

成本上涨拖累业绩，长期看好

买入维持

目标价格：28 元

投资要点：

- 成本大幅上涨拖累业绩；
- 看好公司长期发展：内生增长和外延扩展；

报告摘要：

- **业绩符合预期。**报告期内，公司实现营业收入 24.53 亿元，同比增长 24.04%；归属于母公司所有者的净利润 3.97 亿元，同比增长 1.9%，经营性现金流量 4.41 亿元，同比增长 4.67%。基本每股收益 0.41 元。
- **收入增长难抵成本剧增。**报告期内，公司着力加大营销投入已拉动收入增长，制药业务营业收入同比增长 24.04%，相比去年有所加快，增长较快的主要是 OTC 业务及中药配方颗粒业务，分别同比增长 28.62%及 44.18%，但收入的快速增长没法对冲成本上升的影响，由于主要原材料中药材及白糖价格同比上涨 30%以上，营业成本增长 32.5%，总体毛利率下滑 2.62 个百分点。
- **看好公司长期发展。**公司营销改革以来已卓有成效，上半年高达 28% 的增长预示着公司 OTC 的潜力。而中药配方颗粒和中药处方药也是未来高速增长有保证的业务，同时，公司将加快兼并收购实现外延式扩展的进程，并积极参与华润内部中药业务的整合。
- **中药材价格拐点逼近。**09 年以来，中药材经历了一轮涨幅巨大的周期性上涨，预计随着药材市场的供应量的逐步增加和政府有关部门对中药材炒作行为的监管和打击趋严厉，中药材再大幅上涨的可能性已经不大，而且一旦趋势改变，公司近 2 年来毛利率不断下滑的颓势将会扭转，公司的净利润增速有望大幅增加，甚至超过收入增长。
- **盈利预测** 预计公司 11-13 年 EPS 为 0.86 元、1.12 元、1.42 元，对应 21X、16X、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	5360	6366	7485
EBITDA(百万元)	1016	1041	1137	1436	1784
净利润(百万元)	709	816	841	1097	1386
EPS(元)	0.72	0.83	0.86	1.12	1.42
P/E	25.48	22.16	21.49	16.48	13.04
P/S	3.73	4.14	3.37	2.84	2.42
P/B	4.58	4.05	3.62	3.08	2.58

联系人

吴洋

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

成本大幅上涨拖累业绩

报告期内，公司实现营业收入 24.53 亿元，较去年同期增长 23.98%，归属于母公司所有者的净利润 3.97 亿元，同比增长 1.9%，经营性现金流量 4.41 亿元，同比增长 4.67%。基本每股收益 0.41 元。

公司的制药业务营业收入较去年同期增长 24.04%，相比去年有所加快。主要是 OTC 业务及中药配方颗粒业务实现了较快速增长，营业收入分别同比增长 28.62% 及 44.18%，OTC 业务取得近 30% 的增速，非常不易。其中三九胃泰、正天丸等产品继续保持了快速增长，增速均超过 40%，感冒品类亦实现了良好增长，皮肤药品类由于季节性因素影响收入增速略低，新产品中强力枇杷露、小儿感冒药继续维持了高速增长势头，分别比去年同期增长 123%、67%。中药处方药由于部分品种进入医保目录产品的使用范围受限，增速略低于预期，抗生素业务由于受到抗菌药物临床应用管理政策的影响，销售也出现了明显下滑。

但是，公司成本费用方面很不乐观，原材料价格居高不下，尤其是中药材及白糖价格同比涨幅在 30% 以上。尽管公司采取了内部挖潜，采购优化，成本管理等方法来应对成本上升，仍无法避免公司毛利率持续下降，2011 年上半年公司整体毛利率同比下降 2.62 个百分点。其中 OTC 产品下滑 5.08 个百分点。由于上半年公司在新产品及核心品种的费用投入增加，销售费用率上升 1.09 个百分点。但同期管理费用率和财务费用率分别下降了 1.57 和 0.22 个百分点，整体公司净利率为 16.2%，同比下降 3.5 个百分点。

看好公司长期发展：内生增长和外延扩展并举

公司未来 5 年的发展战略，即成为 OTC 市场的领导者，并成为中药处方药（中药配方颗粒）领域的创新者。我们也看到公司继续加强营销上的投入，同时更加强调品牌运作和营销理念，通过营销带动研发和生产，不断打造大品种和大产品线。2010 年公司对 OTC 营销渠道进行改革，削减经销商层级及数目，一级及二级经销商数量精简 30%，价格体系更加合理和顺畅。今年上半年 OTC 业务取得快速的增长也说明公司战略的正确有效。我们期待公司的 OTC 业务步入高速增长的快车道。

对于中药材价格，我们认为周期性的拐点已逼近。自 09 年以来，受历史原因、自然气候、药材周期、药材囤积的综合影响，中药材经历了一轮大的周期性上涨，涨幅已经很大，也逐步引起了有关政府的关注。7 月份发改委对党参囤积行为的行政执法告诫也表明了国家对中药材炒作行为的监管和打击将趋严厉，而且预计药材市场的供应量将周期性的逐步增加，中药材再大涨的可能性已经不大，周期性的拐点已逼近。今年 7 月以来，药材就挨个指数已经有所回落，我们认为趋势一旦改变，中药材的周期性行业的特点决定了回落的速度和幅度都会比较大的。而如果中药材的价格出现回落，则将大大缓解公司的成本压力，近 2 年来毛利率不断下滑的颓势将会扭转，公司的净利润增速有望大幅增加，甚至超过收入增长。

