

分析师：涂羚波
执业证书编号：S0050208010103
Tel：010-59355910
Email：tulb@chinans.com.cn
地址：北京市金融大街5号新盛大厦7层(100140)



华润三九 (000999.SZ)

低于预期 但不乏亮点

投资要点

● **业绩低于预期。**2010年公司实现营业收入、净利润达43.65亿元、7.34亿元，同比分别增长-10.05%、15.01%，扣除非经常性损益后的净利润同比增长8.14%，每股收益0.83元。营业收入下降主要是由于公司出售三九连锁、汉源三九股权，该两家公司不再纳入合并范围所致。剔除此影响，公司营业收入同比增长19.4%，

● **成本上升拖累业绩。**2010年公司受上游原材料涨价的影响，成本上升较快，导致综合毛利率下降-2.1%。其中中药处方药下降-9.12%、中药配方颗粒下降、OTC 分别下降-1.36%、-2.45%。

● **公司不乏看点。**2010年公司的中药处方药、中药配方颗粒增速较快，分别为31%、39.6%；抗生素及原料药毛利率大幅提升近13个百分点，随着2011年产能释放，未来有望继续保持平稳增长。此外，“三九胃泰”和正天丸分别进入基本药物目录品种，分别增长20%、80%。

● **维持“谨慎推荐”评级。**预计公司2011、2012、2013年分别实现营业收入51.48亿元、60.13亿元、70.38亿元，同比增长17.94%、16.80%、17.05%，净利润6.48亿元、8.14亿元、9.99亿元，同比分别增长25%、26%、23%，每股收益0.97元、1.16元、1.41元，对应动态市盈率分别为24.17倍、20.24倍、16.72倍，按照2011年30倍市盈率估值，合理价位29.1元。公司作为华润旗下的中药上市公司，具有整合预期，继续维持“谨慎推荐”评级。

医药生物

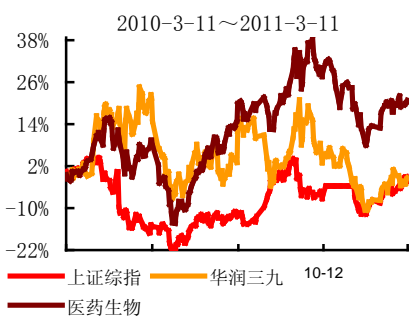
投资评级

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	调低
目标价格：	29.1

市场数据

市价(元)	23.56
上市的流通A股(亿股)	3.55
总股本(亿股)	9.79
52周股价最高最低(元)	21.07-30.35
上证指数/深证成指	2957.14/13004.86
2010年股息率	1.16%

52周相对市场表现



相关研究

《新业务快速增长》 2010-08-04

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4365	5148	6013	7038
增长率(%)	-10.05	17.94	16.80	17.05
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	815.98	954.15	1139.65	1379.23
增长率(%)	15	17	19	21
毛利率(%)	61	61	61	61
净资产收益率(%)	19	18	18	18
EPS(元)	0.83	0.97	1.16	1.41
P/E(倍)	28.26	24.17	20.24	16.72
P/B(倍)	5.47	4.46	3.66	3.00

来源：公司年报、民族证券

表 1：医药工业收入预测

单位：百万元		2010	2011E	2012E	2013E
OTC 系列	收入	2544	2874	3191	3510
	增长率	15.26%	13.00%	11.00%	10.00%
	毛利率	67.68%	67.00%	67.00%	67.00%
中药处方药	收入	550	716	930	1209
	增长率	31.40%	30.00%	30.00%	30.00%
	毛利率	70.73%	70.00%	70.00%	70.00%
配方中药颗粒	收入	298	417	584	818
	增长率	39.62%	40.00%	40.00%	40.00%
	毛利率	59.36%	59.00%	59.00%	59.00%
抗生素	收入	320	385	442	509
	增长率	22.80%	20.00%	15.00%	15.00%
	毛利率	60.85%	60.00%	60.00%	60.00%
医药工业合计	收入	3713	4392	5147	6045
	增长率	-10.04%	18.29%	17.20%	17.45%
	毛利率	66.88%	66.12%	66.03%	65.93%

资料来源：民族证券

表 2：各业务板块收入预测

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
医药工业	3713	4392	5147	6045
毛利率	66.88%	66.12%	66.03%	65.93%
医药商业	343	378	416	457
毛利率	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%
包装印刷	203	254	305	366
毛利率	25.52%	25.52%	25.52%	25.52%
医疗服务	4260	5025	5869	6869
毛利率	-10.02%	17.94%	16.80%	17.05%
其它	38.60%	38.57%	38.55%	38.54%
毛利率	61.40%	61.43%	61.45%	61.46%
营业收入合计	3713	4392	5147	6045
增长率 (%)	66.88%	66.12%	66.03%	65.93%
毛利率	343	378	416	457
营业成本率	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3169	3790	4848	6116
现金及等价物	1057	1506	2379	3443
应收帐款	1116	1216	1328	1451
存货	710	756	800	849
其它流动资产	287	312	341	373
非流动资产	1957	2045	2214	2401
长期股权投资	85	85	85	85
固定资产及其他	1567	1638	1788	1954
投资性房地产	90	90	90	90
无形资产	187	205	223	244
其它非流动资产	27	27	27	27
资产总计	5126	5836	7062	8516
流动负债	1190	970	1027	1089
短期借款	279	0	0	0
应付帐款	568	605	641	680
其它流动负债	342	365	386	409
非流动负债	90	330	665	1032
长期借款	13	249	579	941
其它非流动负债	76	81	86	91
负债合计	1280	1300	1691	2121
少数股东权益	63	79	100	126
归属于母公司所有者权益	3863	4511	5325	6324
负债和股东权益	5206	5890	7117	8571

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	485	687	773	904
净利润	463	569	684	813
资产减值准备	9	0	0	0
折旧和摊销	136	155	165	177
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	-1	0	0	0
营运资本变动	-119	-37	-76	-85
投资收益	-3	0	0	0
投资活动现金流	-389	-248	-281	-306
资本支出	-393	-248	-281	-306
其它	5	0	0	0
融资活动现金流	-128	249	283	308
权益性融资	-79	0	0	0
负债净变化	-51	249	283	308
财务费用	1	0	0	0
现金净增加额	-32	688	775	907
期初现金余额	1062	1031	1718	2493
期末现金余额	1031	1718	2493	3400

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	5367	5849	6385	6977
营业成本	3425	3647	3861	4096
营业税金及附加	39	41	45	49
销售费用	974	1053	1149	1256
管理费用	322	339	364	391
财务费用	-2	0	0	0
资产减值损失	24	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
营业利润	593	769	967	1186
营业外收入	41	0	0	0
营业外支出	17	0	0	0
利润总额	617	769	967	1186
所得税	84	105	131	161
净利润	533	665	835	1024
少数股东损益	13	17	21	26
归属于母公司所	520	648	814	999
EBITDA	607	769	967	1186
EPS (元)	0.91	1.13	1.42	1.75

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	6.5%	9.0%	9.2%	9.3%
营业利润	9.3%	29.8%	25.7%	22.7%
归属母公司净利	15.2%	24.6%	25.7%	22.7%
获利能力				
毛利率	36.2%	37.6%	39.5%	41.3%
净利率	9.7%	11.1%	12.8%	14.3%
ROE	13.5%	14.4%	15.3%	15.8%
ROIC	9.0%	13.5%	13.7%	13.7%
偿债能力				
资产负债率	25.0%	22.3%	23.9%	24.9%
流动比率	2.7	3.9	4.7	5.6
速动比率	2.1	3.1	3.9	4.8
营运能力				
总资产周转率	1.0	1.0	0.9	0.8
应收帐款周转率	4.8	4.8	4.8	4.8
应付帐款周转率	6.0	6.0	6.0	6.0
每股指标(元)				
每股收益	0.91	1.13	1.42	1.75
每股经营现金	0.82	1.22	1.52	1.85
每股净资产	6.76	7.89	9.32	11.06
估值比率				
P/E	29.3	23.5	18.7	15.3
P/B	3.9	3.4	2.9	2.4
EV/EBITDA	60.1	47.4	37.7	30.8

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备8年医药行业的从业经验，以及8年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类别	级别	定义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的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或征价。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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，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，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010-59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010-59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010-59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010-59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010-59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn