

中药 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

三九医药

000999

推荐

股改过后迎来新发展

三九医药 3 月 14 日公布年报, 实现营业收入 43 亿元, 归属于母公司所有者净利润 5 亿元, 分别同比增长 24% 和 77%, EPS 0.51 元, 符合预期, 同时公司拟 10 股派 2 元。

投资要点:

- 公司 08 年实现营业收入 43 亿元, 同比增长 24%, 归属于上市公司股东净利润 5 亿元, 同比增长 77%, 完全符合我们一直以来的预期, 也完成了股改时的业绩承诺。
- 公司在收入增长的同时毛利率下滑 2%, 其原因是本年度统计口径中有部分毛利率较低的房地产业务, 实际毛利率保持平稳。分业务来看, 公司制药业务增长 18.8%, 医药商业增长 9.4%, 其他业务中, 医疗服务增长 53%, 包装印刷持平。公司营业收入和利润的主体均来自制药业务, 其中 OTC 增长 13.4%, 中药处方药销售额增长 37%, 抗生素制剂增长较快, 但由于原料药销售下滑, 抗生素及普药整体增长 16.8%; 免煎中药增长 64%。
- 公司业绩大幅上涨的原因除销售收入和利润的增长外, 主要来自于债务问题解决后财务费用大幅下降 1 亿元以及上年同期大幅计提了资产减值损失和实际所得税率的下降。
- 从公司的经营情况来看, 我们预计公司 09 年将保持稳定增长。其中: 核心的 OTC 业务稳定增长, 感冒及皮肤病系列将继续扩大市场份额, 小儿感冒灵、强力枇杷露、小儿止咳糖浆和复方氨酚烷胺等新品种将保持较高增速。中药处方药销售在行业短暂影响过后将继续增长, 咪唑斯丁缓释片是处方药的新增长点, 后续的收购也将为处方药业务带来新的品种, 公司处方药业务将迎来新的发展阶段。公司近期在辽宁新民投资建设原料基地解决抗生素的原料制约。同时, 公司将大力开拓第三终端, 迎接医改带来的新机遇。
- 公司目前内外发展环境良好, 步入新的增长阶段, 在保持国内 OTC 龙头地位的同时向处方药和第三终端拓展。我们预测公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.65、0.78、0.96 元, 目前动态市盈率不到 25 倍, 业绩增长确定, 值得长期投资, 维持推荐的投资评级。

6-12 个月目标价: 16.25 元

当前股价: 15.28 元

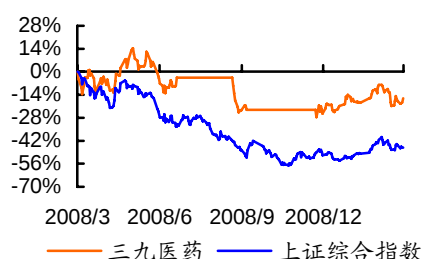
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2133.88
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	338
流通市值(亿)	52
EPS (TTM)	
每股净资产(元)	2.95
资产负债率	62.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三九医药	-9.05	12.27	42.50
上证综合指数	-5.08	9.19	2.61



相关报告

- 20081030 增长确定的 OTC 首选品种 - 推荐
- 20080805 业绩符合预期 成为一线医药股 - 推荐
- 20080630 老品牌延伸价值 新三九重装上阵 - 推荐

主要财务指标

单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4316	4519	5205	5929
同比(%)	24%	5%	15%	14%
归属母公司净利润(百万元)	500	632	767	936
同比(%)	77%	26%	21%	22%
毛利率(%)	45.5%	49.3%	50.1%	50.8%
ROE(%)	15.6%	16.5%	16.7%	16.9%
每股收益(元)	0.51	0.65	0.78	0.96
P/E	29.91	23.68	19.50	15.99
P/B	4.67	3.90	3.25	2.70
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源: 中投证券研究所

