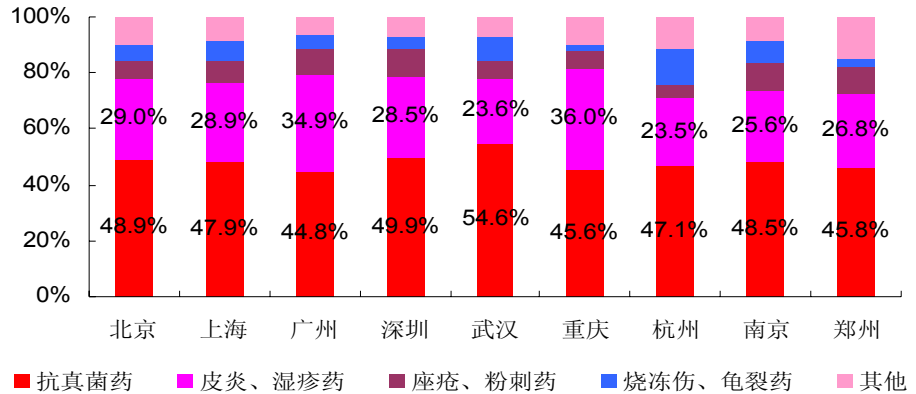
数据来源: 公司历年年报, 华泰联合证券研究所

**皮肤类: 孤军奋战转向集团作战**

2010 年公司的重点是大力推广皮肤用药, 在多个新产品的推动下, 我们认为公司皮肤用药市场份额上升的拐点开始显现。

长期以来, 公司只有 999 皮炎平一个产品, 并且仅为皮炎湿疹用药。而在相对市场更大的抗真菌领域, 公司没有相应的产品, 这制约了公司在皮肤用药领域的进一步发展。

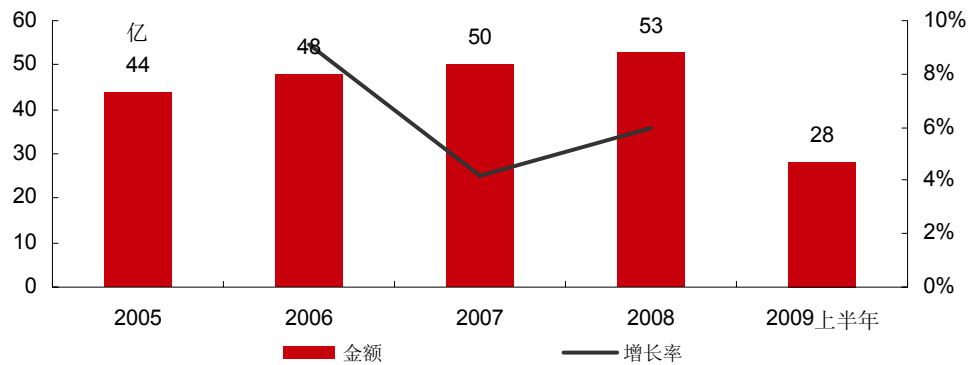
图 9 2009 年上半年国内重点城市皮肤病用药市场构成



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

皮肤用药包括抗真菌药、皮炎湿疹用药、抗病毒用药等，2008 年的市场为 53 亿，2009 年上半年为 28 亿。皮肤病用药零售市场近年来平稳增长。

图 10 我国皮肤用药市场规模稳步增长



数据来源：健康网，华泰联合证券研究所

2009 年完成对江西百安的收购后，公司在皮肤用药领域增加了 14 个品种。既在皮炎湿疹领域形成了攻守兼备的产品群，又拓宽了治疗领域，可以进攻抗真菌药物市场。如今，公司已覆盖主要的皮肤病症。

表格 5 江西百安皮肤类药品储备丰富

药品名称	分类	适应症
酮康唑系列	唑类抗真菌药	体癣、股癣、花斑癣、手足癣及皮肤念珠菌病
咪康唑系列	唑类抗真菌药	由真菌引起的皮肤、指甲感染
联苯苄唑乳膏	唑类抗真菌药	各种皮肤真菌病，如手、足癣、体、股癣、花斑癣
特比萘芬系列	烯丙胺类抗真菌药	手、足癣，体、股癣，花斑癣及皮肤念珠菌病等
糠酸莫米松系列	糖皮质激素类	湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症
复方醋酸地塞米松乳膏	糖皮质激素	局限性瘙痒症、神经性皮炎、脂溢性皮炎以及慢性湿疹

丙酸氯倍他索乳膏	糖皮质激素类	慢性湿疹、银屑病、神经性皮炎、盘状红斑狼疮等
曲安奈德益康唑系列	曲安奈德为糖皮质激素类药物；益康唑为抗真菌药	用于伴有真菌感染的皮炎、湿疹；尿布性皮炎，念珠菌性口角炎，甲沟炎，手足癣、体癣、股癣、花斑癣；由真菌、细菌所致的皮肤混合感染
曲咪新乳膏	硝酸咪康唑为抗真菌药；曲安奈德为皮质激素；新霉素为氨基糖苷类抗生素	湿疹、皮炎、体股癣及手足癣等
阿昔洛韦系列	核苷类抗病毒药物	单纯疱疹或带状疱疹感染
酞丁安乳膏	缩氨酸脲类抗病毒药	单纯疱疹、带状疱疹；浅表真菌感染
维 A 酸乳膏	脂溶性维生素	用于寻常座疮及角化异常性疾病。
尿素乳膏系列	可使角质蛋白溶解变性、增进角质层水合作用	手足皲裂、角化型手足癣所引起的皲裂

资料来源：SFDA，华泰联合证券研究所

据 SFDA 南方所统计，999 皮炎平的市场份额在皮肤用药的零售市场中的市场份额为 4.6%，居第二位，同时是前 5 个产品中唯一的国产药品。999 皮炎平在细分皮炎湿疹用药领域处于绝对的领导地位。

**表格 6 皮炎平在皮肤用药零售市场中居领先地位**

排名	药品名称	市场份额	生产厂家
1	达克宁乳膏	10.23%	西安杨森
2	999 皮炎平软膏	4.60%	三九集团
3	百多邦软膏	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
6	艾洛松软膏	2.56%	上海先灵葆雅
7	湿毒清胶囊	1.87%	广西玉林制药厂
8	康王洗剂	1.53%	昆明滇虹药业
9	亮甲	1.40%	哈尔滨乐泰药业
10	力康霜	1.28%	苏州力康皮肤性疾病研究所

数据来源：SFDA 南方所《2010 年度中国医药市场发展蓝皮书》，华泰联合证券研究所

中国非处方药协会公布的《2009 年外用非处方药》排名中，999 皮炎平位居第二。近年来由于不断受到其他厂家低价产品以及新上市药品的竞争，但是 999 皮炎平的销售收入基本保持稳定，说明广大患者对其具有较高的品牌忠诚度。

**表格 7 公司在皮肤类外用非处方药排名居前**

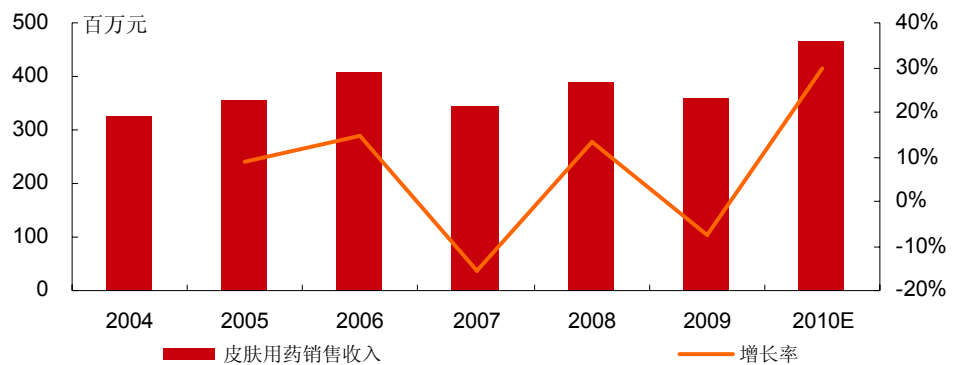
排名	药品名称	适应症	生产厂家
1	达克宁	真菌感染	西安杨森制药有限公司

2	999 皮炎平	皮炎、湿疹	华润三九医药股份有限公司
3	康王系列	真菌感染	昆明滇虹药业有限公司
4	派瑞松	真菌、细菌所致的混合感染	西安杨森制药有限公司
5	唯达宁	真菌感染	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，华泰联合证券研究所

百安的产品均为皮肤类药品，可以与 999 皮炎平共享销售渠道。同时，皮炎平在皮肤用药领域建立了牢固的市场地位和品牌知名度，这为公司新产品的市场认可度扫清障碍。我们认为，皮肤药品类规划推出后，皮炎平的销售可能会略有影响，但是在新产品的带动下，仍将会有 30% 以上的增长率，并且可能超出预期。

图 11 皮肤用药销售拐点出现



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

### 中药处方药和中药配方颗粒双发电厂驱动

中药处方药和中药配方颗粒在公司制药业务中占比虽然仅为约为 20%，但是却保持保持较高增速。我们认为这两块业务具有广阔的发展空间：

1. 新兴产业中明确提到现代中药，而中药配方颗粒和中药处方药（以中药注射剂为代表）是中药现代化的两个重要方向，将会得到国家的大力扶植；
2. 中药注射剂可以比较好的解决中药起效慢的问题，同时参麦注射液和参附注射液在手足口病和蜱虫致病的治疗中发挥了积极的作用，其用药量将得到一定提升；
3. 中药配方颗粒对中药饮片的升级产品，对其具有部分替代功能，其市场空间不容小觑。

### 中药注射剂再评价、新起点

目前中药处方药以注射剂为主，是传统中医药理论与现代生产工艺相结合的产物，突破了中药传统给药方式，曾被认为是克服中药起效慢的最佳选择。但是由于研究不充分、生产水平良莠不齐，先后发生鱼腥草、刺五加等事件，引发了中药注射剂的信任危机。为此，国家食品药品监督管理局（SFDA）加强对中药注射剂监督管理，启动再评价工作。

公司目前有四个中药处方药品种进入新医保目录，其中有三个品种为中药注射液，均需进行再评价。中药注射液的再评价，一方面是对产品的质量要求有较大的提高，另一方面也是对产品的安全性和有效性的再度评价。由于审批工作更加审慎、严格，我们认为这将淘汰质量低、安全性差的药品，利于行业的健康发展。

**表格 8 四个重点处方药产品进入新医保目录**

药品名称	类别	功能主治	备注
参附注射液	甲类	回阳救逆，益气固脱	限二级以上医院急救和抢救
参麦注射液	甲类	益气固脱，养阴生津，生脉	限二级以上医院急重症抢救
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	限癌症疼痛，中药保护品种
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	限癌症疼痛

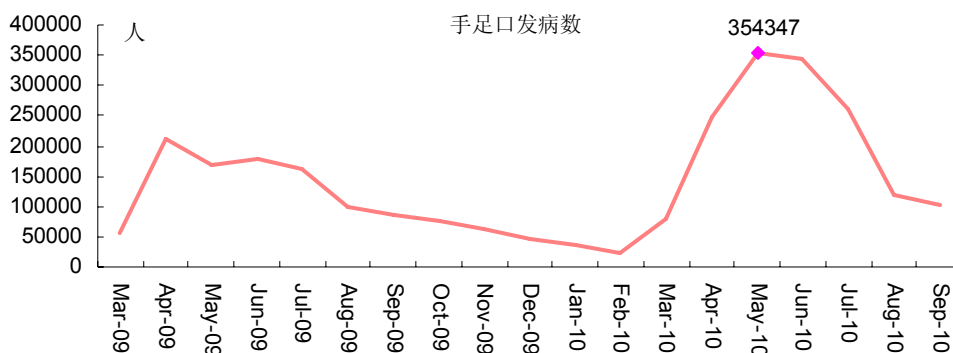
资料来源：卫生部，华泰联合证券研究所

### 参麦、参附应对突发事件

参麦注射液和参附注射液为是属于公司的核心产品，均曾为公司的国家中药保护品种。参附注射液 2009 年实现销售收入 2 亿。

今年 4 月份，手足口病的突然爆发，连续四个月感染者超过 20 万例。截止 9 月底，我国共报道 157 万例患者。卫生部 4 月印发《手足口病诊疗指南（2010 年版）》将参麦注射液和参附注射液作为危重型病例的指导用药，其中参附注射液为公司独家品种。受此影响，我们认为参附和参麦今年的用药量将有较大的提高。

