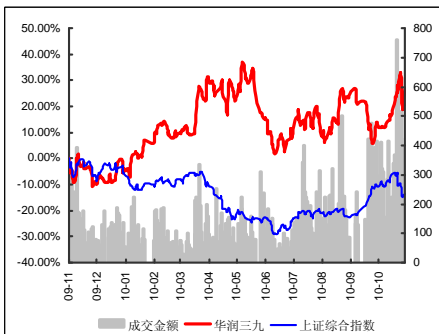


2010 年 11 月 22 日

投资评级：推荐（首次）

——华润三九（000999）调研记录

最近 52 周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人：

联系人：周静 杨扬

电话：0510-82833217

Email: zhoujing@glsc.com.cn

yangyang@glsc.com.cn

独立性申明：

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正。结论不受任何第三方的授意、影响，特此申明。

事件：近日我们对公司进行了调研，重点了解公司产品生产销售及未来规划的最新情况。

调研记录：

Q1：近来中药材等上游原材料成本涨价对公司业绩的影响？

A：中药材及药用辅料的涨价对公司产品毛利率造成一定压力，其中如糖价的上涨，从 08 年 10 月 2800 元/吨涨到目前 7000 元/吨，尤其 10 月份以来的快速涨势将对全年的毛利有一定影响。药材及辅料的涨价与通胀环境下药材商囤货及游资炒作有关，但长期来看高价难以维系。

Q2：公司采取何种措施应对上游成本压力？

A：通过采购环节、制造环节的精细化管理来控制采购成本和制造成本，如生产中实施节水节电项目降低制造成本，同时通过做大规模实现规模效益。公司中药处方药建立了相关中药材基地，一方面保证上游原材料来源和品质，另一方面保证部分上游成本的可控性。

Q3：未来药品降价政策对公司主导产品的影响如何？

A：近几年价格下降是大势所趋，发改委降价目标是通过价格水平的调控使得目录中产品利润向行业平均利润靠近，降价将淘汰落后的企业提高行业的集中度，具有品牌优势和规模优势的企业将从中受益。

Q4：华润未来五年的核心定位？是否会尝试在药用消费品方面拓展？

A：作为华润旗下品牌中药核心发展平台，公司未来五年战略定位是成为行业内领先企业。药用消费品方面的发展公司管理层也讨论过，但综合考虑公司在消费品市场运作方面的经验及渠道尚不成熟，所以暂不会进入该领域。公司重点关注未来 OTC 整合的市场机会，通过强势品牌的挤占提高市场份额。目前公司通过实施品类规划已取得显著成效，如 09 年感冒类和 10 年皮肤类品类规划，未来还将在 OTC 优势品类延续这一做法。

Q5: 公司销售终端的覆盖及销售人员的配备情况?

A: 在 OTC 渠道领域, 涵盖分销商及药店两个方面, 在分销商的选择上重点考虑回款质量、价格维护及终端需要, OTC 销售总共配备 800 人销售队伍, 覆盖近 5 万家销售终端。前期公司通过压缩经销商的数量, 梳理与经销商的利益分配关系, 较好解决了经销商区域重叠、产品通路的问题。在处方药渠道领域, 公司配备 500 人销售队伍, 一方面自营部分覆盖 300 家医院, 代理商覆盖所有 2 级医院及 900 家三甲医院, 在医院终端, 通过学术营销加大中药处方药的营销力度。

Q6: 公司 OTC 类核心产品中哪些产品增长潜力较大?

A: 公司 OTC 产品主要包括感冒发热类、皮肤类、胃肠类、止痛类、止咳类、骨科类、妇科类等品种, 从 2010 年销售情况来看, 胃肠类、止痛类以及感冒类销售情况较好, 皮肤类通过 09 年收购百安品种扩大了抗真菌类产品线, 皮肤品类规划的推进使得新产品借助老品牌的效应增长潜力值得期待。

Q7: 中药处方药安全再评价工作进展如何? 再评价费用对利润影响如何?

A: 公司中药处方药中参附、参麦以及华蟾素注射液安全再评价工作尚在进行中, 一个产品做完临床预计需要一千万到两千万的费用。从全行业来看, 由于单品销售基数已经很大, 中药注射液增长将放缓, 而口服药的比重在逐步增加。

Q8: 中药配方颗粒未来增长前景如何?

A: 2009 年公司的中药配方颗粒营业收入为 2.1 亿, 增速较快达到了 42.8%, 预计今年全行业市场规模将接近 12 亿, 所以还留有较大市场空间。公司在淮北的生产基地明年上半年建成投产, 将有效解决公司的产能瓶颈, 且接近原材料产地, 将有效降低成本, 对公司的整体盈利贡献将进一步加大。

Q9: 公司沈阳化学原料药及制剂生产基地建设情况如何?

