

华润三九 (000999)

华润三九年报点评：关注华润内部中药业务的整合

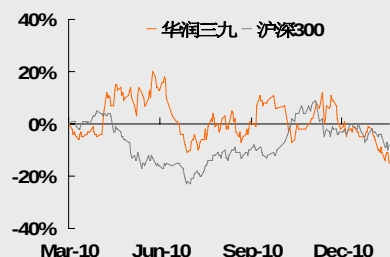
强烈推荐 (维持)

现价：23.34 元

主要数据

行业	医药、生物制品
公司网址	www.999.com.cn
大股东/持股	华润医药控股 /63.59%
实际控制人/持股	国资委/63.47%
总股本(百万股)	979
流通 A 股(百万股)	355
流通 B/H 股(百万股)	0
总市值(亿元)	228.48
流通 A 股市值(亿元)	82.91
每股净资产(元)	4.3
资产负债率(%)	26.7

行情走势图



相关研究报告

研究员

凌军 S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

投资要点

■ 2011——华润三九的并购之年；

华润三九年报关于 2011 年工作计划中，首次明确提出“在大股东的协调下，积极推进华润内部中药业务的整合”。因此，我们预计华润北药天然药与三九的整合将在今年展开，考虑国营企业的招牌挂体制，预计在下半年有实质进展。另外，考虑 2010 年一年的项目筛选和谈判，我们预计公司一直准备的外部并购也将在 **2011 年有重大突破**。

■ 三九高管现身本溪三药；

三九与华润系天然药的整合符合华润北药的十二五规划，也是华润北药谋求港股 IPO 的重要一环。而在华润北药天然药核心资产——**本溪三药公司的网站上**，我们发现**华润三九总经理于 2011 年 2 月 17 日调研该公司的新闻**以及华润北药的十二五规划举措，也许这正是对我们猜测的间接印证。

■ 华润北药天然药资产介绍；

我们预计华润北药天然药收入规模约 **3-4 亿**之间，主要为合肥神鹿、双鹤高科、本溪三药等公司，主导产品为心脑血管和胃药为主，如温胃舒、养胃舒、气滞胃痛、舒血宁等。该类品种将纳入公司强大的 OTC 渠道，尤其是公司品类规划的计划中。

■ 20%增长——已考虑降价风险并不考虑整合收购；

年报中公司预计 2011 年“营业收入 51.8 亿元，较 2010 年增长 19%。其中，制药业务营业收入预计为 44.9 亿元，**较 2010 年增长 20.9%**”。据了解，该预算已经**考虑基本药物降价风险**，同时并**不包含并购预期**。

■ 估值——22 倍 PE，强烈推荐；

我们 2010-2013 年，预计公司每股收益分别为 0.83、1.04、1.27 和 1.54 元，对应 PE 分别为 28、**22**、18、15 倍，维持“强烈推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,852.70	4,365.20	5,186.49	6,307.15	7,542.48
YoY(%)	11.50	-10.00	18.81	21.61	19.59
净利润(百万元)	709.50	816.00	1,068.81	1,304.70	1,588.12
YoY(%)	42.30	15.00	24.44	22.07	21.72
毛利率(%)	50.60	61.40	63.70	63.92	64.49
净利率(%)	14.60	18.70	20.61	20.69	21.06
ROE(%)	19.27	19.25	20.93	22.34	23.78
EPS(摊薄/元)	0.70	0.80	1.04	1.27	1.54
P/E(倍)	32.20	28.12	22.44	18.38	15.16
P/B(倍)	5.78	5.12	4.48	3.91	3.42

正文目录

投资要点 1

一、年报详细分析 3

 1.1 财务简况3

 1.2 收入成本分析3

 1.3 财务指标异动点分析4

二、关注华润内部中药整合 5

三、盈利预测和评级 8

 3.1 盈利预测8

 3.2 估值和投资评级8

一、年报详细分析

1.1 财务简况

简单来看，第四季度 5.3% 的增速拉低了 2010 全年业绩增长水平，而报表体现出来的直接原因是第四季度销售费用和实际所得税率的显著提升。

图表1 华润三九年报关键数据分析

百万	2010 年	同比	2010Q4	同比	2010Q1-Q3	同比
营业收入	4,365.15	-10.0%	1,325.24	-9.3%	3,039.91	-10.4%
营业成本	1,686.23	-29.6%	516.70	-28.4%	1,169.53	-30.2%
销售费用	1,355.67	16.3%	428.74	27.6%	926.93	11.7%
管理费用	385.53	4.9%	144.66	-3.4%	240.87	10.6%
营业利润	962.63	8.8%	227.19	-2.9%	735.44	13.0%
利润总额	1,034.03	14.3%	288.58	16.9%	745.45	13.4%
减：所得税	174.92	22.4%	59.63	176.3%	115.30	-4.9%
净利润	859.10	12.8%	228.95	1.6%	630.15	17.5%
归属于母公司净利润	815.98	15.0%	223.86	5.3%	592.13	19.2%
每股收益（元）	0.83	15.0%	0.22	5.3%	0.61	19.2%

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

1.2 收入成本分析

■ 收入

由于三九连锁、汉源三九的出售，公司 2010 年收入下降 10%。剔除该影响，公司营业收入增长 19.4%。从四大核心业务（OTC、抗生素及原料药、中药处方药、中药配方颗粒）来看，制药行业增速为 17.9%。

图表2 华润三九制药行业收入情况

	收入				同比		
	2007	2008	2009	2010	2008	2009	2010
制药行业	1,991	2,375	3,150	3,713	19.3%	32.6%	17.9%
OTC	1,522	1,726	2,257	2,544	13.4%	30.7%	12.7%
抗生素及原料药	198	231	261	320	16.8%	13.1%	22.8%
中药处方药	223	305	419	550	37.0%	37.3%	31.4%
中药配方颗粒	91	150	213	298	64.0%	42.8%	39.6%

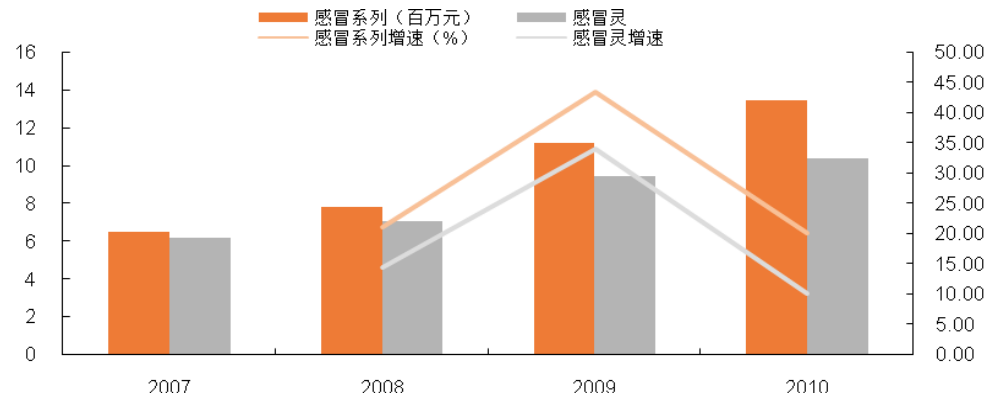
资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