**图 12 手足口病疫情远重于去年**



数据来源：卫生部，华泰联合证券研究所

### 华蟾素提供新利润增长点

华蟾素是以中华大蟾蜍的阴干全皮为主要原料，经现代制药技术精致而成的纯中药制剂。公司的华蟾素片为国家中药保护品种，用于中、晚期肿瘤及慢性乙型肝炎等症，具有良好的抗肿瘤作用，并且毒副作用较小。新医改的实施为华蟾素扩大销售收入提供机遇。



表格 9 国内 4 城市医院采购中药抗肿瘤药品数量排名

排名	成都市	哈尔滨市	南京市	沈阳市
1	复方苦参注射液	艾迪注射液	金水宝胶囊	康艾注射液
2	艾迪注射液	康艾注射液	艾迪注射液	金水宝胶囊
3	康艾注射液	参芪扶正注射液	复方苦参注射液	复方苦参注射液
4	华蟾素注射液	复方苦参注射液	胃复春片	香菇多糖片
5	鸦胆子油乳注射液	安康欣胶囊	鸦胆子油乳注射液	香菇多糖注射液
6	地榆升白片	金水宝胶囊	川黄口服液	华蟾素注射液
7	金水宝胶囊	养正口服液	参芪片	参芪扶正注射液
8	云芝胞内糖肽胶囊	华蟾素注射液	华蟾素注射液	艾迪注射液
9	复方皂矾丸	消癌平注射液	康艾注射液	螺旋藻胶囊
10	回生口服液	平消胶囊	香菇多糖注射液	参一胶囊

资料来源：中国医药经济信息网，华泰联合证券研究所

08 年和 09 年公司获得三项关于华蟾素研究政府资助，进行深入的作用机理、临床疗效等研究。华蟾素为新收购安徽金蟾的主要品种，统计了 5 个月的销售收入，在 5000 万左右。由于 2009 年仅合并 5 个月的销售额，即使今年销售情况和去年相当，在利润表中表现出 140% 的增长，将成为公司又一过亿元的品种。

#### 中药配方颗粒：行业成长，公司产能增加

中药配方颗粒，是中药现代化的方向之一，针对中药材储藏、用药不便以及对药材质量无法保证而推出的现代化产品。中药配方颗粒具有质量稳定，口感良好，并且使用方便，无需煎煮等优点，已逐渐为人们所接受。

图 13 中药材、中药饮片和中药配方颗粒图示



资料来源：互联网，公司网站，华泰联合证券研究所

据国家中医药管理局网站资料显示，目前已有 28 个国家和地区、共超过 10 亿人次服用过配方颗粒。2009 年全国加工中药材 15000 吨，生产中药配方颗粒 2500 吨，销售额达 10.9 亿元。

表格 10 中药配方颗粒前途光明

	中药配方颗粒	中药饮片
生产制作	经过提取、分离、浓缩、干燥、治理、包装等生产工艺	浸选、切制、炮制
质量控制	现代化分析手段	性状鉴别为主，依赖经验
使用	温开水随用随冲；体积小，携带方便	使用之前需要浸泡，煎煮时对水、火候、时间等要求复杂
优点	质量标准统一，确保疗效；便于服用、携带，口感好；适于大生产；	根据中医处方调配煎煮服用，相对成本较低，可作为中成药生产原料
缺点	使用多种配方颗粒组方时，辅料量不容忽视；单煎、共煎理论延伸出疗效和安全性争论。	手工调配，煎煮程序复杂；杂质多，卫生差；容易发霉变质

资料来源：华泰联合证券研究所

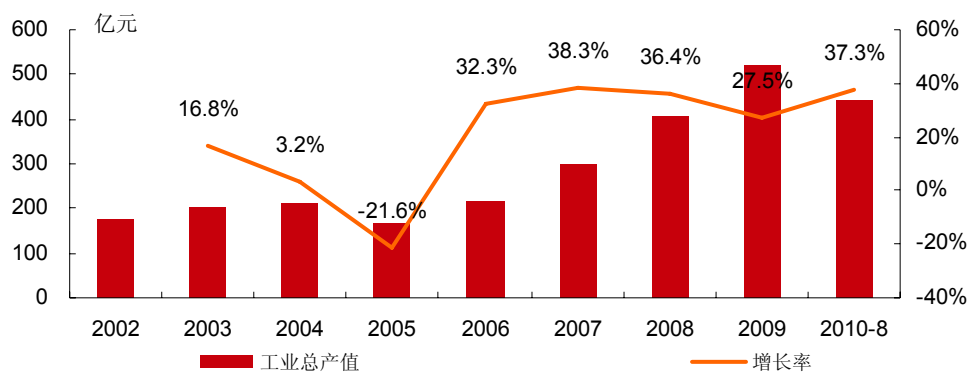
### 配方颗粒已经过近 20 年的研究

中药配方颗粒经过 18 年科研积累，建立了合理的制备工艺及质量标准，既尊重传统中药的汤剂水煎，最大限度地保留水煎汤剂的的有效生产，又保持了饮片组方灵活、加减随机的传统特色与优势。国家中医药管理局对 20 个经典药方进行临床疗效对比研究，结果显示中药配方颗粒疗效与汤剂基本一致，无不良反应。

### 标准化研究助力走出国门

目前我国已开始研制 300 味中药配方颗粒的国际组织标准，将以标准化战略促进中药走向国际。中药配方颗粒与中药饮片相比在用药、贮存相比，在便携性、质量可控性及大生产适用性上具有一定优势。我们认为，未来中药配方颗粒将以其优点占领中药饮片的部分市场。

