

分析师： 叶颂涛 027-65799535 yest@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

2008 年经营情况分析

事件描述

三九医药于 2009 年 3 月 15 日披露了 2008 年年度报告。

事件评论

一、业绩增长基本达到预期

2008 年三九医药实现营业收入 43.16 亿元，增长 27.03%(调整前)；实现主营业务利润 19.25 亿元，增长 20.25%；实现归属于母公司投资者的净利润为 5 亿元，增长 78.73%；每股收益为 0.51 元，实现了公司在股改中的承诺。而扣除非经常性损益后每股收益为 0.46 元。

表 1：公司利润表季度分析

项目 (百万元)	年度数据		2007 年单季度数据				2008 年单季度数据				2007 年各季累计			2008 年各季累计		
	2007A	2008A	1Q07	2Q07	3Q07	4Q07	1Q08	2Q08	3Q08	4Q08	1-2 季	1-3 季	1-4 季	1-2 季	1-3 季	1-4 季
营业收入	3398	4316	703	853	791	1050	899	1011	922	1484	1556	2347	3398	1910	2832	4316
同比增长率 (%)	15.9	27.0	10.0	22.6	27.1	7.7	27.8	18.6	16.5	41.3				22.8	20.6	27.0
营业成本	1781	2353	380	440	413	548	487	524	480	861	820	1233	1781	1011	1492	2353
主营业务利润	1617	1963	323	413	378	502	412	487	441	623	736	1115	1617	899	1340	1963
毛利率 (%)	48	45	46	48	48	48	46	48	48	42	47	47	48	47	47	45
同比增长率 (%)	19	21	13	27	48	2	27	18	17	24				22	20	21
营业税金及附加	15.4	37.5	2.4	3.3	1.8	7.9	2.2	3.7	2.8	28.7	5.7	7.5	15.4	6.0	8.8	37.5
销售费用	815	961	185	215	197	218	248	234	211	269	400	597	815	481	692	961
销售费用率 (%)	24	22	26	25	25	21	28	23	23	18	26	25	24	25	24	22
管理费用	221	311	47	58	49	68	61	67	66	118	105	153	221	127	193	311
管理费用率 (%)	6.5	7.2	6.7	6.8	6.1	6.5	6.7	6.6	7.1	8.0	6.7	6.5	6.5	6.7	6.8	7.2
财务费用	102.0	5.7	47.1	43.7	52.8	-41.7	1.7	1.5	2.0	0.6	90.9	143.6	102.0	3.2	5.2	5.7
财务费用率 (%)	3.0	0.1	6.7	5.1	6.7	-4.0	0.2	0.1	0.2	0.0	5.8	6.1	3.0	0.2	0.2	0.1
资产减值损失	146.96	22.15	0.10	21.95	7.00	117.92	1.47	8.36	-34.96	47.29	22.0	29.0	147.0	9.8	-25.1	22.2
公允价值变动	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	9.1	9.1	0.0	0.2	-0.4	9.3	1.2	4.5	0.5	2.8	0.1	-0.2	9.1	5.7	6.2	9.1
营业外收入	67.85	24.47	0.81	1.17	7.14	58.73	5.00	5.13	5.66	8.68	1.98	9.12	67.85	10.13	15.79	24.47
营业外支出	8.99	13.47	1.62	0.59	1.49	5.29	0.34	7.56	3.12	2.45	2.22	3.70	8.99	7.90	11.02	13.47

利润总额	384	646	40	72	76	195	104	175	198	169	113	189	384	279	477	646
所得税	100.33	104.85	14.37	4.47	10.79	70.69	21.32	32.20	25.48	25.85	18.85	29.64	100.33	53.53	79.01	104.85
归母净利润	280	500	23	65	63	128	79	131	160	131	88	151	280	209	370	500
净利润率(%)	8.2	11.6	3.3	7.6	8.0	12.2	8.8	12.9	17.4	8.8	5.7	6.4	8.2	11.0	13.0	11.6
同比增长率(%)	32	79	-39	34	249	20	242	101	154	2				138	144	79
每股收益(元)	0.29	0.51	0.02	0.07	0.06	0.13	0.08	0.13	0.16	0.13	0.09	0.15	0.29	0.21	0.38	0.51

资料来源: wind 资讯 长江证券研究部整理

二、利润增长源于多个因素

第一, 收入增长 27.03%。其中医药业务收入增长 15.92%, 占增量的 50%; 包装印刷减少 16.85%; 医疗服务增长 52.96%达 1.19 亿元; 房地产收入增长 142 倍达 4.07 亿元, 占增量的 44%, 因子公司房地产实现销售所致。

第二, 财务费用大幅减少。2008 年公司财务费用只有 574 万元, 降低了 1 亿元, 因债务重组导致银行借款减少所致。

第三, 综合所得税率降低。综合所得税率从 26.1%降至 16.23%。

第四, 资产减值损失降低。从 2007 年的 1.5 亿元减少到 2008 年的 2215 万元, 其中有 2946 万元前期计提的减值准备转回。

受历史原因影响, 三九医药在 2007 年以前的财务状况并不是正常状态。从 2008 年的年度报告看, 公司的各项财务指标基本恢复常态。

三、医药主业更加突出

解除巨额财务费用负担后, 三九医药的医药主业显得更加突出: 2008 年公司医药业务实现营业利润 5.77 亿元, 增长 55%, 占营业利润的 90.8%。公司的核心产品感冒灵增长 14.65%达 7.04 亿元, 皮炎平增长 13.2%达 3.89 亿元, 参附增长 35.81%达 2.01 亿元, 三九胃泰稳定在 1.7 亿元左右, 免煎中药销售额同比增长 64%。; OTC 新产品同比增长 79%, 其中小儿感冒灵、强力枇杷露、小儿止咳糖浆和复方氨酚烷胺销售大幅增长。处方药新产品奥尼捷(抗过敏药)增长很快。

在其它业务方面, 公司的医疗服务业务大幅减亏, 房地产业务的扭亏为盈弥补了包装业务利润的减少。我们认为公司可能进一步收缩其它业务, 以专精于医药。

四、公司处于成长前期 1 级

三九集团的历史具有一定的传奇性: 在不长的时间内完成了从创业—成长—成熟—转型的循环。经过央企重组, 集团现在重新具有了造血和扩张的能力。而上市公司的业务本身在集团处于困境的时候并未受到大的影响, 一直维持着增长。在集团重组的压力下, 三九医药的内部改革和流程梳理反而取得一定成效。从灵活性和可控性来看, 三九医药目前应处于成长前期 1 级, 目前的财务状况在一定程度上可以看作是还原了三九医药的本来面目。

从经营前景的可预测性来讲, 三九医药下一步的增长路径似乎需要进一步廓清。正如公司在年报中所提到的, 医改可能导致市场的分化, 使 OTC 大品种的培育更加困难, 并且中药注射剂不良反应事件频发短期也可能影响到公司某些产品的销售。我们注意到云南白药、东阿阿胶、江中药业等中药 OTC 企业纷纷进军保健品和化妆品业务, 以期规避医药行业存在的某些不确定性, 将在营销方面的确定优势带到新的领域。而三九医药提出的“向县以下市场渗透, 提升 OTC 产品在医疗终端的销售”策略有赖医改政策的配合。鉴于公司的主营规模相对较大, 我们认为其获得持续增长本身就是较大的挑战。如果三九医药的增长路径更加宽广和明确, 则有望进入成长后期 1 级(盛年期), 否则容易直

接进入成长后期2级（稳定期），成为一个现金流企业。

表 2：医药行业部分公司分类表

	创业阶段		成长阶段		成熟阶段		转型阶段
	创业前期	创业后期	成长前期	成长后期	成熟前期	成熟后期	转型期
1 级	XXXX	天士力、康缘药业、仁和药业、亚宝药业	东阿阿胶、三九医药	云南白药、恒瑞医药	同仁堂、广州药业	XXXX	XXXX
2 级	XXXX	XXXX	华东医药	江中药业 马应龙	XXXX	XXXX	XXXX

资料来源：长江证券研究部

说明：我们把企业的生命周期分为 4 个大的阶段，即创业阶段、成长阶段、成熟阶段和转型阶段。其中前 3 个阶段又分成前期和后期。这样共是 7 个时期：创业前期（婴儿期）、创业后期（学步期）、成长前期（青春期）、成长后期（盛年期和稳定期）、成熟前期（贵族期）、成熟后期（后贵族期）、转型期（包括官僚期、死亡期和孕育期）。

五、维持“谨慎推荐”评级

根据公司 2008 年的经营情况，我们认为三九医药 2009 年实现股改的业绩承诺问题不大，但可能需靠购并或非医药业务助力。我们预测公司 2009 年、2010 年的 EPS 分别为 0.65 元、0.75 元，维持“谨慎推荐”评级。

表 3: 财务报表及指标预测

利润表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	资产负债表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	4316.19	4747.81	5459.98	6224.37	货币资金	718.06	703.47	975.94	1301.44
营业成本	2390.32	2473.45	2780.82	3223.50	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	1925.86	2274.35	2679.15	3000.87	应收账款	1344.41	1547.91	1780.10	2029.32
% 营业收入	44.62%	47.90%	49.07%	48.21%	存货	484.28	500.80	564.40	656.54
营业税金及附加	0	0	0	0	预付账款	0	0	0	0
% 营业收入	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	其他流动资产	39.75	65.70	75.56	86.13
销售费用	960.69	1092.00	1255.79	1431.61	流动资产合计	2586.50	2817.88	3395.99	4073.44
% 营业收入	22.26%	23.00%	23.00%	23.00%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	337.67	528.53	648.66	713.29	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	7.82%	11.13%	11.88%	11.46%	长期股权投资	0	0	0	0
财务费用	5.74	-9.77	-14.24	-19.62	投资性房地产	0	0	0	0
% 营业收入	0.13%	-0.21%	-0.26%	-0.32%	固定资产合计	1255.94	1256.38	1250.95	1239.63
资产减值损失	0	0	0	0	无形资产	1117.21	977.56	837.91	698.26
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	9.06	0.00	0.00	0.00	递延所得税资产	0	0	0	0
营业利润	621.76	663.59	788.94	875.60	其他非流动资产	0	0	0	0
% 营业收入	14.41%	13.98%	14.45%	14.07%	资产总计	5051.46	5143.63	5576.66	6103.14
营业外收支	20.06	0.00	0.00	0.00	短期贷款	95.45	0.00	0.00	0.00
利润总额	646.00	803.24	928.59	1015.25	应付款项	713.59	673.62	759.17	883.12
% 营业收入	14.97%	16.92%	17.01%	16.31%	预收账款	0	0	0	0
所得税费用	104.85	130.37	150.71	164.77	应付职工薪酬	0	0	0	0
净利润	541.14	672.88	777.88	850.47	应交税费	0	0	0	0
归属于母公司所有者					其他流动负债	815.10	840.84	954.95	1102.34
的净利润	500.09	632.88	737.88	810.47	流动负债合计	1624.15	1514.46	1714.12	1985.46
少数股东损益	41.05	40.00	40.00	40.00	长期借款	14.63	14.63	14.63	14.63
EPS (元/股)	0.51	0.65	0.75	0.83	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)	2008A	2009E	2010E	2011E	递延所得税负债	0	0	0	0
经营活动现金流净额	1116.38	623.87	888.98	992.84	其他非流动负债	0	0	0	0
取得投资收益					负债合计	1638.78	1529.09	1728.75	2000.08
收回现金	0	0	0	0	归属于母公司				
长期股权投资	0	0	0	0	所有者权益	3200.05	3389.91	3611.28	3854.42
无形资产投资	0	0	0	0	少数股东权益	212.63	224.63	236.63	248.63
固定资产投资	-1196.32	-100.00	-100.00	-100.00	股东权益	3412.68	3614.55	3847.91	4103.05
其他	-66.70	0.00	0.00	0.00	负债及股东权益	5051.46	5143.63	5576.66	6103.14
投资活动现金流净额	-1263.02	-100.00	-100.00	-100.00	基本指标	2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.51	0.65	0.75	0.83
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	BVPS	3.27	3.46	3.69	3.94
银行贷款增加 (减少)	-3009.08	-95.45	0.00	0.00	PE	29.91	23.63	20.27	18.46
筹资成本	0	0	0	0	PEG				

其他	3050.57	0.00	0.00	0.00	PB	4.67	4.41	4.14	3.88
筹资活动现金流净额	21.30	-538.46	-516.52	-567.33	EV/EBITDA	21.05	16.75	14.67	13.51
现金净流量	-125.34	-14.60	272.47	325.50	ROE	15.63%	18.67%	20.43%	21.03%

分析师介绍

叶颂涛，中南财经大学计统系毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。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，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。