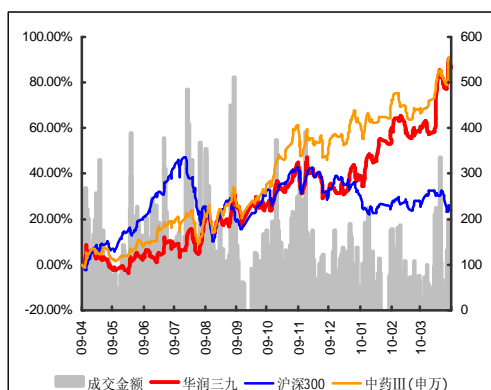


评级: 强烈推荐(上调)

2010年4月24日

华润三九(000999): 业绩略超预期, 资产整合预期亦提升估值水平



市场数据: 2010年4月23日

行业分类: 医药制造业

沪深300指数: 3190.00

中药III(申万): 4575.69

研究员: 张宏斌

电话: (0351) 4131415

E mail: zhanghb@dtsbc.com.cn

地址: 山西·太原·青年路8号

邮编: 030001

网址: www.dtsbc.com.cn

相关研究:

《华润三九(000999): 价值被低估的OTC市场的领军者》(10/03/04)

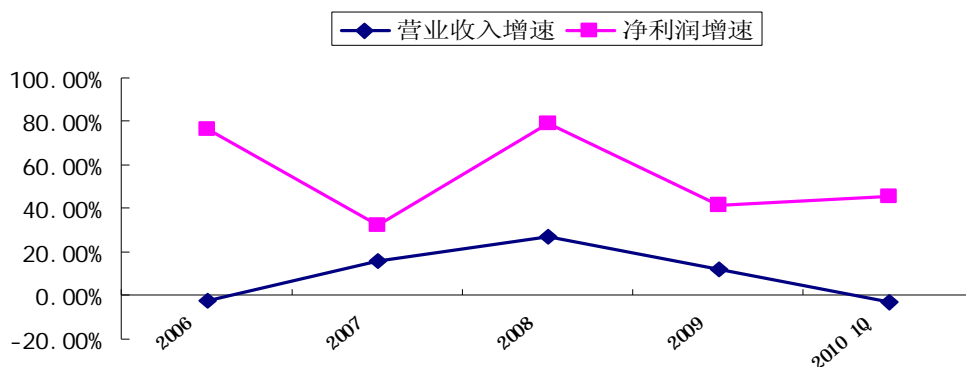
投资要点:

- Ø 公司2010年一季度实现营业收入10.63亿元,同比下降3.20%;净利润2.41亿元,同比增长45.44%;每股收益为0.25元,略高于我们之前的预期,净资产收益率为6.33%。营业收入小幅下降的主要原因在于公司去年底及今年1月出售商业连锁及汉源三九股权导致收入同比下降3.2%,若剔除连锁与汉源对公司收入的影响,今年收入实际较去年增长27%左右。公司一季度利润增速高于收入增速,主要原因是毛利率较高产品的销售收入占比上升而导致的。公司经营活动现金流充沛,经营态势良好,随着医药工业销售收入占比的不断提升,公司毛利率水平有着进一步上升的空间。
- Ø 华润入主北药后,资产整合预期强烈。在华润集团入住北药集团后,公司作为华润集团旗下中药业务的核心发展平台,其整合北药集团旗下的中药资产的预期强烈。此外,“华润医药航母”的建立也有利于提升公司产品在北药股份的销售比例,公司医药工业收入也有望再上一个台阶。尽管华润集团资源整合仍需一段时间,短期内无法较大程度的提升公司业绩,但我们认为这将进一步提升公司的估值水平。
- Ø 估值分析。公司一季度的经营情况超出了我们之前的预期,在不考虑公司未来资产整合的前提下,我们上调公司2010-2012年每股收益(EPS)至0.97、1.24和1.52元(此前的预测为0.93、1.19和1.49元)。尽管近期公司二级市场股价表现较好,但我们仍然认为公司股价被严重低估。考虑到公司巨大的竞争优势以及资产整合的预期,我们认为,公司2010年合理的估值水平应在40倍,6-12个月目标价为38.80元,上调其投资评级至“强烈推荐”,建议投资者选择华润三九作为长期投资标的。

一季度经营情况超预期，全年业绩有望再现高增长

公司 2010 年一季度实现营业收入 10.63 亿元，同比下降 3.20%；净利润 2.41 亿元，同比增长 45.44%；每股收益为 0.25 元，略高于我们之前的预期，净资产收益率为 6.33%。营业收入小幅下降的主要原因在于公司去年底及本年 1 月出售商业连锁及汉源三九股权导致收入同比下降 3.2%，若剔除连锁与汉源对公司收入的影响，今年收入实际较去年增长 27% 左右。公司一季度利润增速高于收入增速，主要原因是毛利率较高产品的销售收入占比上升而导致的。公司经营现金流充沛，经营态势良好，随着医药工业销售收入占比的不断提升，公司毛利率水平有着进一步上升的空间。

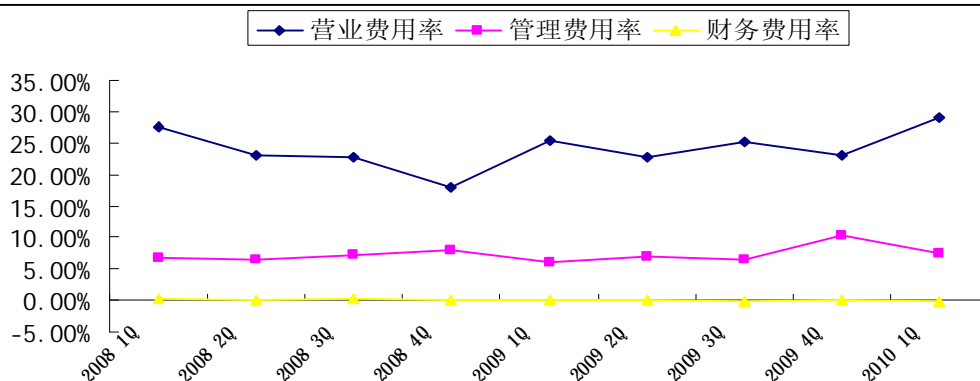
图表：公司 2006-2010 年一季度营业收入以及净利润增长情况



资料来源：公司资料、大同证券研究部

自华润入主后，公司三项费用的控制能力得到了显著加强，尤其是在财务费用和管理费用方面。从 08 年四季度开始，公司营业费用呈现稳步上涨的态势，随着公司广告投入的不断加大，其品牌效应将会更大程度上转化为销售收入的持续增长。

图表：公司 2008-2010 年一季度三项费用比例变化



资料来源：WIND、大同证券研究部

华润入主北药后，公司资产整合预期强烈

在华润集团入住北药集团后，公司作为华润集团旗下中药业务的核心发展平台，其整合北药集团旗下的中药资产的预期强烈。目前北药集团旗下拥有合肥神鹿中药厂以及本溪中药三厂等优质中药资产，其主要产品与公司现有产品的互补性较强，一旦这部分资产整合到上市公司中，将会进一步完善三九的业务领域，成为最具竞争力的中药企业之一。

此外，“华润医药航母”的建立也有利于提升公司产品在北药股份的销售比例，公司医药工业收入也有望再上一个台阶。尽管华润集团资源整合仍需一段时间，短期内无法较大程度的提升公司业绩，但我们认为这将进一步提升公司的估值水平。

投资建议

公司一季度的经营情况超出了我们之前的预期，在不考虑公司未来资产整合的前提下，我们上调公司 2010-2012 年每股收益 (EPS) 至 0.97、1.24 和 1.52 元 (此前的预测为 0.93、1.19 和 1.49 元)。尽管近期公司二级市场股价表现较好，但我们仍然认为公司股价被严重低估。考虑到公司巨大的竞争优势以及资产整合的预期，我们认为，公司 2010 年合理的估值水平应在 40 倍，6-12 个月目标价为 38.80 元，上调其投资评级至“强烈推荐”，建议投资者选择华润三九作为长期投资标的。

风险提示

- 1、资产整合的不确定性；
- 2、成本上升的风险；
- 3、新医改带来的风险。

大同证券投资评级的类别、级别定义:

类别	级别	定义
股票评级	强烈推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数20%以上
	谨慎推荐	预计未来6~12个月内, 股价表现优于市场基准指数10%~20%
	中性	预计未来6~12个月内, 股价波动相对市场基准指数-10%~+10%
	回避	预计未来6~12个月内, 股价表现弱于市场基准指数10%以上
	“+”表示市场表现好于基准,“-”表示市场表现落后基准	

类别	级别	定义
行业评级	看好	预计未来6~12个月内, 行业指数表现强于市场基准指数
	中性	预计未来6~12个月内, 行业指数表现跟随市场基准指数
	看淡	预计未来6~12个月内, 行业指数表现弱于市场基准指数

注1: 公司所处行业以交易所公告信息为准

注2: 行业指数以交易所发布的行业指数为主

注3: 基准指数为沪深300指数

免责声明:

- 1、此报告所载资料的来源及观点皆为公开信息, 但大同证券不能保证其准确性和完整性, 因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。
- 2、此报告仅做参考, 并不能依靠此报告以取代独立判断。
- 3、本报告仅反映研究员的不同设想、见解及分析方法, 并不代表大同证券经纪有限责任公司。
- 4、大同证券可发出其他与本报告所载内容不一致及有不同结论的报告。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有, 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。如引用需注明出处为大同证券研究部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。