

投资评级

谨慎推荐（首次评级）

近一年股价走势图



公司基本情况

总股本(万股)	97,890
流通股本(万股)	35,524
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	25.66

研发部

宋凯
SAC 执业证书编号: S1340511070001
联系电话: 010-68858138
Email: songkai@cnpsec.com

成本上升拖累业绩增速，估值具有优势

——华润三九（000999）半年报点评

事件：

公司公布了 2011 年中报，营业收入 24.53 亿元，同比增长 23.98%；营业利润 4.94 亿元，同比增长 2.59%；利润总额 5.04 亿元，同比增长 3.38%；归属于母公司净利润 3.97 亿元，同比增长 1.90%；扣除非经常性损益后母公司净利润增速为 6.67%。基本每股收益 0.41 元。

点评：

● **成本上升拖累净利润增速。**报告期内公司营业收入实现了较高的增速，但公司主要业务盈利能力下滑明显，公司医药行业收入 20.81 亿元，同比增长了 24.04%，毛利率为 64.09%，同比减少了 3.92 个百分点，报告期内中药材和白糖价格同比涨幅在 30%以上，导致公司成本上升。医药行业收入占公司总收入比例为 84.83%，医药行业盈利能力下降拖累公司整体盈利能力下滑，报告期内公司整体毛利率为 59.21%，同比减少了 2.62 个百分点。

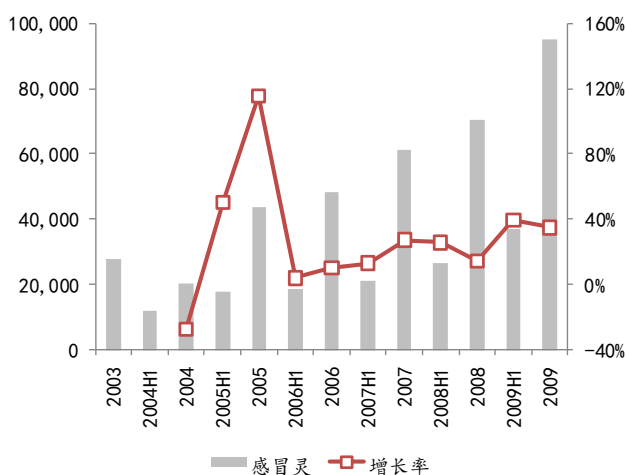
● **OTC 收入增长 29%，毛利率下滑 5 个百分点。**OTC 药品是公司医药行业的主要组成部分，报告期内，公司 OTC 业务营业收入 14.88 亿元，毛利率为 62.70%，同比减少了 5.08 个百分点。

● **感冒药增势良好，皮炎平呈现颓势，新产品是增长亮点。**公司 OTC 行业主要产品包括三九感冒灵、三九皮炎品和三九胃泰等品种。其中感冒灵近年来一直保持了较高的增长势头，2009 年的销售规模在 9.5 亿元左右，同比增速为 35%，我们预计 2011 年上半年的收入在 6.5 亿元左右，同比增速 30%。三九皮炎平是目前国内皮肤病用药市场最大的单个品种，由于皮肤病用药市场规模有限，并且近年来竞争愈发激烈，新上市品种对公司产品造成较大冲击，导致公司三九皮炎品 2009 年销售收入出现萎缩，我们预计该药物的年营业收入稳定在 3.5-3.8 亿元左右。此外，公司的三九胃泰和正天丸增速均超过 40%，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%。

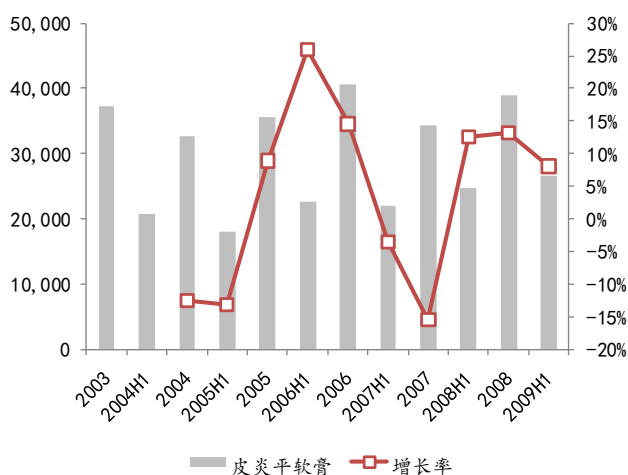
● **中药配方颗粒增速达到 44%。**报告期内，公司的中药配方颗粒实现营业收入 1.95 亿元，同比增长了 44.18%。2006-2010 年公司中药配方颗粒收入由 7122 万元增长到 2.98 亿元，复合增长率在 43%左右。由于中药配方颗粒行业的政策壁垒，竞争者相对较少，而中药配方颗粒更适合现代人紧张的生活节奏，我们认为该行业尚有较大发展空间。

