

中药 III

李昱

010-66276861

liyu@cjis.cn

华润三九

000999

推荐

增长确定 价值低估

6-12个月目标价: 31.85元

当前股价: 24.78元

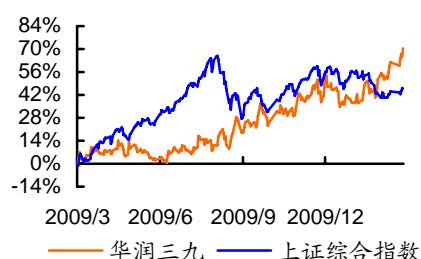
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3051.94
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	88
EPS (TTM)	0.64
每股净资产(元)	3.49
资产负债率	32.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华润三九	21.29	18.17	34.60
上证综合指数	1.08	-3.75	2.84



相关报告

《华润三九-华润三九发展加速》
2009-11-23
《华润三九-业绩大幅增长 估值存在提升空间》2009-8-6
《华润三九-股改过后迎来新发展》
2009-3-15

投资要点:

- 公司09年实现营业收入48.53亿元,同比增长12%,营业利润8.85亿元,同比增长39%,归属于上市公司股东净利润7.09亿元,同比增长42%,略超市场预期,主要原因在于公司制药业务增长迅速,以及公司将取得高新技术企业资格,所得税率调整为15%。
- 公司收入增长12%,增幅不高,主要原因是08年有部分房地产收入,公司主业医药制造业增长高达31%。从四大业务模块来看,OTC增长30%,远快于行业水平,公司的品牌与渠道优势明显体现,公司重点规划的品牌感冒灵系列增长35%,三九胃泰增长25%,而皮炎平与正天丸略有下降。中药处方药增长37%,扣除新收购的金蟾生化华蟾素收入同口径增长20%左右,其中重点品种参附增长19%。中药配方颗粒保持了43%的高速增长,而抗生素制剂增长达到31%,其中五水头孢唑林钠增长30%,原料销售有所削减。
- 华润三九是华润完全控制的最大一块医药资产,华润入主给三九带来的最大价值是清晰的发展战略,是华润集团中药业务的发展平台,公司09年将食品业务及医药连锁剥离,未来将聚焦医药主业。而公司更名为华润三九医药,也预示着公司在华润整合做大医药业务的背景下将会迎来更好的发展机会。
- 公司10年发展规划清晰:1、核心的OTC业务保持稳定增长,重点推进皮肤病药物品类规划,2、处方药重点进行华蟾素的营销调整,进行学术营销体系建设,3、针对基本药物制度推行,重点运作三九胃泰与正天丸等品种,4、争取在中药配方颗粒标准制定中取得话语权,5、继续通过并购丰富各产品线。
- 华润三九自华润入主以来稳步快速增长,我们预测公司10、11、12年EPS分别为0.91、1.16、1.46元,目前估值水平明显低于行业,建议长期持有,维持“推荐”的投资评级,6-12月目标价格31.85元。

主要财务指标

单位:百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4853	4441	5503	6803
同比(%)	11%	-8%	24%	24%
归属母公司净利润(百万元)	709	888	1131	1428
同比(%)	42%	25%	27%	26%
毛利率(%)	50.6%	63.7%	64.2%	64.6%
ROE(%)	19.2%	19.4%	19.8%	20.0%
每股收益(元)	0.72	0.91	1.16	1.46
P/E	34.44	27.51	21.60	17.11
P/B	6.63	5.34	4.28	3.42
EV/EBITDA	23	19	15	12