A: 沈阳原料药基地已建成, 预计明年上半年投产, 将贡献 5000 万到 1 亿元销售收入, 制剂基地尚在建设中。制剂产品中抗生素业务核心产品新泰林具有 20 年的专利保护 (2026 年到期), 该产品毛利率较高。

Q10: 公司内部整合及外延扩张计划情况? 未来北药集团的相关中药资产是否有可能注入上市公司?

A: 关于北药相关中药资产注入方面, 华润医药层面着手相关安排, 但时间表尚不能确认, 年内实现的可能性不大。公司目前发展的最大制约因素仍是产品品种, 公司一直在沿着品类规划的需求借助外延式扩张手段寻找好的品种。

综合评级: 不考虑集团整合及对外扩张等其他因素, 我们预计 2010-2012 年 EPS 分别为 0.89 元、1.13 元和 1.42 元, 对应市盈率为 31 倍、24 倍、19 倍。鉴于公司 OTC 品牌优势及稳定的业绩预期, 我们给予 35 倍 PE, 对应目标价 39 元, 同时考虑到外延并购及内部整合带来的估值提升, 给予“**推荐**”评级。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
流动资产	3037.20	4220.95	5412.02	7027.91	营业收入	4,852.72	4,475.38	5,490.78	6,682.43
现金	1273.25	2408.79	3298.52	4469.08	营业成本	2396.07	1724.06	2101.02	2587.66
应收账款	360.75	459.74	564.05	686.46	营业税金及附加	20.35	17.45	21.96	28.02
其它应收款	76.41	70.47	86.46	105.22	营业费用	1165.87	1361.41	1610.45	1881.77
预付账款	77.45	152.51	187.11	227.72	管理费用	367.63	340.13	411.81	487.82
存货	418.35	363.44	336.09	395.66	财务费用	-0.20	-5.00	-8.82	-17.08
其他	830.99	766.00	939.80	1143.76	资产减值损失	26.42	-6.00	10.00	8.00
非流动资产	2594.22	2774.53	2863.59	2887.61	公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00
长期投资	17.31	19.80	20.40	20.90	投资净收益	8.38	35.00	9.00	9.00
固定资产	1117.27	1219.43	1299.43	1367.26	营业利润	884.97	1078.33	1353.37	1715.23
无形资产	1137.13	1159.39	1157.23	1154.86	营业外收入	30.63	14.00	47.00	30.00
其他	322.51	375.91	386.54	344.59	营业外支出	11.13	3.00	3.00	3.00
资产总计	5631.42	6995.48	8275.62	9915.52	利润总额	904.46	1089.33	1397.37	1742.23
流动负债	1613.06	1822.76	1981.80	2150.66	所得税	142.87	163.07	214.74	268.08
短期借款	12.00	30.00	0.00	0.00	净利润	761.59	926.25	1182.63	1474.15
应付账款	445.75	481.22	535.50	624.99	少数股东损益	52.10	54.00	74.00	80.00
其他	1155.31	1311.54	1446.31	1525.67	归属母公司净利润	709.49	872.25	1108.63	1394.15
非流动负债	66.89	48.33	42.23	39.13	EBITDA	1017.24	1115.46	1428.91	1780.10
长期借款	39.54	20.95	15.00	12.00	BPS (元)	0.72	0.89	1.13	1.42
其他	27.35	27.38	27.23	27.13					
负债合计	1679.95	1871.09	2024.03	2189.79	主要财务比率				
少数股东权益	265.18	319.18	393.18	473.18	会计年度	2009A	2010E	2011E	2012E
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	成长能力				
资本公积	1340.82	1340.82	1340.82	1340.82	营业收入	12.43%	-7.78%	22.69%	21.70%
留存收益	1368.34	2196.98	3250.18	4644.33	营业利润	39.37%	21.85%	25.51%	26.74%
归属母公司股东权益	3686.29	4516.70	5569.90	6964.05	归属于母公司净利润	41.87%	22.94%	27.10%	25.75%
负债和股东权益	5631.42	6706.97	7987.11	9627.01	获利能力				
					毛利率	50.62%	61.48%	61.74%	61.28%
					净利率	14.62%	20.70%	21.54%	22.06%
					ROE	19.25%	19.31%	19.90%	20.02%
					偿债能力				
					资产负债率	29.83%	26.75%	24.46%	22.08%
					净负债比率	-30.92%	-48.76%	-55.06%	-59.93%
					流动比率	1.88	2.32	2.73	3.27
					速动比率	1.62	2.12	2.56	3.08
					营运能力				
					总资产周转率	0.91	0.71	0.72	0.73
					应收账款周转率	12.27	10.91	10.73	10.69
					应付账款周转率	9.31	9.66	10.80	11.52
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.72	0.89	1.13	1.42
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.87	1.10	1.14	1.38
					每股净资产 (最新摊薄)	3.77	4.61	5.69	7.11
					估值比率				
					P/E	37.94	30.86	24.28	19.31
					P/B	7.30	5.96	4.83	3.87
					EV/EBITDA	24.15	21.19	15.72	15.12

数据来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

本报告信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价和询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所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。本报告版权归国联证券所有, 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。