中药配方颗粒目前发展很快，凭借其方便灵活的使用方式和更加稳定可控的质量，逐渐在某些市场替代中药饮片，目前生产企业主要有江苏天江、广东一方、华润三九、四川绿色、北京康仁堂等 5 家，制定了 500 种左右的配方颗粒质量标准，并在全国数百家医院推广使用。我们认为这块市场的潜力极大，未来 2 年将保持 40% 以上的增速。

自华润入主三九以来，公司非常注重通过外延式扩张实现快速增长，公司陆续收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂和上海百安（南昌）制药有限公司，介入了抗肿瘤中药注射液新领域，并增加了皮肤类用药的品种。公司目前现金流充沛，账上有 17 亿元现金，未来将继续在 OTC、中药处方药等领域开展并购。今年 5 月与中国中医科学院签订了合作意向，拟整合中医科学院下属两家药厂，提升公司研发能力。未来将进一步加快兼并收购的步伐。同时，在大股东的协调下，积极推进与华润医药内部中药业务的整合进程。

盈利预测

预计公司 2011~2013 年实现归属于母公司净利润 8.41 亿元、10.97 亿元、13.86 亿元，同比增长 3.12%、30.36%、26.36%，对应每股收益 0.86 元、1.12 元、1.42 元，目前股价分别对应 21X、16X、13XPE，估值相当低。考虑到公司在 OTC 领域的领导力以及中药处方药、中药配方颗粒领域的良好前景，以及公司优秀的管理能力、营销网络和研发实力，我们认为按照 12 年 25 倍 PE，给予 28 元的目标价，维持买入评级。

图 1: 中药材价格指数



图 2: 2011-2013 年利润率水平预测

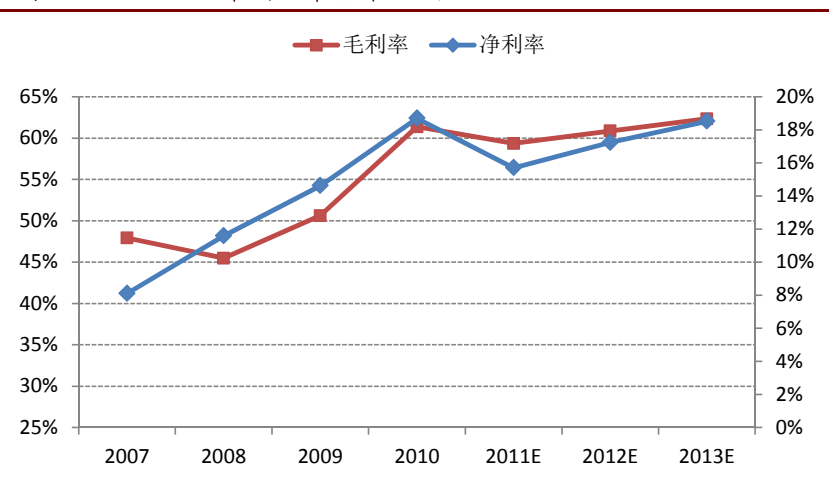


表 1: 资产负债表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1273	1731	1762	2244	3040
应收票据	831	813	841	999	1175
应收账款	361	308	460	607	785
预付款项	77	115	122	129	137
其他应收款	76	47	71	84	99
存货	418	490	507	581	657
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	1153	1245	1295
在建工程	234	292	484	479	405
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
资产总计	5631	6091	6645	7610	8835
短期借款	12	20	0	0	0
应付票据	184	105	136	156	176
应付账款	446	501	527	603	683
预收款项	194	103	73	37	-4
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
负债合计	1677	1627	1656	1739	1823
股东权益合计	3951	4464	4989	5870	7012

表 2: 利润表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4853	4365	5360	6366	7485
营业成本	2396	1686	2177	2491	2819
营业税金及附加	20	21	24	28	33
销售费用	1166	1356	1718	2041	2400
管理费用	368	386	420	499	586
财务费用	0	-15	-29	-34	-46
资产减值损失	26	-4	54	46	36
投资收益	8	27	14	16	20
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	885	963	1009	1312	1677
营业外收支净额	19	71	70	70	70
税前利润	904	1034	1079	1382	1747
减: 所得税	143	175	162	207	262
净利润	762	859	917	1175	1485

减：少数股东损益	52	43	76	78	99
归属于母公司的净利润	709	816	841	1097	1386
基本每股收益	0.72	0.83	0.86	1.12	1.42
稀释每股收益	0.72	0.83	0.86	1.12	1.42

表 3: 现金流量表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	762	859	917	1175	1485
折旧与摊销	113	124	117	128	137
经营活动现金流	1095	905	812	937	1186
投资活动现金流	-53	-55	-398	-196	-94
融资活动现金流	-85	-37	-383	-259	-297
现金净变动	957	813	31	482	796
期初现金余额	718	1273	1731	1762	2244
期末现金余额	1675	2087	1762	2244	3040

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

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixihong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaosen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@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。