

增持 首次
华润三九 (000999)
2011 年 03 月 24 日

2010 年受制于成本上涨，2011 年并购可能有所建树

消费小组首席分析师：丁频
 SAC 执业证书编号：S0850203100085

dingping@htsec.com

021-23219405

联系人：刘宇

liuy4986@htsec.com

021-23219608

联系人：刘杰

liuj5068@htsec.com

021-23219269

3 月 23 日收盘价：22.22 元

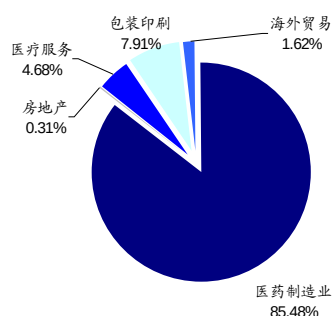
6 个月目标价：25.75 元

近期我们调研了华润三九，我们对公司的基本判断是：公司质地优秀，致力于成为 OTC 市场的引导者、中药处方药市场的创新者；但是短期由于原材料上涨、部分产品进入瓶颈期，2011 年业绩保持稳步增长，但是并购方面可能会有所建树。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：1.03 元、1.25 元、1.55 元，同比增速分别为 23.78%、21.29%、24.00%，首次给予“增持”评级，6 个月目标价 25.75 元。

1. 公司致力于成为 OTC 市场的引导者和中药处方药市场的创新者

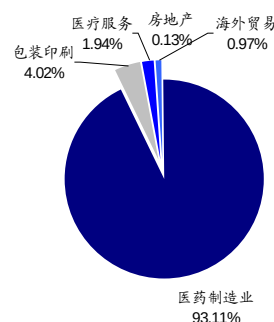
华润三九主要从事医药产品的研发、生产、销售及相关健康服务。公司以 OTC、中药处方药、免煎中药、抗生素及普药为四大制药业务模块，辅以包装印刷、医疗服务等相关业务。公司主导产品三九胃泰、999 感冒灵、999 皮炎平、正天丸、参附注射液、新泰林（注射用五水头孢唑啉钠）等，年销售额均超亿元。2008 年，华润三九获评中国上市公司价值百强企业。

图 1 2010 年公司收入构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 2 2010 年公司毛利构成

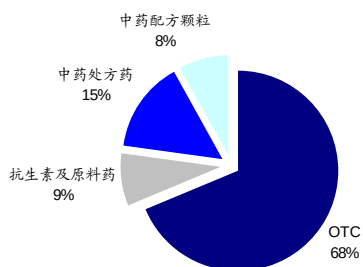


资料来源：公司公告，海通证券研究所

2. 预计 OTC 业务今年保持稳步增长

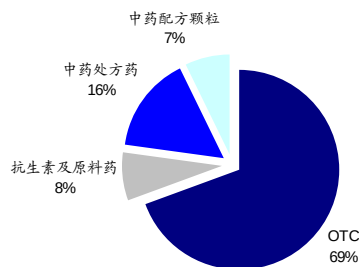
2010 年 OTC 收入占公司制药收入 68.52%，总收入的 58.27%。国内最近几年 OTC 行业增长 7%-8% 左右，公司 2010 年 OTC 收入 15.26% 的增长，由于白糖和中药材价格上涨，毛利率下降 1.62 个百分点。公司 OTC 核心品种有感冒灵颗粒、皮炎平、胃泰，占 OTC 收入的 78%；新产品占 OTC 的 15%。广告在 OTC 品牌建设中的影响力很大，随着广告涨价，小公司初期通过广告推广品牌的成本提高，这也导致 OTC 市场进入门槛提高。公司品牌管理思路是整体品牌战略要服务于 OTC 销售。我们预计公司 OTC 业务 2011 年保持稳步增长。

