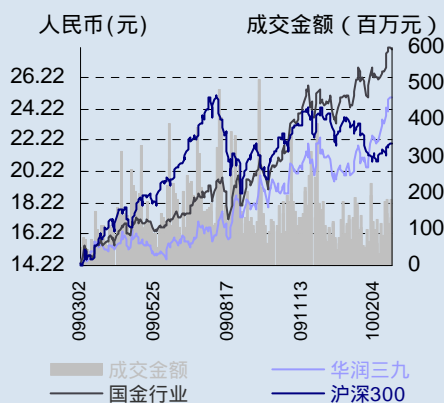


2010年03月02日

市场数据(人民币)

市价(元)	24.93
已上市流通A股(百万股)	355.24
总市值(百万元)	24,403.98
年内股价最高最低(元)	24.96/14.52
沪深300指数	3311.24
深证成指	12548.91
2008年股息率	0.00%


相关报告

- 1 《符合预期的快速发展》，2009.10.29
- 2 《医药巨头重建辉煌》，2009.9.22

分析师:黄挺

 (8621)61038218
 huangting@gjzq.com.cn

联系人:李龙俊

 (8621)61038315
 lij@gjzq.com.cn

李敬雷

 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

中国上海黄浦区中山南路 969 号谷泰滨江大厦 15A 层 (200011)

华润三九 (000999.SZ)

——靓丽年报完美收官

公司基本情况(人民币)

项目	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.286	0.511	0.725	0.892	1.098	1.330
净利润增长率	69.65%	78.73%	41.87%	23.11%	23.06%	21.12%
先前预期每股收益(元)			0.663	0.835	1.049	
市场 EPS 预测均值(元)	N/A	N/A	N/A	0.874	1.102	N/A
市盈率(倍)	83.41	28.29	27.54	27.95	22.70	18.74
行业优化市盈率(倍)	61.34	35.34	66.23	66.23	N/A	N/A
市场优化市盈率(倍)	45.72	15.55	29.70	29.70	N/A	N/A
PE/G(倍)	1.20	0.36	0.66	1.21	0.98	0.89
已上市流通A股(百万股)	260.00	338.00	346.33	346.33	346.33	346.33
总股本(百万股)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90

来源：公司年报、国金证券研究所 注：“市场 EPS 预测均值”取自“朝阳永续一致预期数据”

基本结论

- 公司 2 月底已经公布了业绩快报，基本业绩如下：2009 年公司实现销售收入增长 12.43%；归属于母公司所有者的净利润为 7.09 亿元，同比增长 41.8%；实现每股收益 0.72 元，基本符合我们的预期。
- 根据年报披露的具体信息，我们发现公司聚焦医药主业的步伐正在稳步推进：
 - ◆ 公司制药业务营业收入较上年同期增长 30.6%，占总营业额比重较去年提高 9 个百分点；
 - ◆ 2009 年公司出售了深圳市三九医药连锁股份有限公司、汉源三九黎红食品有限公司等与公司战略不一致的资产。同时，收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂以及上海百安（南昌）制药有限公司，补充了抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片以及 15 个皮肤类品种。
- 2010 年，公司将对皮肤用药实施品类规划，新增加 5 个品种；并重点推广前期收购的华蟾素系列产品；同时，公司将会着重加大对研发的投入，加快新产品的研发进度和研发质量。
- 我们预计公司 2010-2012 年的 EPS 为：0.892 元、1.098 元和 1.330 元。我们认为，公司未来的成长空间仍然很大；同时，管理层也针对公司的状况和行业的趋势，制定了清晰可行的发展战略；我们对公司重拾辉煌充满信心，继续给予“买入”的投资评级。

