

王博

021-50588666-8027

wangbo@ccnew.com

2010年3月5日

内生+外延，业绩仍将较快增长

——华润三九（000999）调研简报

公司调研

买入（维持）

报告关键要素：

公司清晰的发展思路和良好的市场机遇是2009年业绩快速提升的主因，未来几年随着医改的不断深入，公司新品的不断推出，再加上可能性较大的外延式增长，公司业绩依然将保持较快的增长。

事件：

- 我们在3月3日参加了公司2009年业绩推介会，与公司高管就公司2009年业绩及未来发展进行了较为深入的沟通及讨论。
- 公司2009年年报：报告期内，公司实现营业收入48.53亿元，同比增长11.48%；实现营业利润8.85亿元，同比增长39.75%；归属于母公司所有者的净利润7.09亿元，比去年同期增加42.33%；每股收益为0.72元，高于我们此前预测的0.70元。公司分配方案为：每10股派送现金3元（含税）。

点评：

- 两个独家产品2010年有望实现较快增长。2009年三九胃泰收入增长25%，正天丸因撤销了广告投放而出现了下降。由于国家基本药物目录在2009年下半年才出台，从目前各省招投标的进度来看不算很快，所以公司这两个产品并未出现较大增长。公司已经专门就这两个产品设立了基础药物部，下设8个区域经理及200多人销售队伍，将全面推动医院的营销工作。预计这两个产品在2010年将实现30%以上的增长，三九胃泰有望实现4亿元的销售收入，正天丸有望实现2亿元。
- 新亮点：皮肤药、心血管及抗肿瘤领域
 - ◆ 皮肤药：8-10亿。目前公司的皮肤药主要为皮炎平，2009年销售收入出现了下滑，主要是因为公司皮肤药品种单一，易被竞争对手拦截。公司计划将皮肤药作为公司发展的重点之一，在2010年实施皮肤药品类规划，并推出5个皮肤药新品。新品种的推出一方面将增加皮肤药的产品梯队，另一方面将增强公司在此行业的竞争力。预计公司未来皮肤药系列的销售收入有望达到8-10亿元。
 - ◆ 心血管及抗肿瘤类药：10亿元。以参麦、参附注射液为主的心血管类药，以华蟾素（抗肿瘤药物中价格最低）为主的抗肿瘤类药亦是公司未来的主要发展方向，预计这三个产品未来将能贡献10亿元的销售收入。
- 感冒灵有望保持15-20%增长。2009年感冒灵营业收入增长34.9%，是对业绩增长贡献最大的单品。感冒灵快速增长主要得益于2009年下半年爆发的甲流疫情，并凭借出色的品牌能力挤掉了一些二线品牌的部分市场份额。从2010年1-2月的经营情况来看，感冒灵依然保持了较快的增速，但从3季度开始有望放缓（同期基数较高），全年有望保持15-20%左右的稳定增长。
- 研发工作将加强，配方颗粒可期。2009年公司的研发费用为5400万元，预计2010年将投入7000万元，主要用于配方颗粒、处方药、头孢药的研发，此外也将在本部建立研发中心。配方颗粒将是公司研发的重点。公司已建立了配方颗粒生产基地，并且担任了部分产品的国家标准的起草者。虽然目前配方颗粒仅有10多亿的市场规模，但随着市场规模的扩大，公司在这一子行业的市场龙头地位将保

证利润的快速提高。

- **成本压力较大。**成本提升将成为公司在2010年经营中的较大压力。
 - ◆ 野菊花。由于野菊花的主要产品在去年5-6月遭受大雨，年底遭受大雪，野菊花的价格从去年的7-8元/公斤（颗粒货）猛涨至现在的24-25元/公斤。公司野菊花使用量占全国的一半左右，受价格上升的影响很大。
 - ◆ 白糖。白糖亦是公司的主要成本之一，由于供应增速远小于需求的增速，其价格指数已由2009年初的3031点上升至2010年2月的5572点。
 - ◆ 硬件。公司被评为基本药物的试点生产单位，虽然体现了公司的竞争力，但是由于需要提高硬件以达到试点单位的要求，也将增加公司2010年的成本。
- **整合及收购兼并有望进一步推进。**公司在华润医药控股中主要定位于品牌中药的核心整合平台，未来将主要发展品牌OTC、中药处方药、免煎中药、抗生素及普药四大模块的业务；而华润医药控股所持有的医药资产众多，未来有望注入至公司。此外，继公司在2009年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）制药有限公司之后，公司明确表示正在寻求合适的收购对象以实现外延式增长，预计公司的收购对象将以品牌OTC为主。公司货币资金为12.73亿元，丰厚的现金为收购提供了保证。
- **维持“买入”评级。**整体来看，公司清晰的发展思路和良好的市场机遇是2009年业绩快速提升的主要原因，未来几年随着医改的不断深入，公司新品的不断推出，再加上可能性较大的外延式增长，公司业绩依然将保持较快的增长。预计公司2010、2011年的EPS分别为0.89元、1.19元，参照3月4日24.82元的收盘价，对应的动态市盈率分别为27.89倍、20.86倍，维持“买入”的投资评级。
- **风险提示：**两个独家产品在各省招投标和医院推广的不确定性；收购兼并对象不宜寻找，收购后还需成功整合；新品推出的不确定性；如白糖、野菊花价格继续上涨，将压缩公司的盈利空间。

盈利预测 (单位: 百万元)

	2009	2010E	2011E
一、营业收入	4853	4485	5382
减: 营业成本	2396	1600	1888
营业税金及附加	20	25	30
销售费用	1166	1341	1542
管理费用	368	405	445
财务费用	0	0	0
资产减值损失	26	30	30
加: 投资收益	8	10	10
二、营业利润	885	1074	1437
加: 营业外收入	31	40	40
减: 营业外支出	11	20	20
三、利润总额	904	1094	1457
减: 所得税费用	143	164	219
四、净利润	762	930	1238
减: 少数股东损益	52	60	70
归属于母公司股东的净利润	709	870	1168
五、基本每股收益 (元)	0.72	0.89	1.19

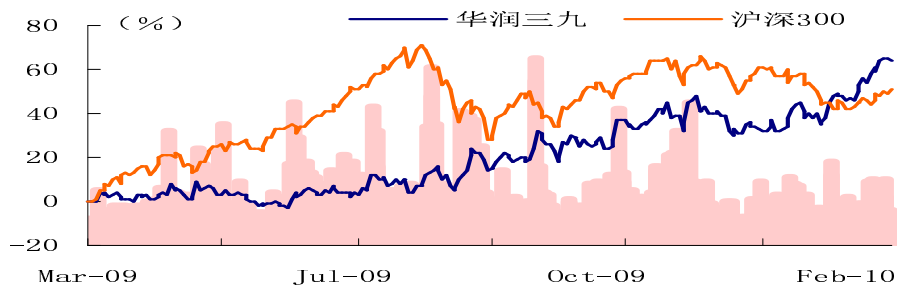
市场数据 (2010年03月04日)

收盘价 (元)	24.82
一年内最高/最低 (元)	25.60/14.35
沪深300指数	3250.57
市净率 (倍)	6.58
流通市值 (亿元)	88.16

基础数据 (2009年12月31日)

每股净资产 (元)	3.77
每股经营现金流 (元)	0.87
毛利率 (%)	50.62
净资产收益率 (%)	19.25
资产负债率 (%)	29.83
总股本/流通股 (万股)	97,890/34,633
B股/H股 (万股)	/

个股相对沪深300指数走势



相关研究

20091061 三九医药（000999）三季度点评：经营逐季提升，降价无损业绩……09年10月29日

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；

同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；

弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；

增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；

观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；

卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责声明

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告的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、刊登、发表或引用。