图 14 中药饮片为配方颗粒提供了广大市场



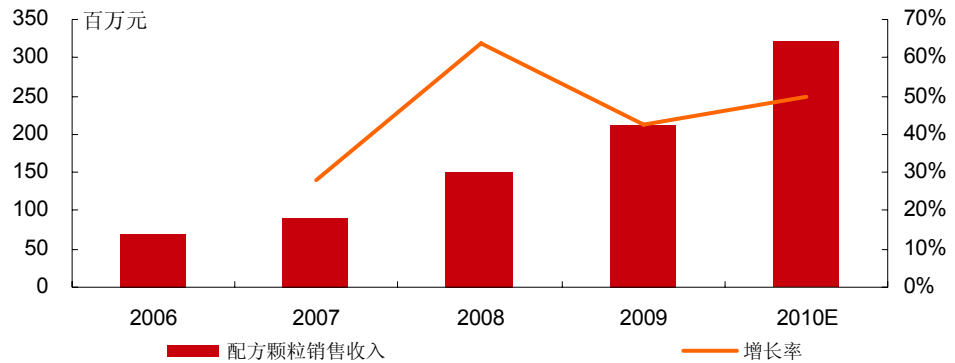
数据来源：CEIC，华泰联合证券研究所

2009 年公司的中药配方颗粒营业收入为 2.1 亿，在四个业务模块中增长速度最快，达到 42.8%。我们认为，公司 2010 年仍将保持 50% 的高增长率：

1. 中药配方颗粒行业高速增长。当前中药配方颗粒行业销售额 11 亿元，仅为中药饮片行业产值的 2%，具有广阔的发展空间。
2. 安徽淮北新建生产基地完工，在解决产能瓶颈的同时，更接近原材料产地及药材市场，可以进一步降低成本。

3. 采取自上而下的营销方案。邀请国内知名中医专家对中药配方颗粒进行安全性、有效性及使用方便性进行评价，使配方颗粒业务为更多医生熟知、信任。
4. 公司积极承担中药配方颗粒标准的起草制定工作，抢占行业制高点，夺取更多话语权。

图 15 公司配方颗粒业务将保持较高的增长速度

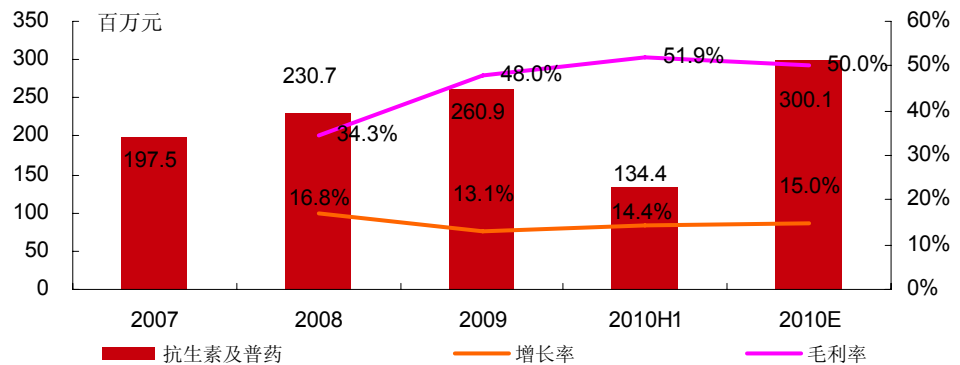


数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

### 抗生素及普药，有望变身现金牛

公司抗生素及普药均为化学药品，上半年实现营业收入 1.34 亿，同比增长 15.13%。与公司收入和我国整个抗生素市场相比，公司的抗生素业务规模较小，但产品却少而精，制剂和原料的综合毛利率达到 51.8%。抗生素业务核心产品新泰林（注射用五水头孢唑啉钠），是公司与中国药品生物制品检定所合作开发，具有 20 年的专利保护。

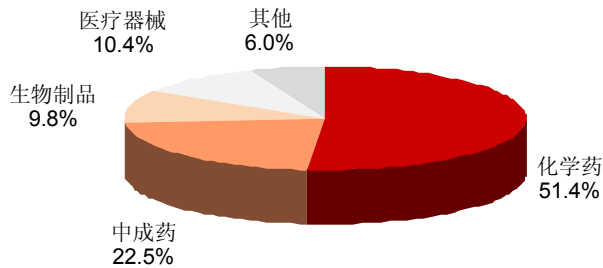
图 16 专利产品带来高毛利



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

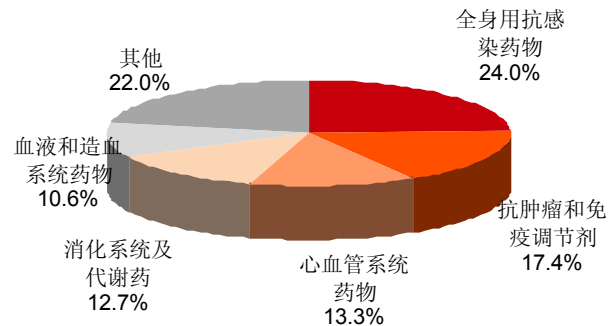
化学药在我国医药工业中占据约 51.4% 的市场份额，远高于中药的 22.5%。在医院终端用药中，全身抗感染药物是我国医院终端用药中以绝对优势位居榜首。随着人们抗生素滥用问题的重视，全身用抗感染药物的市场份额在不断减小，但在 2009 年的市场份额仍然高出第二名 6.2%。

图 17 化学药占据我国医药制造业半壁江山



数据来源：国家发改委，华泰联合证券研究所

图 18 抗感染药物仍居医院用药首位



数据来源：SFDA 南方所《2010 年度中国医药市场发展蓝皮书》

2010 年上半年，抗生素制剂业务保持 43% 的较高增速，但原料药受产能及车间改造的影响销售额继续下降。为了解决现有产品的产能瓶颈、新产品的研发及投产要求，公司先后在 2009 年和 2010 年决定在沈阳新建化学原料药及制剂生产车间。公司在沈阳新建的化学原料药及制剂生产基地完工后，产能瓶颈得到解决，销售收入有望放量增长，成为公司增长新动力。