图 3 2010 年公司医药制造收入构成



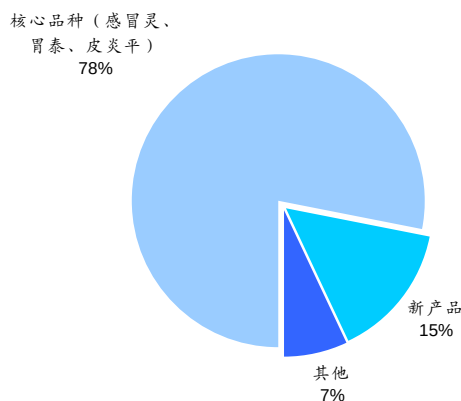
资料来源：公司公告，海通证券研究所

图 4 2010 年公司医药制造毛利构成



资料来源：公司公告，海通证券研究所

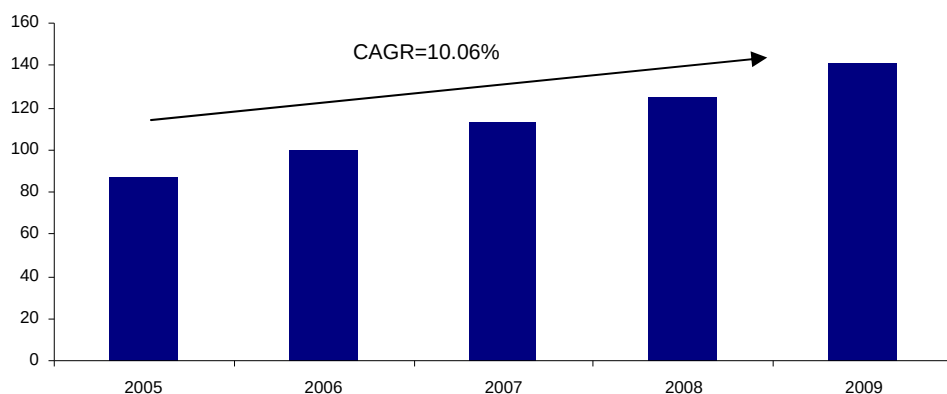
图 5 公司 OTC 收入新老产品比重



资料来源：公司公告，海通证券研究所

感冒灵颗粒引领公司 OTC 业务。目前国内感冒药行业市场容量在 150 亿元左右，2005-2009 年行业复合增长率为 10.06%。公司产品 999 感冒灵颗粒 2009 年市场份额在 7%左右，2010 年可能略高一些。由于感冒属于常见病，产品竞争激烈，同质化是普遍现象，而如果没有吸引人的新的购买诱因，消费者不会轻易更换品牌。感冒药排名靠前的品牌都各有其卖点，如白加黑的“白天吃白片，不瞌睡，晚上吃黑片，睡得香”，快克的“快”等。公司产品能够排名第一说明在感冒药差异化方面竞争力很强，我们认为公司 999 感冒灵颗粒排名能够长期保持在靠前位置。

图 6 感冒药行业市场容量（亿元）



资料来源：海通证券研究所

表 1 2009 年感冒药行业排名统计

名次	厂家	商品名
1	三九集团	999 感冒灵颗粒
2	中美史克	新康泰克
3	吉林吴太集团	感康片
4	哈药集团三精制药厂	双黄连口服液
5	贵州百灵制药	维 C 银翘片
6	东盛科技盖天力制药	白加黑感冒片
7	广州白云山制药	板蓝根颗粒
8	海南亚洲制药	快克胶囊
9	香雪制药	抗病毒口服液
10	上海强生制药	泰诺感冒片

资料来源：SFDA，海通证券研究所

三九胃泰成长性较好。胃药按大类分为：抗胃酸及胃溃疡类、助胃消化药、抗胃炎药等。根据南方医药经济研究所数据预测，国内胃肠用药市场容量 2009 年超过 230 亿元，今后几年增长率仍将保持在 10%-11% 左右。根据南方医药经济研究所 2009 年上半年 22 个城市医药零售样本数据，在我国胃药市场规模排名前十位的品种中，仅有 999 胃泰颗粒属于胃炎类。我们认为由于胃炎是常见病、慢性病，而中药毒副作用较小，未来成长性较好。

表 2 2009 年上半年 22 个城市医药胃药零售样本数据

排名	药物成份	药品名	功能主治	样本总销售额（万元）	份额
1	铝碳酸镁	达喜片	抗胃酸及溃疡类	3583.33	6.78%
2	多潘立酮	吗丁啉片	胃动力助消化类	3084.80	5.84%
3	中草药	健胃消食片(江中)	助消化类	2833.13	5.36%
4	奥美拉唑	奥美拉唑肠溶胶囊	抗胃酸及溃疡类	1996.02	3.78%
5	维 U 颠茄铝	斯达舒胶囊	抗胃酸及溃疡类	1825.47	3.45%
6	中草药	胃康灵胶囊	抗胃酸及溃疡类	1642.39	3.11%
7	蒙脱石	思密达散剂	胃肠道综合	1424.78	2.70%
8	中草药	999 胃泰颗粒	胃炎类	1180.23	2.23%
9	多维乳酸菌	妈咪爱散	胃肠道综合	1147.70	2.17%
10	其它	和胃整肠丸	胃肠道综合	1007.86	1.91%

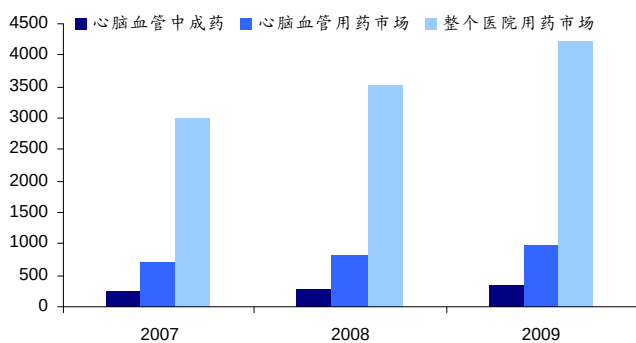
资料来源：SFDA，海通证券研究所

皮炎平基本进入瓶颈期。皮肤病在我国是一种常见病，目前皮肤药在零售渠道的销售量位于复合维生素和钙制剂类药物、感冒咳嗽类药物之后列第三位，增长率仅次于感冒咳嗽药，位列第二，据统计 2009 年我国皮肤外用药市场规模已超过 70 亿元，化学药占 80% 的市场份额，中药占 20% 的市场份额。从药品功效来看，销售量最大的皮肤药集中在治疗由真菌、细菌、球菌等致病菌所引起的感染性皮炎和因食物、花粉引起的过敏性皮炎药品。公司产品属于激素类皮肤药，竞争对手主要为外资品牌：西安杨森旗下的达克宁和派瑞松、上海先灵葆雅的艾洛松软膏等。我们认为公司皮肤药已经进入瓶颈期，主要因为皮肤药市场容量（70 亿元左右）相对于感冒药（150 亿元左右）和胃肠用药（230 亿元左右）较小，而公司产品占激素类皮肤药 30-40% 市场份额，因此在 OTC 资源配置上公司更倾向于感冒药和胃药。

3. 中药处方药和中药配方颗粒有望继续保持 30% 增长

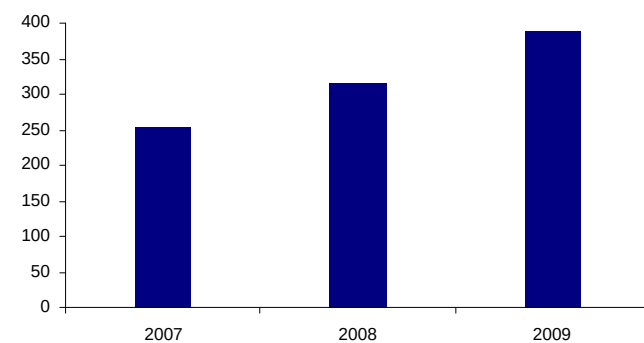
根据广州标点信息医药有限公司中成药数据显示，我国心脑血管中成药 2007-2009 年的市场规模分别为 234 亿元、280 元、348 亿元，其年均复合增长率为 21.94%，高于心脑血管总体用药市场（18.50%）及整个医院用药市场的年均复合增长率（18.27%）。据 SFDA 数据显示，肿瘤用药 2007-2009 年复合增长率超过 20%。

图 7 心脑血管用药市场（亿元）



资料来源：SFDA，海通证券研究所

图 8 抗肿瘤用药市场（亿元）



资料来源：SFDA，海通证券研究所

2010 年中药处方药收入同比增长 31.41%，由于成本上涨，毛利率从 2009 年的 79.85% 下降至 70.73%。我们认为中药处方药产品不会成为制约公司发展的瓶颈，公司可以通过并购完善产品梯队；中药处方药的重点学术营销上，因为中药很难与西药对比。在进入基本药物目录后，要继续加强学术推广，提高医生的认可度，把中药处方药的临床特点发挥出来是高速增长的必要条件。公司现有核心产品**参附注射液**和**华蟾素注射液（片）**是公司独家品种，已进入医保目录，分别属于心脑血管用药和抗肿瘤用药这两大疾病领域，具有较大潜力。我们预计公司中药处方药 2011-2013 年复合增长率在 30% 左右。

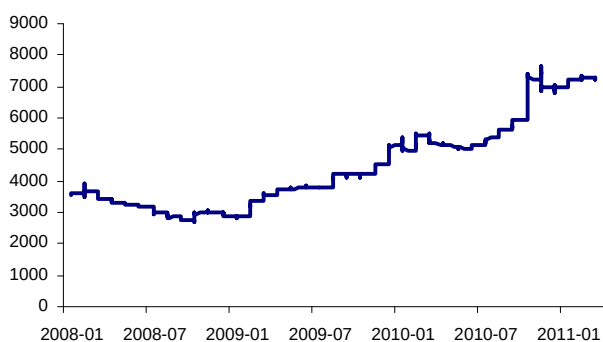
公司 2010 年中药配方颗粒收入 2.98 亿，同比增长 40%。中药配方颗粒是中药饮片利用现代先进的提取技术，制作而成的单味中药提取物，克服了目前市场上中药饮片质量参差不齐的缺陷，免去了患者自己煎煮的麻烦，方便了患者。我们预计公司中药配方颗粒 2011-2013 年复合增长率超过 30%。

4. 2011 年仍然面临较大的成本和费用压力

根据中国中药协会的统计数据，2010 年全国市场 537 种中药材中有 84% 涨价，其中 28% 的中药材涨幅超过 51%。公司主要原材料及辅料价格上涨较快，OTC、中药配方颗粒等业务毛利率水平有所下降，制药业务整体毛利率较去年下降 2.1 个百分点，因原材料价格上涨使对公司 2010 年度利润总额的影响约为 1.2 亿元。

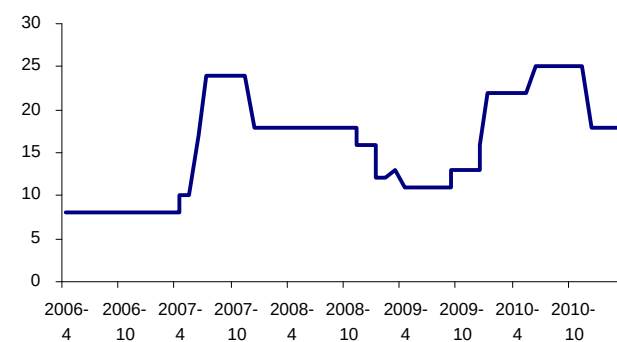
根据中国食糖网统计数据，2010 年白糖平均价格涨幅超过 40%，2011 年初继续保持上涨，3 月 11 日现货价为 7200 元/吨；野菊花 2010 年均价为 23.27 元/kg，上涨幅度 90.49%，2011 年初价格有所下滑，据中药价格信息网，3 月 16 日价格为 18 元/kg。公司最近三年制药业务毛利率持续下滑，我们预计今年公司仍然面临较大的成本压力，但毛利率下降的幅度应该少于去年。

图 9 白糖价格走势（元/吨）



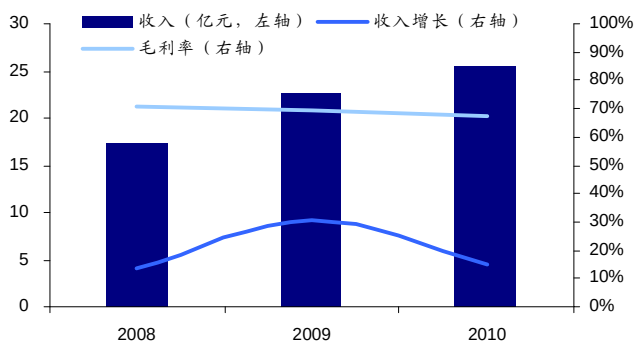
资料来源：中国食糖网，海通证券研究所

图 10 野菊花（统）价格走势（元/kg）



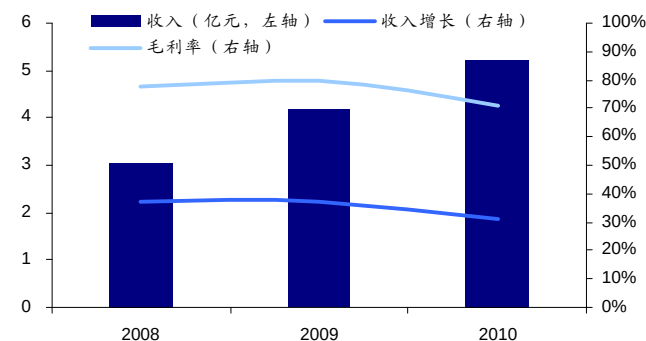
资料来源：中药价格信息网，海通证券研究所

图 11 公司 OTC 收入和毛利率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

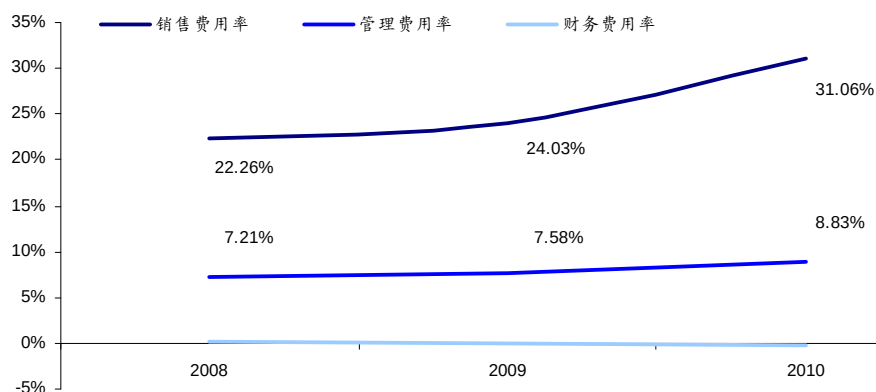
图 12 公司处方药收入和毛利率



资料来源：公司公告，海通证券研究所

由于 2010 年新品推广项目多，以及渠道变革、基本药物销售前期投入较大等原因，制药业务销售费用率略有上升；并且受公司剥离销售费用率较低的医药商业影响，总销售费用率也由 2009 年的 24.03% 上升至 31.06%，我们预计公司 2011 年销售费用率维持在 30% 左右。