一、股改后首份年报兑现承诺

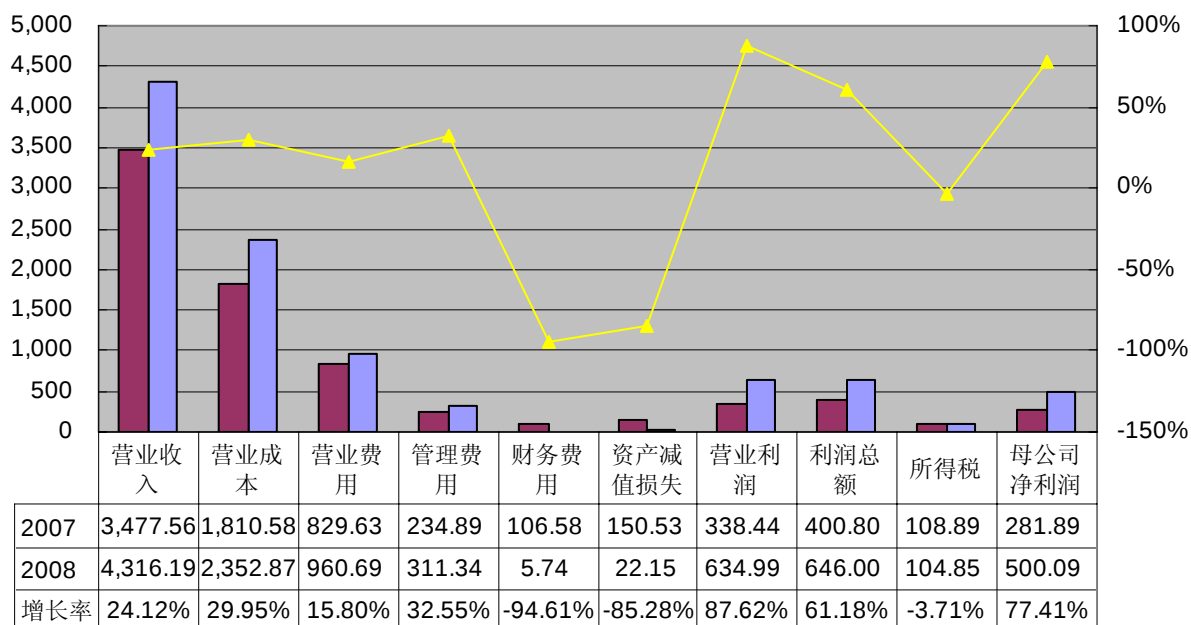
三九医药 3 月 14 日交出了股改完成后的第一份年报，实现 EPS 0.51 元，出色的完成了股改时的承诺。

公司 2008 年营业收入同比增长 24.1%，而毛利率下滑 2%，其原因是本年度统计口径中有部分毛利率较低的房地产业务，实际毛利率保持平稳。销售费用率有所下降，管理费用率上升。总体经营情况保持平稳增长。

分业务来看，公司制药业务增长 18.8%，医药商业增长 9.4%，其他业务中，医疗服务增长 53%，包装印刷持平。公司营业收入和利润的主体均来自制药业务，其中 OTC 增长 13.4%，中药处方药销售额增长 37%，抗生素制剂增长较快，但由于原料药销售下滑，抗生素及普药整体增长 16.8%；免煎中药增长 64%。

公司业绩大幅上涨的原因除销售收入和利润的增长外，主要来自于华润入主后，债务问题解决导致财务费用大幅下降 1 亿元，不考虑财务费用的影响，实际公司营业利润增长 43%。此外，上年同期公司对资产质量进行夯实，大幅计提了资产减值损失以及实际所得税率的下降也是公司业绩增长的重要原因。

图 1 三九医药主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司年报，中投证券研究所

从季度数据来看，公司 4 季度的收入增长较快，但毛利率略有下滑，同时计提了较多的资产减值损失，最终实现的净利润保持了正常水平。

表 1：三九医药的季度盈利性数据

财务指标	07 年 1Q	07 年 2Q	07 年 3Q	07 年 4Q	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q
营业收入	703.13	889.52	808.62	1,076.29	898.92	1,011.35	921.60	1,484.31
营业成本	379.94	448.07	420.26	562.30	486.94	524.44	480.35	861.13
营业费用	185.23	221.99	201.76	220.64	247.56	233.78	210.63	268.72
管理费用	47.06	62.47	50.93	74.42	60.62	66.61	65.80	118.31
财务费用	47.14	45.19	53.58	-39.33	1.70	1.50	1.97	0.57
资产减值损失	0.10	21.95	7.00	121.49	1.47	8.36	-34.96	47.29
营业利润	41.26	86.66	72.94	137.58	99.59	177.43	195.51	162.47
利润总额	40.44	87.01	80.91	192.44	104.24	175.00	198.06	168.70
所得税	14.37	8.96	11.89	73.67	21.32	32.20	25.48	25.85
归属于母公司	23.02	70.91	65.25	122.70	78.73	130.70	160.12	130.54
净利润								
收入增长率	10.00%	27.85%	29.88%	10.40%	27.85%	13.70%	13.97%	37.91%
毛利率	45.96%	49.63%	48.03%	47.76%	45.83%	48.14%	47.88%	41.98%
营业费用率	26.34%	24.96%	24.95%	20.50%	27.54%	23.12%	22.86%	18.10%
管理费用率	6.69%	7.02%	6.30%	6.91%	6.74%	6.59%	7.14%	7.97%
财务费用率	6.70%	5.08%	6.63%	-3.65%	0.19%	0.15%	0.21%	0.04%
实际所得税率	35.54%	10.30%	14.69%	38.28%	20.45%	18.40%	12.87%	15.32%