表格 11 公司加大抗生素及普药的投入

	投资金额（万元）	建设项目
沈阳三九	4000	化学原料药生产车间。2010 年 6 月 30 日，工程投入占预算比例为 25%。
沈阳三九	4867	头孢类口服固体制剂车间、非头孢类口服固体制剂车间、冻干粉针制剂生产线。
九新药业	600	合成车间改造，工程投入占预算比例为 66%
九新药业	664	粉针车间改造，工程投入占预算比例为 7%
九新药业	600	污水处理项目，工程投入占预算比例为 95%

资料来源：2010 半年报，2010 第七次董事会决议公告，华泰联合证券研究所

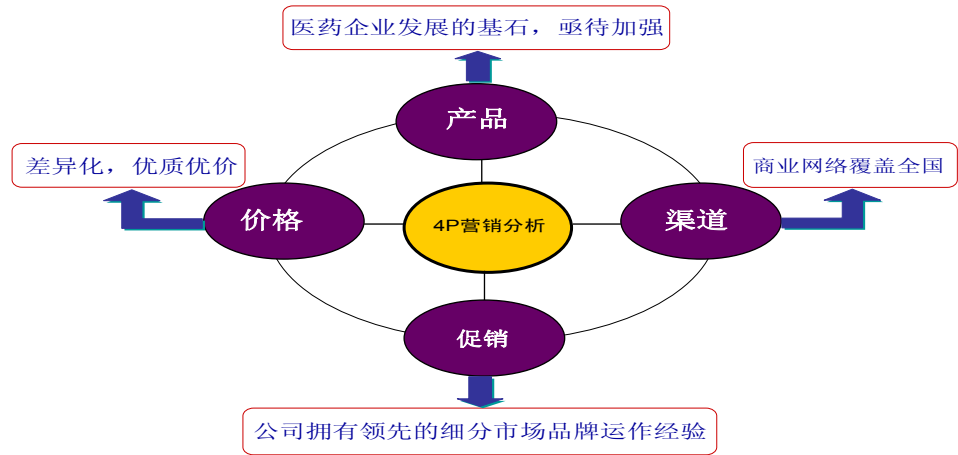
## 现金充裕，为公司发展提供支撑

### 内涵式：加强研发是真理

研究开发对制药企业至关重要，新产品可使公司获得高毛利、掌握市场的话语权、竞争力增强。如全球最大的制药企业辉瑞，其 2009 年的研发费用高达 78.45 亿美元，占其营业收入的 15.7%，可见研发对制药企业的重要性。

我们对公司进行了 4P 营销分析，公司在渠道、促销及价格上均处于优势地位，而公司在新产品的开发上亟需加强。

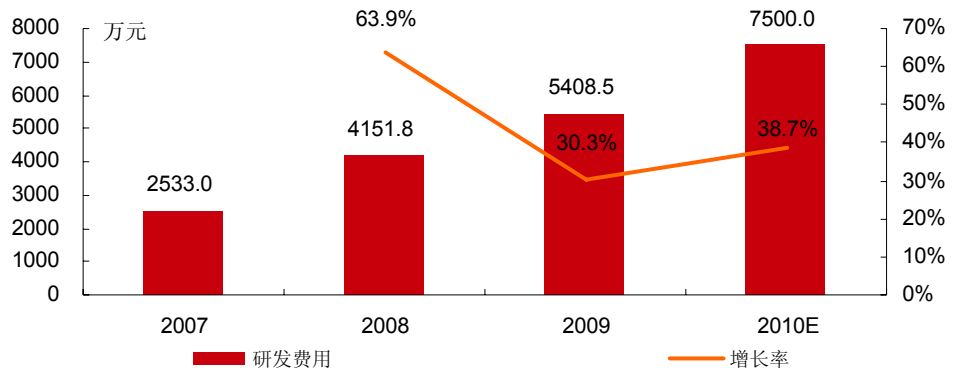
图 19 药品研发亟待加强



资料来源：华泰联合证券研究所

近年公司加大研发投入，2010 年的研发预算为 7500 万元并且不设上限。公司与中国医学科学院、中国中医科学院、中国药科大学、上海中医药大学等国内知名高校及科研院所密切合作，加强产学研结合，并设立博士后工作站。

图 20 公司持续加大研发投入



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

2009 年公司获得 2 个产品的生产批件，另有 6 个项目处于临床研究阶段，11 个项目进入申报生产阶段，并且新立项 16 个研发项目。在研项目将继续完善、形成产品系列，以创新为主，同时加大对核心品种的深入研究形成知识产权保护。公司研发事业部根据公司发展的短期及长期目标，对在研项目进行梳理，优化新产品立项流程，细化并明确了研发战略。

表格 12 核心品种多具有知识产权保护

知识产权状态	品种
独家专利品种	五水头孢唑啉钠
专利工艺品种	参附注射液

正在申请专利品种	三九胃泰、正天丸、壮骨关节丸
通过国家保密品种获得保护	华蟾素注射液
中药保护品种	三九胃泰、正天丸、生脉注射液、华蟾素口服液、华蟾素片、阿胶当归合剂、抗宫炎片、幼泻宁颗粒、小儿腹泻宁糖浆
正在通过二次开发获得专利	感冒灵、补脾益肠胶囊、皮炎平凝胶

资料来源：SFDA，国家知识产权局，华泰联合证券研究所

当前公司研发重点主要有：

1. 进行中药注射剂的再评价工作，保证公司产品的质量稳定、安全有效
2. 加大抗肿瘤及辅助用药、上呼吸道感染系统、心脑血管三个方向的研发投入；同时针对骨科、妇科、消化系统、神经系统及糖尿病 5 个中药优势领域积极寻找及开发优势产品，推动公司处方药的发展。
3. 加快中药配方颗粒生产工艺及质量标准的的研究工作。通过制定中药配方颗粒省标及国标，占领行业制高点，确立行业的领导地位。2010 年将获得约 100 个省级标准，2011 年获得 30 个国家标准。
4. 沈阳化学药品生产基地建成，为抗生素及普药类新产品的研发提供中试放大及生产的硬件支持，将解决公司有化学药物新项目无处可落，进而无法获得生产批件的难题。

### 外延式：未来制药企业的主旋律

外延式发展是制药企业获得新产品、提升公司竞争力的有效方式之一。全球最大制药公司辉瑞制药一直在进行不断的收购兼并，其中不乏跨国大型制药企业。国内制药企业的兼并重组也进入高潮，如上海医药吸收合并上实医药和中西药业、国药集团重组上海医药工业研究院等。

表格 13 我国近期主要医药并购事件及辉瑞主要并购事件

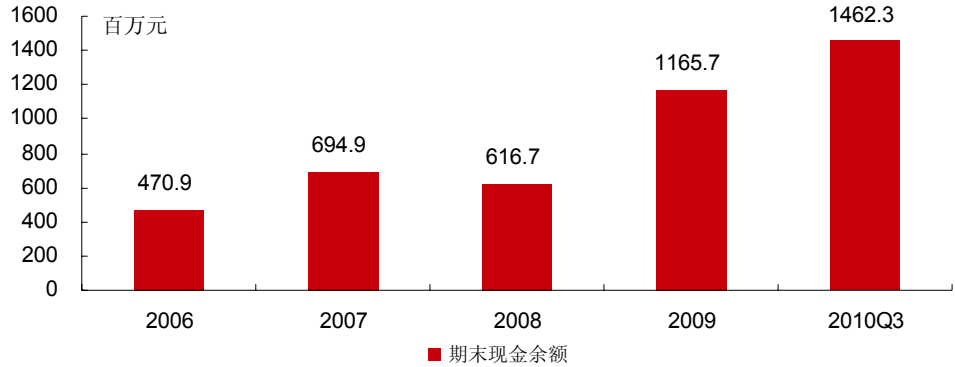
公司	时间	并购事件	备注
华润集团	2010	整合北药集团	制药业务超过上海医药成为国内第二大制药企业
上海医药	2010	换股吸收合并上实医药和中西药业	成为国内第二大制药企业
国药集团	2010	重组上海医药工业研究院	占领国内医药研发制高点
	2009	重组中生集团	成为国内最大血液及疫苗生产企业
辉瑞	2009	收购惠氏	耗资 680 亿美元
	2002	收购法玛西亚药厂	耗资 600 亿美元
	2000	收购华纳-兰伯特公司并获得重磅药物立普妥	耗资 900 亿美元，首次成为全球最大制药公司

各公司公告，互联网，华泰联合证券研究所



公司剥离三九连锁和汉源三九，将业务进一步聚焦到制药主业上，利润水平得到明显提升。公司收购安徽金蟾和江西百安，获得华蟾素及 14 个皮肤类药品，产品线进一步丰富，并增加新的利润增长点。有针对性的收购兼并，是企业获得新的药品、迅速做大做强的有效方式之一。

图 21 公司具有充裕的现金



数据来源：公司历年年报，华泰联合证券研究所

公司在 2009 年年报和 2010 年中报中也提出将积极寻找适当的并购机会，我们认为，制药企业的兼并重组将是我国医药行业做大做强的趋势之一，我们也期待公司能通过兼并重组获得新的药品及利润增长点。

## 华润重组北药集团值得期待

2010 年 4 月，华润集团与北京市人民政府签署《关于共同发展医药产业和微电子产业的战略合作框架协议》，7 月，北京国有资本经营管理中心、北药集团与华润签署了《关于北京医药集团有限责任公司及华润医药集团有限公司的重组协议》。虽然重组路径尚未确定，但重组事件已经基本确定下来。我们认为，如果重组发生，华润三九作为华润医药下属唯一中药上市公司，或将受益。

华润医药旗下主要有华润三九、东阿阿胶、华源大药房、上械集团、长征富民金山五个控股企业，另外持有北药集团 50% 的股份。

表格 14 华润具有众多医药资产

核心企业	业务简介	备注
华润三九医药股份有限公司	我国大型综合性制药企业，999 品牌系列药品在国内市场上具有较高的知名度，感冒灵、三九胃泰、皮炎平等在国内市场占有率均同类产品前列	华润医药控股 63.59%，主要产品分为 OTC、中药处方药、中药配方颗粒、抗生素原料及制剂
山东东阿阿胶股份有限公司	国内最大的阿胶及系列产品生产企业，阿胶年产量、出口量分别占全国 75% 和 90%	华润医药通过华润东阿阿胶有限公司持有 23.14% 的股份
北京医药集团有限责任公司	大型综合医药产业集团，拥有 2 个事业部，控参股 20 余家企业	华润医药持有 50% 股份，有双鹤药业和万东医疗两个上市公司，以及北京医药股份有限公司、紫竹药业、赛科药业 20 余家未上市企业



上海华源大药房连锁经营有限公司	由单一药店发展起来的医药连锁企业，主要从事药品零售、批发	拥有 21 个直营门店、5 户医保店
上海医疗器械（集团）有限公司	我国医疗器械重要生产企业之一，手术器械业务在国内处于领先地位，X 射线业务、球管业务在国内居前两位	华润医药控股，拥有 2 家分公司、3 家全资子公司、2 家控股子公司、3 家参股子公司
上海长征富民金山制药有限公司	我国首家输液专业生产企业，拥有玻瓶、塑瓶、塑袋等多条生产线	华润医药控股 96.3%

资料来源：各公司网站，华泰联合证券研究所

北药集团是大型综合医药产业集团，下有两家上市公司及 20 余家非上市医药企业。如果北药集团被纳入华润医药平台之中，其下属的非上市公司合肥神鹿双鹤等中药企业将与华润三九存在直接同业竞争，违反了华润医药和中国华润总公司关于避免同业竞争的承诺。所以，我们认为，如果华润集团重组北药集团，这部分优质中药资产的处理方式值得期待。

表格 15 北药集团下属优质中药企业

公司名称	主营业务	关注点	与华润三九存在竞争的主要药品
合肥神鹿双鹤药业有限公司	全资子公司，以中成药为主导产品的专业化中成药企业。	温胃舒、养胃舒为中药保护品种；儿泻停颗粒、银菊清咽颗粒、化浊轻身颗粒为独家产品	温胃舒、养胃舒与三九胃泰同为胃肠用药；感冒清热颗粒与 999 感冒灵同为感冒用药
辽宁本溪三药有限公司	全资子公司，产品有脾胃、痹症、乙肝和感冒四大系列。	拥有 9 个独家品种；与沈阳药科大学共同组建国家级工程技术研究中心	阴虚胃痛颗粒、气滞胃痛颗粒、虚寒胃痛颗粒与公司的三九胃泰同为胃肠类用药
北京双鹤高科天然药物有限责任公司	北药集团控股，可生产注射液、口服液、糖浆剂等剂型中成药	国内最早生产中药注射液厂家之一；舒血宁注射液为国内最早开发的银杏叶产品；“北京蜂王精”有 40 余年历史	可愈糖浆与强力枇杷露同为止咳用药；舒血宁注射液与 999 香丹注射液同为心绞痛用药

资料来源：各公司网站，华泰联合证券研究所

## 盈利预测与估值

### DCF 估值

我们根据公司近 2 年  $\beta$  值以及公司资本结构，计算出公司 WACC 为 6.51%。通过华泰联合 DCF 估值模型，我们认为公司的合理内在价值为 34.20 元

表格 16 DCF 估值基本假设

假设	比率	假设	比率
永续增长率 (%)	2.00%	股权资本成本 (Ke)	6.51%
贝塔值 ( $\beta$ )	0.53	债务成本 (Kd)	4.40%
无风险利率 (%)	3.67%	权益比率	99.79%

WACC 6.51% 债务比率 (%) 0.21%

数据来源：华泰联合证券研究所

表格 17 公司 DCF 敏感性分析表

WACC(%)	永续增长率 Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
1.51%	105.72	307.86	-309.98	-100.19	-58.70	-40.97
2.51%	63.61	103.70	301.91	-303.93	-98.22	-57.53
3.51%	45.52	62.42	101.73	296.13	-298.06	-96.30
4.51%	35.47	44.69	61.26	99.82	290.52	-292.36
5.51%	29.07	34.83	43.87	60.13	97.97	285.07
6.51%	24.64	28.55	34.20	43.08	59.03	96.16
7.51%	21.39	24.21	28.05	33.60	42.31	57.97
8.51%	18.91	21.02	23.79	27.56	33.01	41.56
9.51%	16.95	18.59	20.67	23.39	27.09	32.43
10.51%	15.37	16.67	18.28	20.32	22.99	26.63
11.51%	14.06	15.12	16.40	17.98	19.99	22.61
12.51%	12.96	13.84	14.88	16.13	17.69	19.66

数据来源：华泰联合证券研究所

### 相对估值法

我们对华润三九 2010-2012 年盈利进行预测，关键假设如下：

- 1) 制药业务保持 24% 的增速，医疗服务同比增长 20%，包装印刷同比增长 7.4%；
- 2) 随着三九连锁等非制药业务的出售，公司毛利率显著提高，预计 2010-2012 年毛利率分别为 62.2%、61.4%、61.0%。

表格 18 公司主营业务收入预测表

百万元		2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
制药主业	收入	1991.27	2411.609	3149.81	3,903.04	4,850.83	5,943.78
	同比增长	19.50%	21.11%	30.61%	23.91%	24.28%	22.53%
	毛利率	66.60%	67.76%	68.36%	67.46%	66.11%	65.28%
包装印刷	收入	290.37	288.70	311.73	334.80	359.91	386.54
	同比增长	34.16%	-0.58%	7.98%	7.40%	7.50%	7.40%
	毛利率	31.12%	28.37%	27.17%	24.45%	24.80%	23.50%
医疗服务	收入	78.24	119.67	159.27	191.13	238.91	292.67
	同比增长	125.70%	52.96%	33.09%	20.00%	25.00%	22.50%
	毛利率	34.36%	30.04%	27.35%	28.00%	27.00%	27.50%
其他	收入	136.44	522.81	179.38	39.20	39.20	39.20

合计	收入	3397.844	4319.97	4827.00	4468.17	5488.85	6662.19
	同比增长	18.48%	27.14%	11.74%	-7.43%	22.84%	21.38%
	毛利率	47.59%	45.05%	50.43%	62.22%	61.44%	60.98%

数据来源：华泰联合证券研究所

表格 19 公司盈利预测表

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4853	4468	5489	6662
营业成本	2396	1688	2116	2599
营业税金及附加	20	18	23	27
营业费用	1166	1371	1657	1975
管理费用	368	361	363	363
财务费用	-0	-3	-8	-14
资产减值损失	26	-6	10	8
投资净收益	8	34	9	9
<b>营业利润</b>	885	1073	1336	1713
营业外收入	31	12	46	29
营业外支出	11	2	7	5
<b>利润总额</b>	904	1083	1375	1737
所得税	143	168	218	275
<b>净利润</b>	762	915	1157	1462
少数股东损益	52	59	76	96
<b>归属母公司净利润</b>	709	856	1081	1366

数据来源：华泰联合证券研究所

基于以上假设，我们预测华润三九 2010-2012 年 EPS 为 0.87 元、1.10 元、1.40 元，对应市盈率为 28 倍、22 倍、18 倍。

公司近年来营业收入稳步增长，2008 和 2009 连续两年业绩超预期；剥离非主营业务，聚焦制药主业，利润水平进一步提升。可比公司 2010 年 PE 为 36.8 倍~58.2 倍，医药行业 2010 年 PE 水平为 38 倍。考虑到公司突出的品牌知名度、营销优势及在 OTC 行业中领先者的地位，我们认为公司的价值被低估，未来将会有估值修复的过程。我们认为公司的合理价值区间为 33.0 元~38.5 元，首次覆盖给予“买入”评级。

表格 20 华润三九与可比中药公司对比

公司简称	收盘价		EPS		PE		
	2010-11-1	2009	2010E	2011E	2009	2010E	
华润三九	26.9	0.72	0.87	1.10	37.4	30.9	24.5
云南白药	66.42	1.13	1.30	1.72	58.8	51.1	38.6
康缘药业	19.9	0.50	0.49	0.65	39.8	40.6	30.6
天士力	40.51	0.65	0.86	1.07	62.3	47.1	37.9

桂林三金	28.71	0.72	0.78	0.96	39.9	36.8	29.9
同仁堂	38.43	0.55	0.66	0.79	69.9	58.2	48.6
江中药业	41.08	0.68	0.88	1.14	60.4	46.7	36.0
医药生物		0.51	0.65	0.82	38.4	38.0	29.5
申万二级中药		0.42	0.56	0.70	45.4	40.9	32.0