图 13 公司销售费用率、管理费用率和财务费用率

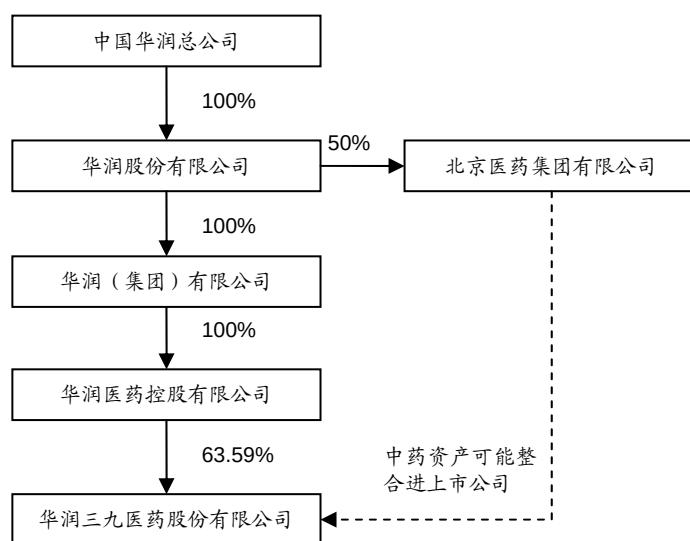


资料来源：公司公告，海通证券研究所

5. 并购方面今年可能会有所建树

去年公司并购上颗粒无收，我们认为对于三九这样一个立足于品牌的优秀公司来说，并购的成本和价格不是最主要的，价值认同和道德底线的认同更重要。我们认为公司今年并购上可能有比较大的突破，一方面通过并购获得一些高增长细分行业的药物（如心血管类、肿瘤类、胃肠类、肝炎类药物等）符合公司的长远发展，在经过一年多的蛰伏后今年可能会有比较大的进展；另一方面华润内部中药资产可能会加快整合进上市公司，根据合肥神鹿双鹤公司网站及华源医药网资料，华润集团内部主要中药资产还有以下三家公司：合肥神鹿双鹤药业、北京双鹤高科、辽宁华源本溪三药，主要产品见表 3，部分胃药（温胃舒、养胃舒等）和中药处方药（主要在北京双鹤高科）与华润三九部分产品构成同业竞争。我们认为如果顺利重组对公司胃药板块和中药处方药贡献较大，也加强公司在肝炎类药物方面的储备。

图 14 公司股权结构



资料来源：公司公告，公司网站，华源医药网，海通证券研究所

表 3 合肥神鹿双鹤、北京双鹤高科、辽宁华源本溪主要产品

公司名称	主要产品	附注
合肥神鹿双鹤药业有限责任公司	温胃舒、养胃舒、益胆片、儿泻停、银菊清咽颗粒、宁清泰颗粒、六味地黄丸、复方丹参片、感冒清热颗粒、羚羊感冒片	独家产品 普药系列
北京双鹤高科天然药物有限责任公司	双鹤牌北京蜂王精饮料、银杏叶酊、益气复脉口服液、地高辛酊剂、可愈糖浆、葡萄糖酸锌合剂、硫酸锌口服溶液、生脉饮（党参方）、咳嗽糖浆、抗腮腺炎注射液、丹参注射液、川贝清肺糖浆、柴胡注射液、板蓝根注射液、利巴韦林注射液、硫酸亚铁糖浆、盐酸川芎嗪注射液、聚肌胞注射液、苯甲醇注射液、杞菊地黄口服液、茵栀黄口服液、盐酸利多卡因氯化钠注射液、舒血宁注射液、消痔灵注射液、舒血宁注射液、玉屏风口服液、茵栀黄注射液、银翘解毒合剂、小儿止咳糖浆、消栓口服液、香丹注射液、四逆汤、双阳益肾口服液、养肝口服液	主要产品涉及保健品、清热解毒、心脑血管、胃肠类。
辽宁华源本溪三药有限公司	阴虚胃痛胶囊、湿热痹胶囊、气滞胃痛胶囊、瘀血痹片、三黄片、盐酸伐昔洛韦片、盐酸伐昔洛韦片、板蓝根颗粒等	产品包括脾胃、痹症、感冒、乙肝四大系列，国家中药保护品种 13 个，进入医保目录品种 11 个

资料来源：公司网站，华源医药网，海通证券研究所

6. 医疗服务和抗生素对业绩影响较小

公司 2010 年医疗服务和抗生素及原料药业务分别实现收入 2.03 亿元和 3.20 亿元，同比增长分别为 27.56%和 22.80%。我们认为该部分业务虽然增速较快，但是占公司收入和毛利的比重较小，短期对公司业绩影响较小。

7. 给予“增持”评级，6个月目标价 25.75 元

公司质地优秀，致力于成为 OTC 市场的引导者、中药处方药市场的创新者；但是短期由于原材料上涨、部分产品进入瓶颈期，我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为：1.03 元、1.25 元、1.55 元，同比增速分别为 23.78%、21.29%、24.00%。根据 3 月 23 日收盘价，公司市值在 217.53 亿元，相比可比公司较大（见表 6），综合考虑公司业绩增速，我们给予公司 2011 年 25 倍 PE，对应 6 个月目标价为：25.75 元，首次给予“增持”评级。

表 4 公司产品收入预测

		2009	2010	2011E	2012E	2013E
OTC	收入（百万元）	2256.54	2543.73	3042.75	3617.66	4267.49
	同比（%）		15.26	19.33	18.89	17.96
	毛利率（%）	69.30	67.68	67.20	66.86	66.56
中药处方药	收入（百万元）	418.87	550.39	715.50	927.65	1199.45
	同比（%）	37.25	31.40	30.00	29.65	29.30
	毛利率（%）	79.85	70.73	70.00	70.00	70.00
医疗服务	收入（百万元）	159.27	203.17	253.96	314.91	387.34
	同比（%）	33.09	27.56	25.00	24.00	23.00
	毛利率（%）	27.35	25.52	25.00	25.00	25.00
抗生素	收入（百万元）	260.95	320.45	384.53	459.52	546.83
	同比（%）		22.80	20.00	19.50	19.00
	毛利率（%）	47.95	60.85	50.00	50.00	50.00
中药配方颗粒	收入（百万元）	213.46	298.03	405.33	543.14	700.65
	同比（%）		39.62	36.00	34.00	29.00
	毛利率（%）	60.72	59.36	58.00	58.00	58.00
其他	收入（百万元）	1517.92	427.36	384.62	461.55	553.85
	同比（%）		-71.85	-10.00	20.00	20.00
	毛利率（%）	15.65	30.89	28.00	26.00	26.00
合计	收入（百万元）	4827.00	4343.12	5186.69	6324.42	7655.60
	同比（%）		-10.02	19.42	21.94	21.05
	毛利率（%）	50.43	61.40	60.62	60.27	60.09

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 5 公司预测利润表（百万元）

	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4365.15	5186.69	6324.42	7655.60
营业成本	1686.23	2042.60	2512.92	3054.98
营业税金及附加	20.59	30.41	31.14	39.57
销售费用	1355.67	1452.27	1739.21	2067.01
管理费用	385.53	408.39	511.89	612.45
财务费用	-14.56	-17.02	-22.94	-32.10
投资收益	27.23	3.00	4.00	5.00
营业利润	962.63	1273.04	1556.18	1918.70
利润总额	1034.03	1273.04	1556.18	1918.70
归属于母公司净利润	815.98	1004.60	1228.04	1514.11
每股收益（元/股）	0.83	1.03	1.25	1.55

资料来源：公司公告，海通证券研究所

表 6 可比公司估值

公司	收盘价（元） （3 月 23 日）	市值（亿元）	EPS		PE	
			2011E	2012E	2011E	2012E
仁和药业	20.25	85.05	0.73	0.91	27.74	22.37
千金药业	15.63	47.67	0.56	0.70	28.14	22.44
康恩贝	21.24	74.76	0.67	0.83	31.66	25.61
江中药业	31.61	98.31	1.04	1.32	30.43	23.93
马应龙	41.33	68.61	1.21	1.58	34.07	26.16
平均					30.41	24.10

资料来源：Wind，海通证券研究所

8. 风险提示

医改降价风险、中药注射剂风险。

信息披露

分析师声明

丁频：消费小组首席分析师

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告所采用的数据和信息均来自市场公开信息，本人不保证该等信息的准确性或完整性。分析逻辑基于作者的职业理解，清晰准确地反映了作者的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

分析师负责的股票研究范围

重点研究上市公司：康美药业、乐普医疗、康芝药业、科华生物、达安基因、上海医药、人福医药、东阿阿胶、天士力等。

投资评级说明

类别	评级	说明
股票投资评级	买入	个股相对大盘涨幅在 15%以上；
	增持	个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
	中性	个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
	减持	个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
	卖出	个股相对大盘涨幅低于-15%。
行业投资评级	增持	行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
	中性	行业整体回报介于市场整体水平 - 5%与 5%之间；
	减持	行业整体回报低于市场整体水平 5%以下。

法律声明

本报告仅供海通证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。本报告所载的信息、材料及结论只提供特定客户作参考，不构成投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。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。在法律许可的情况下，海通证券及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供投资银行服务或其他服务。

本报告仅向特定客户传送，未经海通证券研究所书面授权，本研究报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。如欲引用或转载本文内容，务必联络海通证券研究所并获得许可，并需注明出处为海通证券研究所，且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，海通证券股份有限公司的经营经营范围包括证券投资咨询业务。