

制药业务强劲增长，超额完成业绩承诺

推荐 维持评级

分析师：李鹰鹏 邮箱：liyongpeng@chinastock.com.cn 电话：010-66568483

一、事件

2010年2月22日晚，三九医药发布2009年业绩快报：2009年实现营业收入48.53亿元，同比增长12.43%，营业利润8.85亿元，同比增长39.37%，净利润7.09亿元，同比增长41.86%，每股收益0.72元。

二、我们的分析与判断

(一) 公司超额完成了股改时的业绩承诺

公司控股股东新三九控股有限公司（已更名为华润医药控股有限公司，以下简称“华润医药控股”）承诺，公司在股权分置改革实施后，若公司的经营业绩无法达到设定目标，将向流通股股东追送股份一次（追送完毕后，此承诺自动失效）。具体内容如下：（1）触发以下任一条件，则华润医药控股履行支付追加股份的义务：1）三九医药 2008 年度实现的基本每股收益低于 0.50 元/股；2）三九医药 2009 年度实现的基本每股收益低于 0.65 元/股。……

从实际情况看，公司 2008、2009 年的每股收益分别为 0.51、0.72 元，超额完成了业绩承诺，控股股东不必再追送股份。

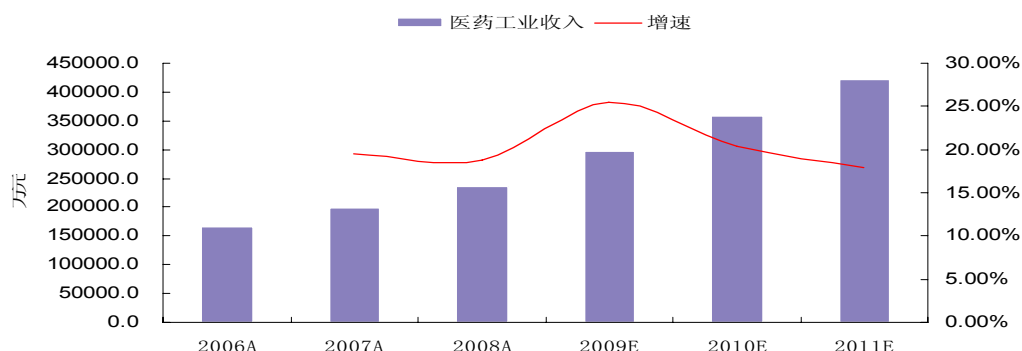
(二) 制药业务强劲增长、收购和税收因素促使业绩快速增长

1、制药业务强劲增长是业绩大幅增长的主要原因

报告期内，公司营业收入增长 12.43%，其中制药业务增长超过 25%。

特别需要指出的是，由于 2008 年的收入中有 4.08 亿元的非经常性收入（房地产收入），若剔除该部分收入，则 2009 年公司营业收入同比增幅达到 24.16%（未剔除收购因素）。

图 1：三九医药的医药工业收入保持快速增长



资料来源：wind 中国银河证券研究所

我们判断公司制药业务的两大类（OTC 和处方药）都取得了快速增长，且随着基本药物制度的实施、品类和渠道规划的推广以及新品种的逐步放量，未来可能形成感冒用药、皮肤病用药、抗肿瘤用药、心血管病用药等多个销售收入达到或者超过 10 亿元的产品品类，从而彻底摆脱对单一品种的过度依赖，并不断培育出新的增长点，促进制药业务保持较快增速。

2、收购对业绩提升有正面价值

报告期内公司收购了金蟾生化（8 月份以后并表）等公司，虽然规模都不大，但对于提升收入和利润水平有正面价值。

我们预期公司仍将继续寻找并购对象，以进一步完善产品线，并为品类规划的全面推行进行准备。

3、税收优惠对业绩提升有小幅贡献

报告期公司本部取得高新技术企业资格，享受15%所得税率的税收优惠政策（拟认定高新技术企业公示期已结束，尚未取得正式批文）。初步测算显示约可提升利润6000万元，合每股收益0.06元。

我们认为公司取得高新技术企业的正式批文没有问题，今后将继续享受税收优惠。

三、投资建议

我们对公司的盈利预测进行小幅调整，预计公司 2009、2010、2011 年的收入分别为 48.53、46.24、54.43 亿元（因剥离了医药商业，故 2010 年收入有所下降），净利润分别为 7.09、8.57、10.82 亿元，2008-2011 年收入和利润的复合增速分别为 8.04%、29.32%，EPS 分别为 0.72、0.88、1.10 元。

虽然甲型流感疫情结束后感冒品类增速将有所减缓，但由于公司的三九胃泰、正天丸等产品进入基本药物目录，三九胃泰、正天丸、华蟾素等多种产品进入医保药品目录，所以公司是新医改明确受益者；同时，公司逐步加强研发，通过并购等手段不断完善产品线，不断完善品类规划和渠道规划工作，未来的成长潜力依然巨大，持续较快成长仍可期待。

由于 12 个月内，市场估值水平将由 2010 年到 2011 年过渡，届时若保守给予 2010 年 30 倍 PE，合理估值为 26.40 元；若采用 DCF（WACC=8.45%，g=1%）法进行估值，合理估值为 27.21 元。综合绝对和相对估值方法，我们认为公司 12 个月内合理估值将达到 26.40-27.21 元，当前股价仍然低估，维持“推荐”评级。

若出现业绩继续超出市场预期、进行有效的并购等催化因素，公司估值有望进一步提升，12 个月内或可达到 2010 年 35 倍或 2011 年 30 倍，对应价格为 30.80-33.00 元。

我们将继续对公司予以跟踪，并在年报披露后对盈利预测进行微调以更准确的反映公司情况。

财务预测

表 1: 三九医药财务预测表

资产负债表	2007	2008	2009E	2010E	2011E	利润表 (百万元)	2007	2008	2009E	2010E	2011E
货币资金	846.6	718.1	727.9	1244.6	1935.6	营业收入	3477.6	4316.2	4852.7	4624.3	5442.6
应收票据	659.5	677.6	841.1	801.5	943.3	营业成本	1810.6	2352.9	2441.3	1649.5	1910.2
应收账款	396.7	430.6	531.8	506.8	596.5	营业税金及附加	15.4	37.5	42.1	40.1	47.2
预付款项	38.0	29.8	21.3	15.5	8.9	销售费用	829.6	960.7	1188.9	1433.5	1632.8
其他应收款	3992.9	236.3	727.9	693.6	816.4	管理费用	234.9	311.3	310.6	416.2	489.8
存货	627.4	484.3	540.5	365.2	422.9	财务费用	106.6	5.7	1.3	5.6	-3.3
其他流动资产	10.1	10.0	10.0	10.0	10.0	资产减值损失	150.5	22.2	0.0	0.0	0.0
长期股权投资	20.2	16.2	16.2	16.2	16.2	公允价值变动收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
固定资产	743.8	1047.6	1128.9	1184.3	1203.2	投资收益	8.5	9.1	16.5	2.0	2.0
在建工程	355.2	208.3	204.1	202.1	176.0	汇兑收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
工程物资	47.7	0.7	0.7	0.7	0.7	营业利润	338.4	635.0	885.0	1081.3	1367.9
无形资产	81.6	1094.9	985.4	875.9	766.4	营业外收支净额	62.4	11.0	19.5	10.0	10.0
长期待摊费用	16.8	12.6	11.3	10.1	8.8	税前利润	400.8	646.0	904.5	1091.3	1377.9
资产总计	7937.7	5051.5	5632.2	5930.6	6909.1	减: 所得税	108.9	104.9	167.3	201.9	254.9
短期借款	3102.7	95.5	268.4	0.0	0.0	净利润	291.9	541.1	737.1	889.4	1123.0
应付票据	27.5	116.3	59.3	40.0	46.4	母公司净利润	281.9	500.1	709.4	856.7	1081.7
应付账款	466.3	597.2	611.2	413.0	478.2	少数股东损益	10.0	41.1	27.7	32.7	41.3
预收款项	552.1	146.5	146.5	146.5	146.5	基本每股收益	0.29	0.51	0.72	0.88	1.10
应付职工薪酬	62.3	85.2	85.2	85.2	85.2	稀释每股收益	0.29	0.51	0.72	0.88	1.10
应交税费	106.4	158.4	158.4	158.4	158.4	财务指标					
其他应付款	179.9	242.8	242.8	242.8	242.8	成长性					
其他流动负债	133.8	182.2	209.0	197.6	238.5	营收增长率	18.6%	24.1%	12.4%	-4.7%	17.7%
长期借款	26.3	14.6	14.6	14.6	14.6	EBIT 增长率	20.9%	11.4%	33.0%	24.7%	25.6%
预计负债	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	净利润增长率	33.1%	77.4%	41.9%	20.8%	26.3%
负债合计	4979.4	1638.8	1946.0	1498.1	1410.7	盈利性					
股东权益合计	2958.3	3412.7	3686.2	4432.5	5498.4	销售毛利率	47.9%	45.5%	49.7%	64.3%	64.9%
现金流量表						销售净利率	8.1%	11.6%	14.6%	18.5%	19.9%
净利润	291.9	541.1	737.1	889.4	1123.0	ROE	9.5%	14.7%	19.2%	19.3%	19.7%
折旧与摊销	81.0	93.4	245.2	257.3	267.9	ROIC	7.00%	15.55%	17.86%	19.88%	20.14%
经营现金流	605.3	1116.4	217.6	1201.4	1092.7	估值倍数					
投资现金流	-226.7	-1263.0	-183.5	-198.0	-148.0	PE	80.7	45.5	32.1	26.6	21.0
融资现金流	-154.3	21.3	-24.2	-486.8	-253.7	P/S	6.5	5.3	4.7	4.9	4.2
现金净变动	224.3	-125.3	9.8	516.7	691.1	P/B	7.7	6.7	6.2	5.1	4.1
期初现金余额	548.9	846.6	718.1	727.9	1244.6	股息收益率	0.0%	0.0%	0.9%	0.9%	1.1%
期末现金余额	773.2	721.3	727.9	1244.6	1935.6	EV/EBITDA	37.8	29.9	20.2	16.2	13.0

资料来源: 中国银河证券研究所

DCF 估值与合理价格

表 2: 三九医药 DCF 折现模型

单位 (万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E	2017E	2018E
EBIT	65383.2	86983.2	108494.1	136258.0	158011.1	180932.2	208366.1	238043.5	271911.7	308921.8	350900.7
所得税	10612.6	16091.9	20071.4	25207.7	29232.1	33472.5	38547.7	44038.0	50303.7	57150.5	64916.6
NOPLAT	42754.7	54770.5	70891.3	88422.7	111050.3	128779.1	147459.8	169818.4	194005.4	221608.0	251771.3
营运资金净变动	-11.3	355902.6	-82038.4	5107.0	-29282.4	-26517.8	-27719.4	-29389.3	-29413.0	-33101.9	-36242.1
资本支出	-10995.6	-20000.0	-20000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0	-15000.0
自由现金流	409017.5	-6626.0	99263.2	93557.7	115029.1	133447.3	155055.6	180128.6	204947.2	232872.7	263548.1

WACC	8.45%	Ke	11.9%	27.21		永续增长率 g				
永续增长率	1%	Kd	0.5%			0.00%	0.50%	1.00%	1.50%	2.00%
终值	128447.6	t	25.0%	加权资本成本 WACC	6.95%	31.53	33.18	35.12	37.41	40.16
企业价值	2692231.4	Rf	4.5%		7.45%	29.10	30.47	32.06	33.92	36.11
非核心资产价值	146220.3	E(Rm)	14.5%		7.95%	26.99	28.14	29.46	30.99	32.77
债务价值	28298.91	Rm - Rf	10.0%		8.45%	25.14	26.12	27.21	28.49	29.95
股权价值	2663932.5	D/A	1.2%		8.95%	23.51	24.34	25.28	26.35	27.56
股本 (万股)	97890.0	E/A	98.8%		9.45%	22.07	22.78	23.58	24.48	25.50
每股价值 (元)	27.21	Beta	0.74		9.95%	20.78	21.39	22.08	22.85	23.71

资料来源: 中国银河证券研究所

分析师简介

李鹰鹏

银河证券医药行业分析师。北京大学光华管理学院 MBA，拥有 9 年证券投资经验，2007 年加入银河证券研究所，负责医药行业，本科毕业于中国医科大学，曾就职于中国医学科学院阜外心血管病医院等医疗机构，有 7 年临床工作经验和 3 年医院管理经验。

在上海证券报、朝阳永续等联合举办的 2008 年度中国证券行业“最佳伯乐奖”评选活动获得“优秀组合个人奖”；在由今日投资主办的“2009 年（暨 2008 年度）中国最佳证券分析师”评选中获得“明星分析师入围奖”。

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20%及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%-20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10%及以上。该评级由分析师给出。

医药行业分析师覆盖股票范围：

恒瑞医药（600196.SH）、三九医药（000999.SZ）、信立泰（002294.SZ）、双鹤药业（600062.SH）、一致药业（000028.SZ）、国药股份（600511.SH）、哈药股份（600664.SH）、复星医药（600196.SH）、康缘药业（600557.SH）、上海莱士（002252.SZ）、上海医药（600849.SH）、天坛生物（600161.SH）、科华生物（002022.SZ）

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究所

北京市西城区金融街 35 号国际企业大厦 C 座 100032

电话：010-66568888

传真：010-66568641

网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区联系：010-66568849

上海地区联系：010-66568281

深圳广州地区联系：010-66568908