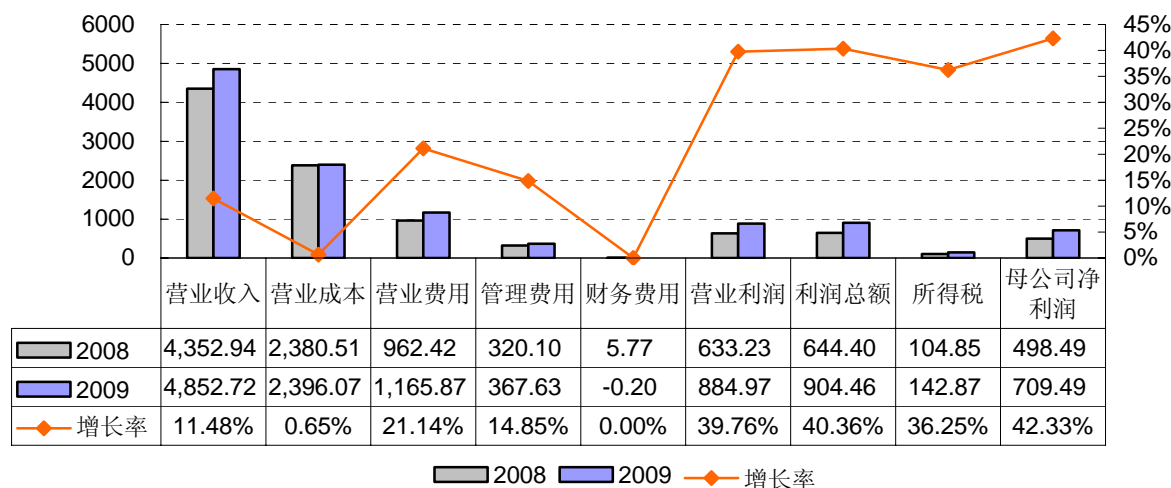
一、增长略超预期

公司 09 年实现营业收入 48.53 亿元，同比增长 12%，营业利润 8.85 亿元，同比增长 39%，归属于上市公司股东净利润 7.09 亿元，同比增长 42%，略超市场预期，主要原因在于公司制药业务增长迅速，以及公司高新技术企业资格公示结束，将取得高新技术企业资格，所得税率调整为 15%。

公司收入增长 12%，增幅不高，主要原因是 08 年有部分房地产收入，而公司主业医药制造业增长高达 31%，此外医药商业增长 5%。

从四大业务模块来看，OTC 增长 30%，远快于行业 15% 左右的增长水平，也超出了市场预期，作为销售规模超过 20 亿的业务，这种增长速度令人赞叹，公司的品牌与渠道优势明显体现，增长的关键来自于公司重点规划的品牌感冒灵系列，增长 35%，而另一主要品种三九胃泰增长 25%，09 年并未重点推进的皮炎平与正天丸略有下降。中药处方药增长 37%，公司 09 年 7 月收购了安徽金蟾生化，8 月份开始合并报表，扣除新收购的金蟾生化华蟾素收入，同口径增长在 20% 左右，其中重点品种参附增长 19%。中药配方颗粒保持了 43% 的高速增长，而抗生素制剂增长达到 31%，其中五水头孢唑林钠增长 30%，原料销售有所削减。

图 1 三九医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

华润三九是华润完全控制的最大一块医药资产，华润入主给三九带来的最大价值是清晰的发展战略，是华润集团中药业务的发展平台，公司 09 年将食品业务及医药连锁剥离，未来将聚焦医药主业。而公司更名为华润三九医药，

也预示着公司在华润整合做大医药业务的背景下将会迎来更好的发展机会。

从季度数据来看，公司 4 季度的收入同比下降，原因是去年同期有房地产业务，主业保持较快增长，利润创单季度新高。

表 1：三九医药的季度盈利性数据

财务指标	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q
营业收入	924.47	1,004.01	930.84	1,493.62	1,089.47	1,106.22	1,196.35	1,460.68
营业成本	497.77	527.76	487.19	867.78	523.20	566.33	585.31	721.22
营业费用	251.34	230.87	210.86	269.35	277.92	251.62	300.25	336.08
管理费用	63.73	67.26	68.32	120.79	64.59	76.76	76.50	149.79
财务费用	1.69	1.52	1.98	0.58	1.08	0.38	-1.46	-0.19
营业利润	107.51	168.69	195.07	161.96	219.80	200.55	230.59	234.04
利润总额	112.30	166.34	197.66	168.10	223.12	204.41	230.00	246.92
所得税	23.19	30.32	25.49	25.85	43.24	34.89	43.16	21.58
归属于母公司								
净利润	82.53	126.30	159.72	129.95	166.26	158.27	172.29	212.67
收入增长率	31.48%	12.87%	15.11%	38.78%	17.85%	10.18%	28.52%	-2.21%
毛利率	46.16%	47.43%	47.66%	41.90%	51.98%	48.80%	51.08%	50.62%
营业费用率	27.19%	23.00%	22.65%	18.03%	25.51%	22.75%	25.10%	23.01%
管理费用率	6.89%	6.70%	7.34%	8.09%	5.93%	6.94%	6.39%	10.25%
三项费用率	34.26%	29.84%	30.21%	26.16%	31.54%	29.72%	31.37%	33.25%
实际所得税率	20.65%	18.23%	12.90%	15.38%	19.38%	17.07%	18.76%	8.74%

资料来源：三九医药历年报表、中投证券研究所

二、业绩增长确定，值得长期投资

公司战略发展规划清晰，10 年的重点工作包括：

1、核心的 OTC 业务保持稳定增长，重点推进皮肤病药物品类规划，公司新收购南昌百安，南昌百安拥有 15 个皮肤病领域药品，公司 10 年将重点运作其中部分产品。

2、处方药重点进行华蟾素的营销调整，进行学术营销体系建设。华蟾素是 09 年国家医保甲类品种唯一的一个抗肿瘤中药注射剂，我们预计未来有望达到 5 亿元的销售规模。

3、针对基本药物制度今年的推行，公司将重点运作三九胃泰与正天丸等品种，并通过医院终端和第三终端带动 OTC 终端销售。

4、争取在中药配方颗粒标准制定中取得话语权。

5、继续通过并购手段丰富各产品线。

华润三九自华润入主以来稳步快速增长，我们预测公司 10、11、12 年 EPS 分别为 0.91、1.16、1.46 元，目前估值水平明显低于行业，建议长期持有，维持“推荐”的投资评级，6-12 月目标价格 31.85 元。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3037	3649	4917	6577	营业收入	4853	4441	5503	6803
现金	1273	2199	3125	4368	营业成本	2396	1612	1969	2407
应收账款	361	330	409	506	营业税金及附加	20	19	23	29
其它应收款	76	46	57	70	营业费用	1166	1332	1651	2041
预付账款	77	32	39	48	管理费用	368	336	417	515
存货	418	281	344	420	财务费用	-0	-12	-20	-31
其他	831	761	942	1165	资产减值损失	26	26	26	26
非流动资产	2594	2761	2818	2862	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	17	20	20	20	投资净收益	8	0	0	0
固定资产	1117	1344	1469	1533	营业利润	885	1127	1437	1815
无形资产	1137	1137	1137	1137	营业外收入	31	15	15	15
其他	323	259	192	171	营业外支出	11	10	10	10
资产总计	5631	6410	7735	9439	利润总额	904	1132	1442	1820
流动负债	1610	1464	1574	1745	所得税	143	179	228	288
短期借款	12	50	50	50	净利润	762	953	1214	1533
应付账款	446	300	366	448	少数股东损益	52	65	83	105
其他	1152	1114	1158	1248	归属母公司净利润	709	888	1131	1428
非流动负债	70	40	40	40	EBITDA	998	1236	1567	1957
长期借款	40	40	40	40	EPS (元)	0.72	0.91	1.16	1.46
其他	30	0	0	0	主要财务比率				
负债合计	1680	1504	1613	1785	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	265	330	413	518	成长能力				
股本	979	979	979	979	营业收入	11.5%	-8.5%	23.9%	23.6%
资本公积	1341	1341	1341	1341	营业利润	39.8%	27.4%	27.5%	26.3%
留存收益	1368	2256	3388	4816	归属于母公司净利润	42.3%	25.2%	27.4%	26.2%
归属母公司股东权益	3686	4576	5708	7136	获利能力				
负债和股东权益	5631	6410	7735	9439	毛利率	50.6%	63.7%	64.2%	64.6%
现金流量表					净利率	14.6%	20.0%	20.6%	21.0%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	19.2%	19.4%	19.8%	20.0%
经营活动现金流	855	1076	1094	1412	ROIC	31.6%	38.2%	42.9%	48.7%
净利润	762	953	1214	1533	偿债能力				
折旧摊销	113	121	149	172	资产负债率	29.8%	23.5%	20.9%	18.9%
财务费用	-0	-12	-20	-31	净负债比率	3.07%	5.95%	5.55%	5.02%
投资损失	-8	0	0	0	流动比率	1.89	2.49	3.12	3.77
营运资金变动	-62	220	-334	-372	速动比率	1.62	2.30	2.90	3.52
其它	51	-206	84	110	营运能力				
投资活动现金流	-93	-200	-188	-200	总资产周转率	0.91	0.74	0.78	0.79
资本支出	193	200	200	200	应收账款周转率	6	6	7	7
长期投资	-80	-0	0	0	应付账款周转率	4.59	4.32	5.91	5.91
其他	20	-0	12	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-213	50	20	31	每股收益(最新摊薄)	0.72	0.91	1.16	1.46
短期借款	-83	38	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.10	1.12	1.44
长期借款	25	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.77	4.67	5.83	7.29
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-6	0	0	0	P/E	34.44	27.51	21.60	17.11
其他	-148	12	20	31	P/B	6.63	5.34	4.28	3.42
现金净增加额	549	926	926	1243	EV/EBITDA	23	19	15	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434