说明，公司 OTC 业务收入增速仅为 12.7%，而年报披露值 15.26%，主要是公司 OTC 统计口径有所调整，将海外销售进行剥离所致。

➤ OTC

根据年报披露，OTC 业务的关键产品如感冒品类、皮肤药品类以及三九胃泰销售额增长约为 20%，正天丸增长 81%；壮骨关节丸及补脾益肠丸出现一定下滑。

图表3 公司感冒类和感冒灵收入增长示意图



资料来源：平安证券综合研究所

感冒品类中，公司品类规划的小儿系列保持高速增长，结合历史情况，我们预计感冒灵增速约15-20%；皮肤类增长则主要由于公司推出999皮肤药系列新品；而值得注意的是，进入基药目录的两个独家品种三九胃泰和正天丸增速分别为20%和81%，一方面说明基药市场有一定放量，另一方面说明公司对正天丸在2010年进行了重点销售。

■ 成本和毛利率

2010年，公司制药行业大部分主要产品成本呈现大幅增长，其中中药处方药成本同比增长高达90.9%，毛利率也下降9个百分点。

图表4 华润三九制药行业成本和毛利率情况

	毛利率			成本同比	
	2008	2009	2010	2009	2010
制药行业	51.5%	53.9%	66.9%	18.4%	-36.2%
OTC	70.8%	69.3%	67.7%	37.5%	18.7%
抗生素及原料药	34.3%	48.0%	60.8%	-10.4%	-7.6%
中药处方药	78.0%	79.9%	70.7%	25.7%	90.9%
中药配方颗粒	63.1%	60.7%	59.4%	52.1%	44.5%

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

1.3 财务指标异动点分析

■ 销售费用

根据年报披露，2010年销售费用率同比上升4.87%。其中，市场推广费、商业推广费、差旅费等费用均有较大幅度增长。销售费用率的上涨主要是由于公司销售规模扩大，从而导致销售人员工资、广告宣传费以及商业推广费均呈现一定增长。

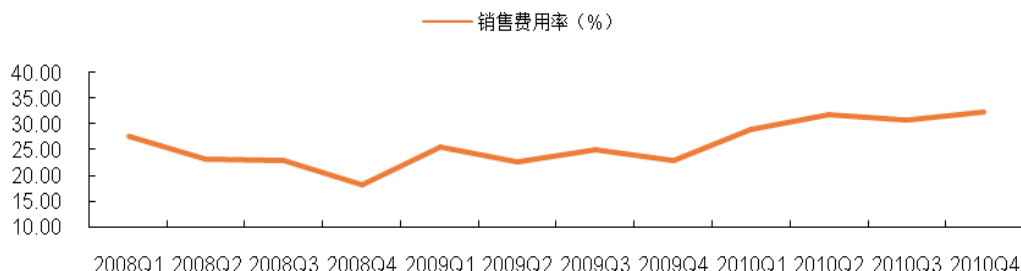
图表5 华润三九年报销售费用及同比

百万	2010 年	2009 年	同比
工资、福利及奖金	147.07	153.53	-4.2%
市场推广费	494.01	400.49	23.4%
商业推广费	539.04	425.02	26.8%
运输费	66.01	64.98	1.6%
差旅费	35.34	23.75	48.8%
其他	74.20	98.10	-24.4%

资料来源：公司公告、平安证券综合研究所

从季度情况来看，公司销售费用率近两年呈现逐渐上升态势，尤其是 2010 年第四季度销售费用率上升至 32.35%，与 2010 年第三季度相比环比上升 5.01%，与 2009 年相比同比上升高达 40.61%。

图表6 销售费用率示意图



资料来源：平安证券综合研究所

二、关注华润内部中药整合

在 2010 年报关于 2011 年计划中，公司明确提出“在大股东的协调下，积极推进华润内部中药业务的整合”。因此，我们预计华润北药天然药与公司的整合将在今年展开，考虑国营企业的招牌挂体制，预计在下半年有实质进展。

而在华润北药天然药核心资产——本溪三药公司的网站上，我们发现华润三九总经理于 2011 年 2 月 17 日调研该公司的新闻以及华润北药的十二五规划举措，也许这正是对我们猜测的间接印证。

图表7 华润北药十二五规划目标和战略举措

目标	香港整体上市、打造超千亿元企业集团的发展目标，并在医药多个细分领域取得龙头地位
战略举措	
1	制定华润北药整体战略规划，加快推进华润北药整体上市步伐
2	加强内部整合和协调，推进医药商业、医疗器械、 制药工业 、研发等业务的整合
3	建立投资并购体系和流程，积极进行外部资源并购
4	完善战略评价与激励体系，完善 6S 管理体系，建立政府事务体系，加强企业文化建设

资料来源：平安证券综合研究所

■ 华润北药天然植物药事业部介绍

天然药事业部是北药集团 04 年整体改制之后为进一步整合聚焦天然药业务，把华源医药内部和双鹤药业内部的天然药物企业整合而成。整合企业有**合肥神鹿**、**双鹤高科**、**本溪三药**，营销渠道整合后专门成立营销经营公司，三个企业成为北药集团天然药物的创新和制造基地。主导产品为心脑血管和胃药为主，如温胃舒、养胃舒、气滞胃痛、舒血宁等等。

图表8 北药集团医药资产示意图

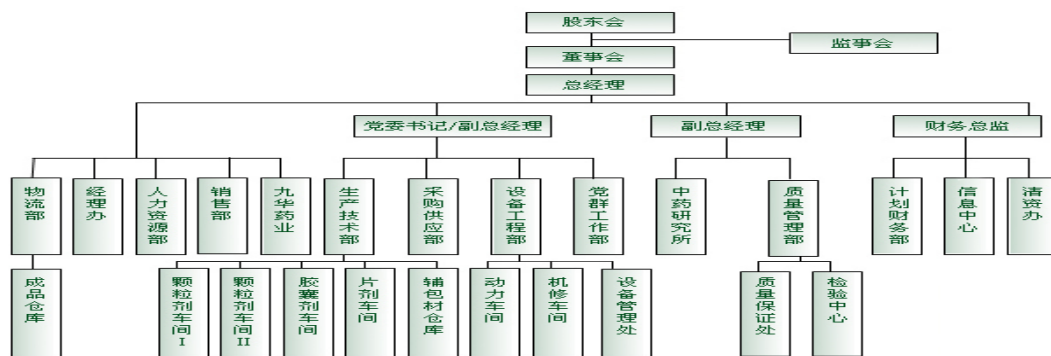


资料来源：平安证券综合研究所

➤ 合肥神鹿

合肥神鹿双鹤药业有限责任公司是北药集团的全资子公司，拥有四十余年历史，以生产中成药为主导，注册资本为 9650 万元。目前为安徽省产能规模最大的中成药生产企业，具有年产片剂：3 亿片；颗粒剂：600 吨；胶囊剂：1 亿粒的综合生产能力。公司拥有温、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。

图表9 合肥双鹿组织架构示意图



资料来源：平安证券综合研究所

公司主导产品温胃舒、养胃舒，是目前国内胃药市场上唯一辨证分型、一病两药的药物，荣获国家中医药管理局重大科技成果乙级奖、中国中药名牌、安徽省著名商标、安徽省名牌产品和高新技术产品等称号，并被列为国家基本药物目录，国家基本医疗保险药品、国家中药保护品种和国家社保目录乙类。

独家产品益胆片具有行气散坚，清热通淋的作用，消炎效果显著，起效迅速。适用于急慢性胆囊炎、胆石症、肾结石、膀胱结石等症，被誉为胆石患者的“良药”。

国家级新药儿泻停颗粒为纯中药制剂，具有疗效高、见效快、剂量小、口感好，安全无毒副作用等特点，为目前治疗儿童轮状病毒性肠炎的理想药物。

➤ 双鹤高科

北京双鹤高科天然药物有限责任公司是由北药集团控股，直属北药集团天然药物事业部，注册资金 5749.34 万元，是全国最早生产中药注射液厂家之一。公司主要剂型有注射液、口服液、糖浆剂等。该公司具有很强的中草药提取加工能力，可年产针剂 5800 万支、口服液 8300 万支、糖浆剂 600 万瓶。

公司拥有一批技术含量高、市场信誉好的液体制剂产品，深得广大国内外用户的信赖，并有广泛的市场发展前景，如心脑血管用药舒血宁注射液，是国内研制开发最早的银杏叶产品；治疗肝病的茵栀黄口服液作为独家产品进入 2009 版《国家基本药物目录》；镇咳祛痰药可愈糖浆进入 2009 版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》；抗癌药去甲斑蝥酸钠注射液（利佳针）曾获国家发明三等奖；高级天然营养补剂“北京蜂王精”具有 40 余年悠久历史，远销 50 多个国家和地区，享誉海内外；2008 年新研制的心脑血管用药银杏叶酊剂，弥补了国内银杏叶制剂在该剂型的空白。

➤ 本溪三药

辽宁本溪三药有限公司是华润北药全资控股子公司。公司注册资本 1.5 亿元，总资产 1.7 亿元。本溪三药先后与三株公司、本溪化工集团、中国华源集团和北京医药集团资产重组。2010 年 10 月 10 日，正式进入华润北药，成为华润北药旗下企业。

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 万瓶的设计生产能力，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，43 个品种，其中国家中药保护品种 2 个，获得发明专利 7 项，有 8 种产品进入《国家基本药物目录》，有 19 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。

三、盈利预测和评级

3.1 盈利预测

图表10 盈利预测表

百万	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,365.15	5,186.49	6,307.15	7,542.48
营业总成本	3,429.75	3,947.90	4,779.33	5,631.90
营业成本	1,686.23	1,882.95	2,275.37	2,678.16
营业税金及附加	20.59	24.47	29.75	35.58
营业税率	0.47%	0.47%	0.47%	0.47%
销售费用	1,355.67	1,587.07	1,929.99	2,262.74
销售费用率	31.06%	30.60%	30.60%	30.00%
管理费用	385.53	458.07	557.05	666.16
管理费用率	8.83%	8.83%	8.83%	8.83%
财务费用	-14.56	-16.01	-16.65	-18.32
利润总额	1,034.03	1,301.84	1,608.76	1,982.67
所得税	174.92	233.03	304.06	394.55
所得税率	16.92%	17.90%	18.90%	19.90%
净利润	859.10	1,068.81	1,304.70	1,588.12
少数股东损益	43.12	53.41	65.19	78.65
归属于母公司所有者的净利润	815.98	1,015.40	1,239.51	1,509.47
每股收益(元)	0.83	1.04	1.27	1.54
同比	15.01%	24.44%	22.07%	21.78%

资料来源：平安证券综合研究所

3.2 估值和投资评级

2010-2013 年，预计公司每股收益分别为 0.83、1.04、1.27 和 1.54 元，对应 PE 分别为 28、22、18、15 倍，维持“强烈推荐”评级。

图表11 平安医药组重点公司相对估值一览表

	EPS (元)			PE (倍)			评级
	2010A	2011E	2012E	2010E	2011E	2012E	
华润三九	0.83	1.04	1.27	28	22	18	强烈推荐
片仔癀	1.38	1.51	1.92	46	42	33	推荐
康缘药业	0.44	0.6	0.78	38	28	22	推荐
九安医疗	0.23	0.55	0.70	129	54	42	推荐
海欣股份	0.02	0.05	0.07	427	171	122	推荐
沃森生物	1.51	2.57	3.69	80	47	33	强烈推荐
福瑞股份	0.54	0.89	1.29	47	29	20	强烈推荐
鱼跃医疗	0.66	0.99	1.43	64	43	30	推荐
爱尔眼科	0.44	0.6	0.78	82	57	39	推荐

资料来源：平安证券综合研究所

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）

推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）

中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）

推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）

中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）

回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257