2009 年公司快速增长

净利润增长 41.86%，每股收益 0.72 元

- 公司公布 2009 年年报快报，2009 年公司实现销售收入 48.53 亿元，同比增长 12.43%；归属于母公司所有者的净利润为 7.09 亿元，同比增长 41.8%；实现每股收益 0.72 元，基本符合我们的预期（较我们的盈利预测 0.663 元超过 8.6%）。
 - ◆ 公司制药业务营业收入较上年同期增长 30.6%，成为公司利润高速增长的主要推动力；同时，2009 年公司本部的所得税率为 15%，而去年同期为 18%。
 - ◆ 2009 年上半年公司成功收购安徽金蟾，安徽金蟾全年的销售收入略超 1 亿元。

主要医药产品增速比较可观，医药主业进一步突出

- 2009 年公司 OTC 销售额同比增长 30.7%，中药处方药销售额同比增长 37%，中药配方颗粒销售额同比增长 43%，抗生素制剂销售额同比增长 31%。随着制药业务的快速增长，其占总营业额比重较去年提高 9 个百分点。
 - ◆ 2009 年在公司销售推动以及甲流爆发的促动下，三九感冒灵增长 34.9%；三九胃泰增长 25%；参附增长 19%；五水头孢唑啉钠同比增长 30%；皮炎平、正天丸有所下降。
- 2009 年公司出售了深圳市三九医药连锁股份有限公司、汉源三九黎红食品有限公司等与公司战略不一致的资产。同时，收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂以及上海百安（南昌）制药有限公司，补充了抗肿瘤品种华蟾素注射液、华蟾素片以及 15 个皮肤类品种。
- 同时，2009 年内公司新立研发项目 16 个，获得糠酸莫米松凝胶、复方大红袍止血片生产批件。进行临床研究的项目 6 个，即将报产或处于报产阶段的项目 11 个。

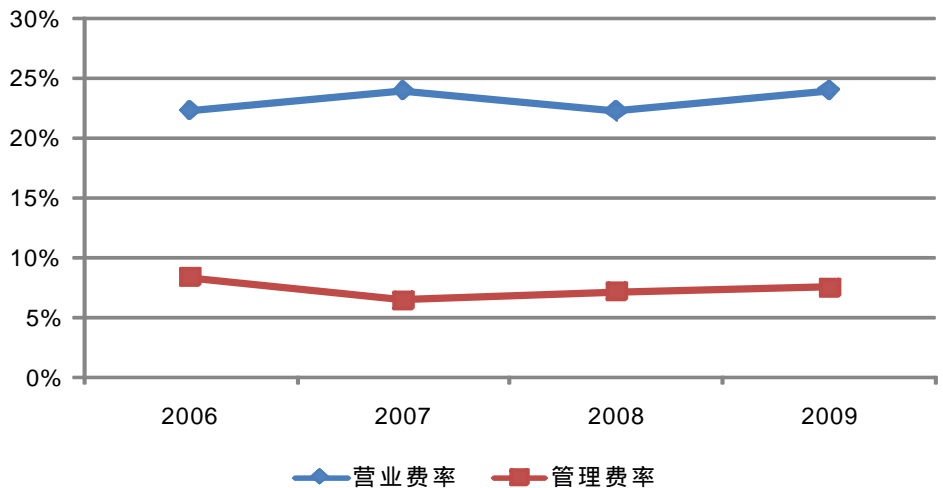
明年有望实现稳定增长

- 明年公司将对皮肤病用药开展品类规划，将投放市场包括糠酸莫米松凝胶在内的 5 个产品，丰富皮肤病用药系列。这将为公司的收入带来新的增量。
- 公司 2009 年购入安徽金蟾，该企业拥有华蟾素等优质品种；公司将在今年重点实施华蟾素等品种的市场推广，使安徽金蟾的收入规模快速增长。
- 明年基本药物制度将逐步在试点地区展开，入选基本药物目录的三九胃泰和正天丸将会迎来全新的市场。为此公司专门成立了新的正天丸队伍，期望通过基本药物提供的机会使该产品的销售规模上个新台阶。
- 中药配方颗粒仍然处于快速增长期，明年也将继续保持快速增长；中药注射液处于恢复期，也将实现较为乐观的增长。