数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

## 风险提示

1. 中药材及药用辅料价格会有进一步上涨的可能性, 公司的利润可能会受到成本上升而低于预期。
2. OTC 市场竞争激烈, 品牌忠诚度相对较低。跨国制药公司纷纷加大对 OTC 产品的开发, 并向中国市场渗透, OTC 市场的竞争将更加激烈。公司不仅面临国内企业的价格竞争, 更面临跨国药企的品质竞争。
3. 中药注射剂由于成分复杂、质量较难控制, 国家加强了对中药注射剂的安全评价及管理, 启动了中药注射剂的再评价工作。公司的中药注射剂品种均需要进行再评价的工作。同时参附注射剂、华蟾素注射剂及参麦注射液虽然进入新医保目录, 但是均有限定使用范围, 将对销售产生一定影响。

## 附注: 提名董事、监事任职情况

职位	姓名	任职简介
董事长	李福祚	华润集团副总经理, 兼任华润医药集团有限公司副主席、总裁, 华润创业、华润置地、华润燃气、华润微电子及华润水泥的非执行董事
董事	杜文民	华润集团副总经理、人力资源总监。同时担任华润创业、华润电力、华润置地、华润燃气、华润微电子、华润水泥非执行董事。
	石善博	华润集团审计总监。同时担任华润电力、华润微电子非执行董事。
	魏斌	华润(集团)有限公司财务部总经理。同时担任华润燃气、华润水泥、华润电力及华润微电子非执行董事
	张海鹏	华润集团战略管理部副总经理(主持集团战略部工作)。同时担任沈阳华润三洋压缩机有限公司董事、华润电力和华润微电子非执行董事。
监事	阎飏	华润集团董事、总法律顾问, 兼任华润集团法律事务部总经理。同时担任华润创业和华润置地董事。
	方明	华润股份有限公司董秘、华润医药集团副总裁、万东医疗副董事长、双鹤药业监事会主席、东阿阿胶董事。

资料来源: 2010 年董事会第七次、监事会第 5 次公告, 华泰联合证券研究所

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
<b>流动资产</b>	3037	3612	5024	6866	<b>营业收入</b>	4853	4468	5489	6662
现金	1273	1878	3110	4664	营业成本	2396	1688	2116	2599
应收账款	361	451	544	664	营业税金及附加	20	18	23	27
其他应收款	76	75	77	101	营业费用	1166	1371	1657	1975
预付账款	77	142	141	188	管理费用	368	361	363	363
存货	418	312	384	475	财务费用	0	-3	-8	-14
其他流动资产	0	755	767	774	资产减值损失	26	-6	10	8
<b>非流动资产</b>	2594	2679	2569	2446	公允价值变动收	0	0	0	0
长期投资	17	18	18	18	投资净收益	8	34	9	9
固定资产	1117	1309	1233	0	<b>营业利润</b>	885	1073	1336	1713
无形资产	1137	1154	1171	1188	营业外收入	0	12	46	29
其他非流动资产	0	198	147	115	营业外支出	11	2	7	5
<b>资产总计</b>	5631	6291	7593	9312	<b>利润总额</b>	904	1083	1375	1737
<b>流动负债</b>	1610	1692	1860	2117	所得税	143	168	218	275
短期借款	12	30	0	0	净利润	762	915	1157	1462
应付账款	446	480	547	689	少数股东损益	52	59	76	96
其他流动负债	255	1183	1313	1428	归属母公司净利	709	856	1081	1366
<b>非流动负债</b>	70	26	2	2	EBITDA	885	1200	1475	1849
长期借款	40	26	2	2	EPS (元)	0.72	0.87	1.10	1.40
其他非流动负	22	0	0	0					
<b>负债合计</b>	1680	1718	1863	2120	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	265	324	400	496	<b>会计年度</b>	<b>2009</b>	<b>2010E</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>
股本	979	979	979	979	<b>成长能力</b>				
资本公积	1341	1341	1341	1341	营业收入	11.5%	-7.9%	22.8%	21.4%
留存收益	1368	1931	3012	4378	营业利润	39.8%	21.2%	24.5%	28.2%
归属母公司股	3686	4249	5330	6696	归属母公司净利	42.3%	20.7%	26.3%	26.4%
<b>负债和股东权</b>	5631	6291	7593	9312	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	0.0%	62.2%	61.4%	61.0%
					净利率(%)	14.6%	19.2%	19.7%	20.5%
					ROE(%)	19.2%	20.2%	20.3%	20.4%
					ROIC(%)	19.8%	34.2%	44.4%	59.2%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	29.8%	27.3%	24.5%	22.8%
					净负债比率(%)	98.91	3.26%	0.13%	0.12%
					流动比率	1.89	2.13	2.70	3.24
					速动比率	1.63	1.95	2.49	3.02
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.90	0.75	0.79	0.79
					应收账款周转率	12	5	5	5
					应付账款周转率	4.51	3.65	4.12	4.21
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新)	0.72	0.87	1.10	1.40
					每股经营现金流	0.87	1.11	1.33	1.60
					每股净资产(最	4.04	4.34	5.44	6.84
					<b>估值比率</b>				
					P/E	37.11	28.48	22.56	17.85
					P/B	6.66	5.74	4.58	3.64
					EV/EBITDA	30	19	16	13

数据来源: 华泰联合证券研究所



### 华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内  
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

#### 股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上  
增 持 股价超越基准 10%-20%  
中 性 股价相对基准波动在  $\pm 10\%$  之间  
减 持 股价弱于基准 10%-20%  
卖 出 股价弱于基准 20%以上

#### 行业评级

增 持 行业股票指数超越基准  
中 性 行业股票指数基本与基准持平  
减 持 行业股票指数明显弱于基准

### 免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2010 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

#### 深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层  
邮政编码: 518048  
电 话: 86 755 8249 3932  
传 真: 86 755 8249 2062  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

#### 上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层  
邮政编码: 200120  
电 话: 86 21 5010 6028  
传 真: 86 21 6849 8501  
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn