华润三九 (000999.SZ)　中药行业

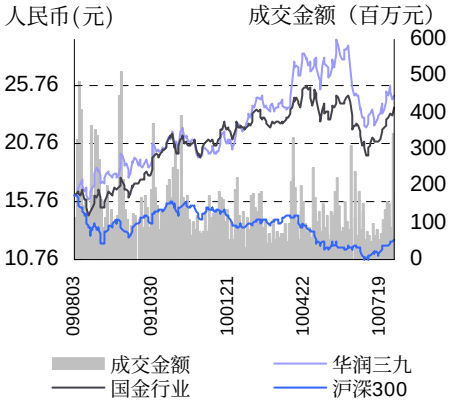
评级：买入　维持评级　　**业绩点评**

市价（人民币）：24.93 元

长期竞争力评级：高于行业均值

市场数据(人民币)

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)	29.77/15.94
沪深 300 指数	2917.28
深证成指	11004.74



相关报告

1.《医药工业推动业绩高增长》，2010.4.25

OTC 拖累二季度业绩

公司基本情况(人民币)

项 目	2008	2009	2010E	2011E	2012E
摊薄每股收益(元)	0.511	0.725	0.923	1.117	1.351
每股净资产(元)	3.27	3.77	4.56	5.32	6.54
每股经营性现金流(元)	1.14	0.87	0.96	1.32	1.52
市盈率(倍)	28.29	27.54	27.05	22.35	18.48
行业优化市盈率(倍)	35.34	66.23	66.23	66.23	66.23
净利润增长率(%)	78.73%	41.87%	27.33%	21.03%	20.95%
净资产收益率(%)	15.63%	19.25%	20.24%	20.98%	20.64%
总股本(百万股)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90

来源：公司年报、国金证券研究所

业绩简评

- 2010 年上半年，公司实现营业收入 19.68 亿元，较去年同期下降 9.91%。收入下降的主要原因是公司出售三九连锁和汉源三九股权，合并范围发生变化。扣除此影响，公司营业收入同比增长 21%。归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元，同比增长 19.94%

经营分析

- **2 季度业绩略有下降**：1 季度归属于母公司所有者的净利润为 2.41 亿元，同比增长 45.44%；2 季度归属于母公司所有者的净利润为 1.48 亿元，同比下降 6%。
- **OTC 业务拖累 2 季度业绩**：由于消化“甲流”疫情遗留的渠道存货问题，感冒灵产品 2 季度基本没有增长；同时，实施 OTC 渠道变革也在短期内对产品销售产生一定负面影响。
- **下半年重点关注感冒灵和基药政策**：气候因素往往给感冒药的销售造成一定波动性，去年“甲流”疫情便形成了感冒灵的热卖；我们预计 3 季度将公布发改委新制定的基本药物价格，我们将密切跟踪降价的情况。

盈利调整

- 我们维持公司 2010-2012 年的盈利预测为 0.923 元、1.117 元和 1.351 元。

投资建议

- 虽然公司短期内由于渠道存货消化等原因导致业绩增速下滑，但中长期看，公司品类规划战略仍能推动 OTC 业务的拓展，中药处方药及中药配方颗粒业务继续保持较快增长，在华润集团的支持下公司并购战略也在积极推进中。因此，我们认为公司是优质的医药配置资产，继续维持“买入”的投资建议。

李龙俊　联系人
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

黄挺　分析师 SAC 执业编号：S1130208070242
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

李敬雷　分析师 SAC 执业编号：S1130210050004
(8621)61038219
lijingl@gjzq.com.cn

敬请参阅最后一页特别声明

此文档仅供国信证券股份有限公司使用

二季度业绩略微下滑

- 2010 年上半年，公司实现营业收入 19.68 亿元，较去年同期下降 9.91%。收入下降的主要原因是公司出售三九连锁和汉源三九股权，合并范围发生变化。扣除此影响，公司营业收入同比增长 21%。
- 公司二季度净利润基本没有增长。2010 年上半年公司归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元，同比增长 19.94%。其中，1 季度归属于母公司所有者的净利润为 2.41 亿元，同比增长 45.44%；2 季度归属于母公司所有者的净利润为 1.48 亿元，同比下降 6%。
- 2010 年上半年，公司进一步落实聚焦医药工业的核心战略，制药业务营业收入较去年同期增长 20.49%，占营业收入的比重提高至 85%。

OTC 拖累二季度业绩

- 公司二季度收入和利润增速均明显放缓，主要是由于 OTC 业务在二季度出现暂时性的调整。
  - 去年下半年及今年年初，感冒灵系列产品由于“甲流”的影响而持续旺销，因此终端和渠道吸收了较多的感冒灵产品。1 季度过后，国内“甲流”疫情得到彻底控制，这些产品便成为渠道内的存货。二季度消化这些存货影响了公司的正常发货，导致感冒灵产品同比略有下降（1 季度感冒灵产品同比增长超过 30%）。
  - 同时，公司今年实施 OTC 渠道变革，在短期内也对产品销售产生一定负面影响，核心品种皮炎平同比出现一定程度下滑。
  - 但是，核心产品三九胃泰仍然保持 20-30%的良好增长态势；皮肤药 6 个新品种 3 月份上市以来进展顺利，商业及终端布货已完成，销售进度符合年度计划，我们预计今年将增加 5000 万的销售额。
- 部分医药业务出现毛利率下降也是影响二季度业绩的原因之一。
  - 2010 年上半年，部分原材料及辅料价格上涨较快，中药材价格整体涨幅超过 20%，白糖价格涨幅也超过 30%，成本上升使 OTC、中药配方颗粒业务毛利率水平有所下降。
  - 2010 年上半年 OTC 业务的毛利率为 67.78%，较去年同期下降 2.54 个点；中药配方颗粒业务的毛利率为 58.3%，较去年同期下降 1.85 个点。

下半年重点关注感冒药和基药目录

- 由于气候的原因，感冒药的销售存在一定波动性。去年下半年由于“甲流”疫情的影响，感冒灵产品的销售持续火爆。虽然公司二季度消化了疫情遗留的渠道存货问题，但去年下半年的高基数仍然给今年下半年的增长造成一定压力。我们认为，公司通过市场的拓展仍能推动感冒产品的增长，但气候将成为短期的干扰因素。
- 据了解，发改委将重新核定基本药物产品的价格，并有望于 3 季度公布。我们认为，此次基本药物产品的降价压力较大，独家品种较普通品种而言降价压力较小，但一旦降价成为现实，仍然对公司会产生一定负面影响。我们将密切跟踪基药政策的实施情况。

盈利预测和投资建议

- 我们维持公司 2010-2012 年的盈利预测为 0.923 元、1.117 元和 1.351 元。
- 虽然公司短期内由于渠道存货消化等原因导致业绩增速下滑，但中长期看，公司品类规划战略仍能推动 OTC 业务的拓展，中药处方药及中药配方颗粒业务继续保持较快增长，在华润集团的支持下公司并购战略也在积极推进中。因此，我们认为公司依然是优质的医药配置资产，继续维持“买入”的投资建议。

图表1：公司主要产品的收入预测

	2006	2007	2008	2009	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

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	0	0	1	1	17
买入	0	1	2	2	10
持有	0	0	0	0	0
减持	0	0	0	0	0
卖出	0	0	0	0	0
评分	**0**	**2.00**	**1.75**	**1.71**	**1.44**

来源：朝阳永续

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。

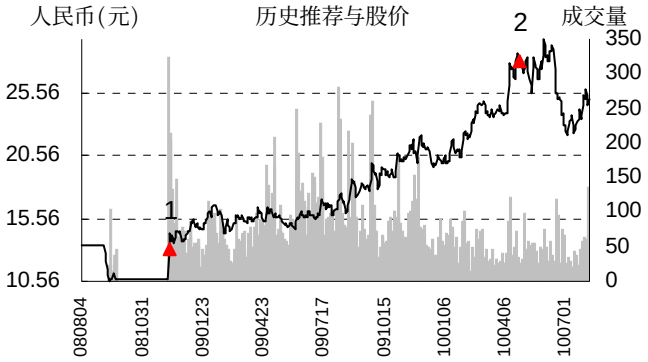
最终评分与平均投资建议对照：

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

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	13.10	N/A
2	2010-04-25	买入	28.05	N/A

来源：国金证券研究所



长期竞争力评级的说明：

长期竞争力评级着重于企业基本面，评判未来两年后公司综合竞争力与所属行业上市公司均值比较结果。

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。

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。

特别声明：

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券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，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。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，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向任何人作出邀请。国金证券未有采取行动以确保于此报告中所指的证券适合个别的投资者。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券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，国金证券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。国金证券及其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、所载资料或意见。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载的观点并不代表国金证券的立场，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

上海

电话：(8621)-61038311

传真：(8621)-61038200

邮箱：researchsh@gjzq.com.cn

邮编：200011

地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：(8610)-66215599-8832

传真：(8610)-61038200

邮箱：researchbj@gjzq.com.cn

邮编：100032

地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：(86755)-82805115

传真：(86755)-61038200

邮箱：researchsz@gjzq.com.cn

邮编：518000

地址：中国深圳福田区金田路 3037 号金中环商务大厦 2805 室