资料来源：三九医药历年报表、中投证券研究所

二、业绩增长确定，值得长期投资

从公司的经营情况来看，08 年完成股改承诺相当轻松，甚至留有余地，我们预计公司 09 年也将保持业绩的稳定增长。从公司制药业务的四大模块来看：核心的 OTC 业务稳定增长，公司进行品类规划的感冒及皮肤病系列将继续扩大市场份额，小儿感冒灵、强力枇杷露、小儿止咳糖浆和复方氨酚烷胺等新品种将保持较高增速。中药处方药销售在行业短暂影响过后将继续增长，另一处方药咪唑斯丁缓释片是处方药的新增长点，后续的收购也将为处方药业务带来新的品种，公司处方药业务将迎来新的发展阶段。抗生素无水唑啉钠及头孢塞肟钠是抗生素业务主要贡献者，公司近期在辽宁新民投资建设原料基地解决该产品的原料制约。在免煎中药业务上，公司也将维持行业地位，等待政策突破。同时，公司将大力开拓第三终端，迎接医改带来的新机遇。

公司目前内外发展环境良好，步入新的增长阶段，在保持国内 OTC 龙头地位的同时向处方药和第三终端拓展。我们预测公司 09、10、11 年 EPS 分别为 0.65、0.78、0.96 元，目前动态市盈率不到 25 倍，业绩增长确定，值得长期投资，维持推荐的投资评级。

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2587	3132	4025	5158	营业收入	4316	4519	5205	5929
现金	718	1214	1827	2664	营业成本	2353	2289	2596	2915
应收账款	431	451	519	591	营业税金及附加	37	39	45	51
其它应收款	236	247	285	325	营业费用	961	1039	1197	1334
预付账款	30	29	33	37	管理费用	311	316	364	415
存货	484	471	534	600	财务费用	6	-3	-10	-18
其他	688	719	827	941	资产减值损失	22	22	22	22
非流动资产	2465	2586	2613	2619	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	16	34	34	34	投资净收益	9	0	0	0
固定资产	1048	1215	1290	1314	营业利润	635	816	991	1209
无形资产	1095	1095	1095	1095	营业外收入	24	0	0	0
其他	306	242	194	176	营业外支出	13	0	0	0
资产总计	5051	5718	6638	7776	利润总额	646	816	991	1209
流动负债	1624	1606	1696	1821	所得税	105	132	161	196
短期借款	95	50	50	50	净利润	541	684	830	1012
应付账款	597	581	659	740	少数股东损益	41	52	63	77
其他	931	974	987	1031	归属母公司净利润	500	632	767	936
非流动负债	15	15	15	15	EBITDA	734	932	1123	1353
长期借款	15	15	15	15	EPS (元)	0.51	0.65	0.78	0.96
其他	-0	-0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	1639	1620	1710	1836	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	213	264	327	404	成长能力				
股本	979	979	979	979	营业收入	24.1%	4.7%	15.2%	13.9%
资本公积	1347	1347	1347	1347	营业利润	87.6%	28.5%	21.4%	22.0%
留存收益	876	1507	2274	3210	归属于母公司净利润	77.4%	26.3%	21.4%	22.0%
归属母公司股东权益	3200	3834	4600	5536	获利能力				
负债和股东权益	5051	5718	6638	7776	毛利率	45.5%	49.3%	50.1%	50.8%
现金流量表					净利率	11.6%	14.0%	14.7%	15.8%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	15.6%	16.5%	16.7%	16.9%
经营活动现金流	1116	689	752	970	ROIC	22.2%	26.1%	28.7%	32.7%
净利润	541	684	830	1012	偿债能力				
折旧摊销	93	119	143	162	资产负债率	32.4%	28.3%	25.8%	23.6%
财务费用	6	-3	-10	-18	净负债比率	6.72%	3.99%	3.78%	3.52%
投资损失	-9	0	0	0	流动比率	1.59	1.95	2.37	2.83
营运资金变动	455	-52	-291	-276	速动比率	1.29	1.65	2.06	2.50
其它	30	-58	81	89	营运能力				
投资活动现金流	-1263	-150	-150	-150	总资产周转率	0.67	0.84	0.84	0.82
资本支出	1203	150	150	150	应收账款周转率	5	5	5	5
长期投资	-0	0	0	0	应付账款周转率	4.44	3.89	4.19	4.17
其他	-60	0	0	0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	21	-42	10	18	每股收益(最新摊薄)	0.51	0.65	0.78	0.96
短期借款	-2976	-45	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.70	0.77	0.99
长期借款	-1	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.92	4.70	5.66
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-2	0	0	0	P/E	29.91	23.68	19.50	15.99
其他	3000	3	10	18	P/B	4.67	3.90	3.25	2.70
现金净增加额	-126	496	612	838	EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434