- **盈利预测与投资评级。**我们预计公司 2011-2013 年每股收益为 0.94 元、1.17 元和 1.54 元,对应前一交易日收盘价 18.47 元的动态市盈率为 20 倍、16 倍和 12 倍。公司是国内 OTC 行业龙头企业之一,目前具有比较明显的估值优势,我们预计未来公司成本压力将稳中有降,我们给予公司“谨慎推荐”的投资评级。
- **风险提示。**成本上升超过预期;主导产品增速低于预期。

图表 1: 感冒灵收入增速 (单位: 万元)

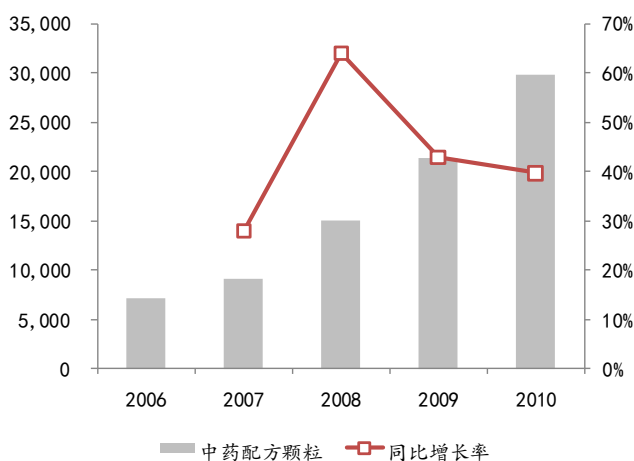


图表 2: 皮炎平收入增速 (单位: 万元)

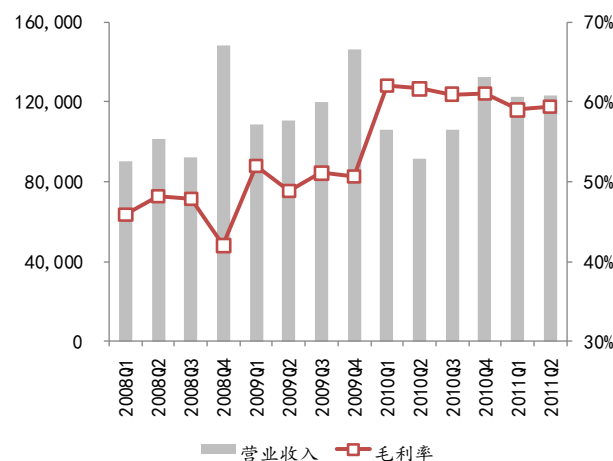


数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 3: 公司中药配方颗粒收入和毛利率情况



图表 4: 公司单季度收入和毛利率



数据来源: 公司公告, 中邮证券研发部

图表 5：华润三九盈利预测（单位：万元）

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	485,272	436,515	534,456	675,631	867,942
增长率	12.43%	-10.05%	22.44%	26.41%	28.46%
营业成本	239,607	168,623	214,424	270,050	346,656
毛利率	50.62%	61.37%	59.88%	60.03%	60.06%
营业税金及附加	2,035	2,059	3,600	3,850	4,000
销售费用	116,587	135,567	167,392	212,824	274,530
管理费用	36,763	38,553	35,915	45,943	58,152
财务费用	-20	-1,456	-2,138	-2,432	-2,604
期间费用率	31.60%	39.56%	37.64%	37.94%	38.03%
资产减值损失	2,642	-372	1,200	1,100	1,150
公允价值变动净收益	0	0	0	0	0
投资净收益	838	2,723	120	150	1,800
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	125	79	120	150	1,800
营业利润	88,497	96,263	114,183	144,447	187,858
加：营业外收入	3,063	7,959	4,000	0	0
减：营业外支出	1,113	819	1,500	0	0
其中：非流动资产处置净损失	272	276	750	0	0
利润总额	90,446	103,403	116,683	144,447	187,858
减：所得税	14,287	17,492	18,156	22,389	29,306
所得税率	15.80%	16.92%	15.56%	15.50%	15.60%
加：未确认的投资损失	0	0	0	0	0
加：净利润差额(特殊报表科目)	0	0	0	0	0
加：净利润差额(合计平衡项目)	0	0	0	0	0
净利润	76,159	85,910	98,527	122,058	158,552
增长率	40.74%	12.80%	14.69%	23.88%	29.90%
减：少数股东损益	5,210	4,312	6,200	7,150	8,000
归属于母公司所有者的净利润	70,949	81,598	92,327	114,908	150,552
增长率	41.87%	15.01%	13.15%	24.46%	31.02%
基本每股收益(元)	0.72	0.83	0.94	1.17	1.54

数据来源：公司公告，中邮证券研发部

中邮证券投资评级标准

股票投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 20%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，股票涨幅高于沪深 300 指数 10%—20%；
中性： 预计未来 6 个月内，股票涨幅介于沪深 300 指数-10%—10%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，股票涨幅低于沪深 300 指数 10%以上；

行业投资评级标准：

- 强于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅高于沪深 300 指数 5%以上；
中性： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅介于沪深 300 指数-5%—5%之间；
弱于大市： 预计未来 6 个月内，行业指数涨幅低于沪深 300 指数 5%以上；

可转债投资评级标准：

- 推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 10%以上；
谨慎推荐： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅高于中信标普可转债指数 5%—10%；
中性： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅介于中信标普可转债指数-5%—5%之间；
回避： 预计未来 6 个月内，可转债涨幅低于中信标普可转债指数 5%以上；

分析师声明

撰写此报告的分析师（一人或多人）承诺本机构、本人以及财产利害关系人与所评价或推荐的证券无利害关系。

本报告所采用的数据均来自我们认为可靠的目前已公开的信息，并通过独立判断并得出结论，力求独立、客观、公平，报告结论不受本公司其他部门和人员以及证券发行人、上市公司、基金公司、证券资产管理公司、特定客户等利益相关方的干涉和影响，特此声明。

免责声明

中邮证券有限责任公司具备经中国证监会批准的开展证券投资咨询业务的业务资格。

本报告信息均来源于公开资料或者我们认为可靠的资料，我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价，中邮证券有限责任公司不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

中邮证券有限责任公司可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

中邮证券有限责任公司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头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者其他金融产品等相关服务。

本报告旨在发送给中邮证券有限责任公司的特定客户及其他专业人士。报告版权仅为中邮证券有限责任公司所有，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。如引用发布，需注明出处为中邮证券有限责任公司研发部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

中邮证券有限责任公司对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司简介

中邮证券有限责任公司（以下简称“公司”）是经中国证券监督管理委员会批准设立，注册地及公司总部设在西安，目前主要从事证券经纪、证券自营、证券投资咨询、证券投资基金销售业务的一家正处于稳健成长中的证券公司。公司股东为：中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司、西安市财政局、西安市莲湖区财政局、西安市阎良区财政局，公司注册资本金为 5.6 亿元人民币。

公司的前身“西安华弘证券经纪有限责任公司”成立于 2002 年，从事单一经纪业务。2006 年 4 月，公司完成了第一次增资扩股，引进中国邮政集团公司、北京市邮政公司、中国集邮总公司三家股东；2009 年 3 月，公司新增证券自营和证券投资咨询业务资格，完成了由单一业务范围向多元化经营的突破；2009 年 10 月，经中国证监会和国家工商总局审批同意后，公司在西安市工商局办理了登记注册手续，正式更名为“中邮证券有限责任公司”；2009 年 10 月 21 日，西安市工商局为公司换发了新的《经营证券业务许可证》；2010 年 11 月，公司取得证券投资基金销售业务资格，使得公司经营业务种类更趋多元化。

公司现下设四个证券营业部，分别为西安南大街证券营业部、西安电子二路证券营业部、阎良人民路证券营业部和北京西直门北大街证券营业部。公司现有员工 200 余名，保有客户数量 5 万余人，管理客户资产逾 50 亿元。

业务简介

■ 证券经纪业务

公司经中国证监会批准，开展证券经纪业务。业务内容包括：证券的代理买卖；代理证券的还本付息、分红派息；证券代保管、鉴证；代理登记开户；

公司为投资者提供现场、自助终端、电话、互联网、手机等多种委托通道。公司开展网上交易业务已经中国证券监督管理委员会核准。

公司全面实行客户交易资金第三方存管。目前存管银行有：中国工商银行、中国建设银行、中国银行、民生银行、兴业银行、招商银行、北京银行、华夏银行。

■ 证券自营业务

公司经中国证监会批准，开展证券自营业务。使用自有资金和依法筹集的资金，以公司的名义开设证券账户买卖依法公开发行或中国证监会认可的其他有价证券的自营业务。自营业务内容包括权益类投资和固定收益类投资。

■ 证券投资咨询业务

公司经中国证监会批准开展证券投资咨询业务。为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议。