财务分析：两费率均略有提高，现金流充裕

- 2009 年公司管理费率为 7.58%，较 2008 年提高 0.37 个百分点；营业费率为 24%，较 2008 年提高 1.7 个百分点。营业费率略有提高的主要原因是，公司制药业务快速增长，占总营业额比重较去年提高 9 个百分点。
- 2009 年公司继续保持现金流充裕的状况，全年经营活动产生的现金流量净额达到 8.55 亿元，大幅超过 7.09 亿元的当期净利润。

图表1：2009年管理费率 and 营业费率略有提升



来源：国金证券研究所

盈利预测和投资建议

- 我们对公司 2009-2011 年的盈利预测分别为：0.892 元、1.098 元和 1.330 元。

图表2：公司主要产品的收入预测

	2006	2007	2008	2009E	2010E	2011E	2012E
OTC							
销售收入 (百万元)	1,391.53	1,530.68	1,735.80	2,256.49	2,643.71	3,139.76	3,721.94
增长率 (YOY)		10.00%	13.40%	30.00%	17.16%	18.76%	18.54%
毛利率	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%	70.00%
处方药 (包括中药处方药、抗生素普药和免煎中药)							
销售收入 (百万元)	344.85	565.70	753.66	931.03	1,175.04	1,446.79	1,774.06
增长率 (YOY)		64.04%	33.23%	23.53%	26.21%	23.13%	22.62%
毛利率	54.23%	59.20%	60.28%	61.07%	61.55%	62.03%	62.96%
医药商业							
销售收入 (百万元)	933.25	901.52	986.41	1,030.79	0.00	0.00	0.00
增长率 (YOY)		-3.40%	9.42%	8.00%	0.00%	0.00%	0.00%
毛利率	12.00%	12.00%	12.00%	10.00%	0.00%	0.00%	0.00%
包装印刷							
销售收入 (百万元)	216.44	290.37	288.70	311.73	330.00	345.00	360.00
增长率 (YOY)		34.16%	-0.57%	3.91%	10.00%	9.09%	8.18%
毛利率	29.73%	31.12%	28.72%	27.00%	28.00%	28.00%	28.00%
医疗服务业务							
销售收入 (百万元)	34.67	78.24	119.67	160.00	205.00	256.25	320.21
增长率 (YOY)		125.67%	52.95%	33.70%	28.13%	25.00%	21.88%
毛利率	33.95%	34.36%	30.04%	27.50%	28.00%	28.00%	28.00%

来源：国金证券研究所

- 我们认为，公司未来的成长空间仍然很大；同时，管理层也针对公司的状况和行业的趋势，制定了清晰可行的发展战略；我们对公司重拾辉煌充满信心，继续给予“买入”的投资评级。

附录：三张报表预测摘要

损益表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
主营业务收入	3,398	4,316	4,853	4,399	5,280	6,314
增长率		27.0%	12.4%	-9.3%	20.0%	19.6%
主营业务成本	-1,781	-2,353	-2,396	-1,630	-1,950	-2,327
% 销售收入	52.4%	54.5%	49.4%	37.0%	36.9%	36.9%
毛利	1,617	1,963	2,457	2,770	3,330	3,986
% 销售收入	47.6%	45.5%	50.6%	63.0%	63.1%	63.1%
营业税金及附加	-15	-37	-20	-22	-26	-32
% 销售收入	0.5%	0.9%	0.4%	0.5%	0.5%	0.5%
营业费用	-815	-961	-1,166	-1,320	-1,584	-1,894
% 销售收入	24.0%	22.3%	24.0%	30.0%	30.0%	30.0%
管理费用	-221	-311	-368	-330	-385	-442
% 销售收入	6.5%	7.2%	7.6%	7.5%	7.3%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	565	654	903	1,098	1,334	1,619
% 销售收入	16.6%	15.1%	18.6%	25.0%	25.3%	25.6%
财务费用	-102	-6	0	-5	2	-1
% 销售收入	3.0%	0.1%	0.0%	0.1%	0.0%	0.0%
资产减值损失	-147	-22	-26	-19	-16	-16
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	9	9	8	9	9	9
% 税前利润	2.4%	1.4%	0.9%	0.8%	0.7%	0.6%
营业利润	326	635	885	1,083	1,329	1,611
营业利润率	9.6%	14.7%	18.2%	24.6%	25.2%	25.5%
营业外收支	59	11	19	15	15	15
税前利润	384	646	904	1,098	1,344	1,626
利润率	11.3%	15.0%	18.6%	25.0%	25.5%	25.7%
所得税	-100	-105	-143	-165	-202	-244
所得税率	26.1%	16.2%	15.8%	15.0%	15.0%	15.0%
净利润	284	541	762	933	1,143	1,382
少数股东损益	4	41	52	60	68	80
归属于母公司的净利润	280	500	709	873	1,075	1,302
净利率	8.2%	11.6%	14.6%	19.9%	20.4%	20.6%

现金流量表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	284	541	762	933	1,143	1,382
少数股东损益	0	0	0	0	0	0
非现金支出	228	116	139	282	257	240
非经营收益	148	4	17	27	-21	-21
营运资金变动	-55	455	-62	-287	-92	-108
经营活动现金净流	605	1,116	856	956	1,287	1,492
资本开支	-226	-1,198	-186	-139	-154	-155
投资	4	-66	93	-1	0	0
其他	-4	1	0	9	9	9
投资活动现金净流	-227	-1,263	-93	-131	-145	-146
股权募资	0	0	0	0	-219	0
债权募资	-92	-7	24	-34	0	1
其他	-63	28	-238	-4	-130	-130
筹资活动现金净流	-155	21	-213	-38	-349	-129
现金净流量	224	-126	550	787	793	1,217

来源：公司年报、国金证券研究所

资产负债表 (人民币百万元)

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	825	718	1,273	2,060	2,853	4,071
应收款项	5,025	1,344	1,268	1,158	1,390	1,662
存货	602	484	418	313	374	446
其他流动资产	47	40	78	51	61	72
流动资产	6,499	2,587	3,037	3,582	4,678	6,251
% 总资产	83.6%	51.2%	53.9%	59.7%	66.7%	73.4%
长期投资	50	20	34	35	34	34
固定资产	1,082	1,257	1,352	1,432	1,505	1,573
% 总资产	13.9%	24.9%	24.0%	23.9%	21.5%	18.5%
无形资产	73	1,117	1,156	949	789	652
非流动资产	1,275	2,465	2,594	2,418	2,331	2,262
% 总资产	16.4%	48.8%	46.1%	40.3%	33.3%	26.6%
资产总计	7,773	5,051	5,631	6,000	7,009	8,513
短期借款	3,104	95	12	0	0	0
应付款项	1,202	1,103	1,090	877	1,050	1,252
其他流动负债	568	426	511	324	364	410
流动负债	4,874	1,624	1,613	1,201	1,413	1,662
长期贷款	16	15	40	40	40	41
其他长期负债	0	0	27	0	0	0
负债	4,890	1,639	1,680	1,241	1,453	1,702
普通股股东权益	2,730	3,200	3,686	4,434	5,163	6,337
少数股东权益	154	213	265	325	393	473
负债股东权益合计	7,773	5,051	5,631	6,000	7,009	8,513

比率分析

	2007	2008	2009	2010E	2011E	2012E
每股指标						
每股收益	0.286	0.511	0.725	0.892	1.098	1.330
每股净资产	2.789	3.269	3.766	4.530	5.274	6.474
每股经营现金净流	0.618	1.140	0.873	0.976	1.315	1.525
每股股利	0.000	0.000	0.000	0.130	0.130	0.130
回报率						
净资产收益率	10.25%	15.63%	19.25%	19.70%	20.82%	20.54%
总资产收益率	3.60%	9.90%	12.60%	14.56%	15.34%	15.29%
投入资本收益率	6.96%	15.55%	18.96%	19.45%	20.26%	20.09%
增长率						
主营业务收入增长率	18.48%	27.03%	12.43%	-9.35%	20.02%	19.57%
EBIT增长率	23.35%	15.63%	38.08%	21.62%	21.48%	21.37%
净利润增长率	69.65%	78.73%	41.87%	23.11%	23.06%	21.12%
总资产增长率	10.19%	-35.02%	11.48%	6.55%	16.81%	21.46%
资产管理能力						
应收账款周转天数	40.5	34.7	29.8	30.0	30.0	30.0
存货周转天数	103.4	84.2	68.8	70.0	70.0	70.0
应付账款周转天数	92.9	82.3	79.4	80.0	80.0	80.0
固定资产周转天数	73.0	88.6	84.0	92.6	76.7	63.4
偿债能力						
净负债/股东权益	79.58%	-17.82%	-30.92%	-42.45%	-50.64%	-59.17%
EBIT利息保障倍数	5.5	113.8	-4,490.1	211.0	-568.7	1,207.0
资产负债率	62.91%	32.44%	29.83%	20.68%	20.73%	20.00%

市场中相关报告评级比率分析

日期	一周内	一月内	二月内	三月内	六月内
强买	4	7	9	11	20
买入	2	3	3	3	9
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	1.33	1.31	1.29	1.26	1.28

来源：朝阳永续

历史推荐和目标定价(人民币)

日期	评级	市价	目标价
1 2008-12-05	买入	13.06	N/A
2 2009-09-22	买入	19.79	25.05 ~ 31.47
3 2009-10-29	买入	18.86	N/A

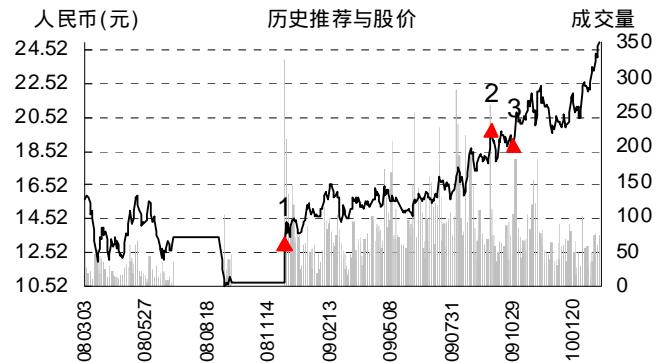
来源：国金证券研究所

市场中相关报告评级比率分析说明：

市场中相关报告投资建议为“强买”得1分，为“买入”得2分，为“持有”得3分，为“减持”得4分，为“卖出”得5分，之后平均计算得出最终评分，作为市场平均投资建议的参考。

最终评分与平均投资建议对照：

1.00 =强买； 1.01~2.0=买入； 2.01~3.0=持有
3.01~4.0=减持； 4.01~5.0=卖出



投资评级的说明：

- 强买：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在20%以上；
- 买入：预期未来6 - 12个月内上涨幅度在10% - 20%；
- 持有：预期未来6 - 12个月内变动幅度在-10% - 10%；
- 减持：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在10% - 20%；
- 卖出：预期未来6 - 12个月内下跌幅度在20%以上。

首页五类投资建议图标中反色表示为本次建议，箭头方向表示从上次建议类型调整为本次的建议类型。

优化市盈率计算的说明：

行业优化市盈率中，在扣除行业内所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

市场优化市盈率中，在扣除沪深市场所有亏损股票后，过往年度计算方法为当年年末收盘总市值与当年股票净利润总和相除，预期年度为报告提供日前一交易日收盘总市值与前一年度股票净利润总和相除。

特别声明：

本报告版权归“国金证券研究所”所有，未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“国金证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。