

# 毛利率仍下行，但拐点逐渐逼近

## 买入维持评级

目标价格：28元

### 投资要点：

- 成本因素导致单季毛利率仍下行；
- 成本拐点逐渐逼近；
- 华润内部整合增强公司竞争力。

### 报告摘要：

- **营收、净利润环比下降。** 1-9月份，公司实现营业收入36.31亿元，同比增长19.46%，净利润5.70亿元，同比减少3.60%，对应每股收益0.58元。单季度营收和净利润环比分别下降4.10%和4.23%。经营性现金流量4.82亿元，同比下降31.59%。
- **存货的高成本影响导致毛利率下行。** 公司收入同比增长19.46%，但由于原材料价格上涨等因素导致总成本增长了25.77%，高成本的影响依然存在。受此影响，三季度公司毛利率继续下滑约2个百分点到57.51%的水平，费用率基本稳定，净利率基本同二季度持平。
- **成本拐点逐渐逼近。** 如我们此前所预计的，中药材在经历了09年以来巨大的涨幅之后，随着供应量的逐步增加和政府监管的趋严，已不可避免的进入下行的通道，7月份以来中药材指数已连续4个月下跌，累计跌幅接近四分之一。但由于库存存在一定的周期，另一主要原材料白糖价格仍在高位，所以还未明显反应出来。我们预计成本的拐点已逐渐逼近，毛利率有望在四季度扭转上升。
- **华润内部整合增强公司竞争力。** 公司计划以4亿元收购本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京科贸，完成华润内部中药业务的整合。整合完成后将进一步增强公司在OTC领域的品牌优势和渠道优势。
- **盈利预测** 预计公司11-12年EPS为0.86元、1.11元、1.38元，对应22X、17X、13XPE，估值相当低，维持买入评级。

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4853	4365	5316	6309	7415
EBITDA(百万元)	1016	1041	1099	1386	1724
净利润(百万元)	709	816	840	1088	1353
EPS(元)	0.72	0.83	0.86	1.11	1.38
P/E	25.48	22.16	21.52	16.62	13.36
P/S	3.73	4.14	3.40	2.87	2.44
P/B	4.58	4.05	3.62	3.09	2.60

### 联系人

吴洋 (S1180511080005)

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

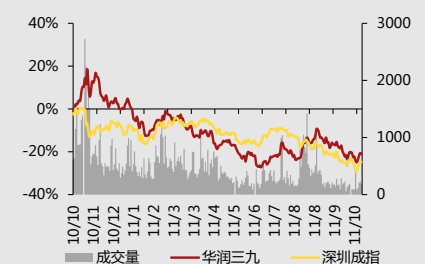
### 分析师

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

### 市场表现



### 股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	7723	较集中
20110331	7980	较集中
20101231	11835	非常集中

数据来源：港澳资讯

### 相关研究

宏源证券*公司点评*华润三九—内生增长、外延扩张兼备	06.21
宏源证券*公司研究*华润三九—成本上涨拖累业绩，长期看好	08.07

图 1: 中药材价格指数



资料来源: 中药材天地网、宏源证券

图 2: 白糖期货主力合约 1205 价格



资料来源: 宏源证券

**表 1: 资产负债表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1273	1731	1858	2350	3094
应收票据	831	813	835	990	1164
应收账款	361	308	487	662	848
预付款项	77	115	122	129	137
其他应收款	76	47	70	83	98
存货	418	490	591	614	695
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	17	18	19	20	22
固定资产	1117	1048	1096	1151	1179
在建工程	234	292	344	381	337
工程物资	1	0	0	0	0
无形资产	1137	1141	1133	1125	1117
长期待摊费用	7	8	9	8	8
<b>资产总计</b>	<b>5631</b>	<b>6091</b>	<b>6647</b>	<b>7602</b>	<b>8794</b>
短期借款	12	20	0	0	0
应付票据	184	105	137	156	177
应付账款	446	501	530	606	686
预收款项	194	103	73	38	-3
应付职工薪酬	122	181	181	181	181
应交税费	131	115	115	115	115
其他应付款	267	210	231	254	279
其他流动负债	255	315	315	315	315
长期借款	40	3	3	3	3
<b>负债合计</b>	<b>1677</b>	<b>1627</b>	<b>1659</b>	<b>1743</b>	<b>1827</b>
<b>股东权益合计</b>	<b>3951</b>	<b>4464</b>	<b>4988</b>	<b>5859</b>	<b>6966</b>

**表 2: 利润表 (百万元)**

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4853	4365	5316	6309	7415
营业成本	2396	1686	2187	2501	2830
营业税金及附加	20	21	24	28	33
销售费用	1166	1356	1704	2023	2377
管理费用	368	386	416	494	581
财务费用	0	-15	-30	-36	-48
资产减值损失	26	-4	21	15	25
投资收益	8	27	14	16	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	885	963	1007	1301	1636
营业外收支净额	19	71	70	70	70
税前利润	904	1034	1077	1371	1705
减: 所得税	143	175	162	206	256
净利润	762	859	916	1165	1450

减：少数股东损益	52	43	75	77	96
归属于母公司的净利润	709	816	840	1088	1353
<b>基本每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.83</b>	<b>0.86</b>	<b>1.11</b>	<b>1.38</b>
<b>稀释每股收益</b>	<b>0.72</b>	<b>0.83</b>	<b>0.86</b>	<b>1.11</b>	<b>1.38</b>

表 3: 现金流量表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	762	859	916	1165	1450
折旧与摊销	113	124	114	123	130
经营活动现金流	1095	905	706	945	1133
投资活动现金流	-53	-55	-198	-196	-94
融资活动现金流	-85	-37	-382	-257	-295
现金净变动	957	813	127	492	744
期初现金余额	718	1273	1731	1858	2350
期末现金余额	1675	2087	1858	2350	3094

**联系人简介:**

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经历。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、信立泰、华海药业、华润三九、双鹤药业、乐普医疗、昆明制药、益佰制药等。

**机构销售团队**

	郭振举	牟晓凤	孙利群	
华北区域	010-88085798 guozhenju@hysec.com	010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	010-88085756 sunliqun@hysec.com	
华东区域	张璐 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	奚曦 021-51782067 xixi@hysec.com
华南区域	崔秀红 010-88085788 cuixiahong@hysec.com	贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com
重点机构	曾利洁 010-88085991 zenglijie@hysec.com			

**宏源证券评级说明:**

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价 (或行业指数) 涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20% 以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% 以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5% 以上

**免责条款:**

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。