

三精制药 (600829)

——业务转型的阵痛

推荐

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 4 月 17 日

投资要点:

- 2008 年公司实现销售收入 26 亿元, 同比增长 14.38%, 营业利润 3.38 亿元, 同比增长 21.66%, 利润总额 2.81 亿元, 同比增长 16.46%, 属于母公司的净利润 2.69 亿元, 同比增长 0.45%, 每股收益 0.70 元, 符合我们的预期;
- 2009 年第一季度公司实现销售收入 5.47 亿元, 同比增长 1.77%, 属于母公司的净利润 5800 万元, 同比下滑 1.25%, 每股收益 0.15 元;
- 公司正处在专注于 OTC 产品和 OTC 产品和普药产品共同发展的调整阶段, 销售策略和产品结构的调整以及整个行业增长趋势放缓放大了公司销售收入下滑的速度, 预计公司销售收入在 2009 年后三个季度恢复性增长, 2010 年在普药产品销售增长的情况下保持或超过行业平均增长速度;
- 公司在 2008 年第四季度和 2009 年第一季度实现了 11.5 亿元应收票据的变现, 消除了市场对公司资产负债表的担忧;
- 公司 2008 年每 10 股派 7.4 元, 股息率超过 4%;
- 预计公司 2009 年和 2010 年每股收益 0.83 元和 0.95 元, 维持推荐的投资评级。

业绩预测:

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2007	226,821	9.70	26,809	23.69	0.69		23.27	
2008	259,434	14.38	26,928	0.45	0.70		23.17	
2009E	280,189	8%	32,127	19	0.83		19.44	
2010E	322,218	15%	36,544	14	0.95		16.98	

走势图



市场数据

2009-4-16

收盘价:	16.14 元
52 周最高价:	22.63 元
52 周最低价:	10.01 元
平均持仓成本:	15.51 元

基本数据

2009Q1

总股本 (万股):	38,659
流通 A 股 (万股):	38,659
每股收益 (元):	0.15
每股净资产 (元):	4.00
每股经营现金流 (元):	1.18
市净率:	4.04

分析师: 宋晗

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nesc.cn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20F

(邮编 200002)

2009 年 4 月 17 日,三精制药公布了 2008 年年报和 2009 年第一季度报告。2008 年公司实现销售收入 26 亿元,同比增长 14.38%, 营业利润 3.38 亿元, 同比增长 21.66%, 利润总额 2.81 亿元, 同比增长 16.46%, 属于母公司的净利润 2.69 亿元, 同比增长 0.45%, 每股收益 0.70 元, 符合我们的预期。

2009 年第一季度公司实现销售收入 5.47 亿元, 同比增长 1.77%, 属于母公司的净利润 5800 万元, 同比下滑 1.25%, 每股收益 0.15 元。

1. 业务转型的阵痛

三精制药是传统的 OTC 企业, 虽然也有处方药产品的, 但是主要依靠电视广告等模式进行推广, 主要的 OTC 产品葡萄糖酸钙口服液、葡萄糖酸锌口服液和双黄连口服液销售额都超过 3 亿元。OTC 产品一般经过多层代理商进行销售, 所以在销售渠道中会有很大的渠道库存, 在市场行情看好的情况下, 渠道会积极的进货, 表现为销售收入的大幅增长, 而在市场行情不好的情况下, 渠道商急于消化库存, 将不会向生产厂家继续进货, 表现为销售收入的大幅回落, 但是这种波动一般表现在季度, 一般很少超过 1 年的时间。

对于三精制药来说, 四季度以来的恶劣宏观环境以及医改都对经销商经营 OTC 产品产生了一定的影响, 从而放缓了进货, 使得公司四季度以来销售收入增长速度下滑。另一方面公司也主动地调整了销售策略, 在继续关注 OTC 市场的同时, 把销售的中心放到了普药方面, 加大了普药的销售力度, 表现为毛利率和销售费用率双双大幅下降。

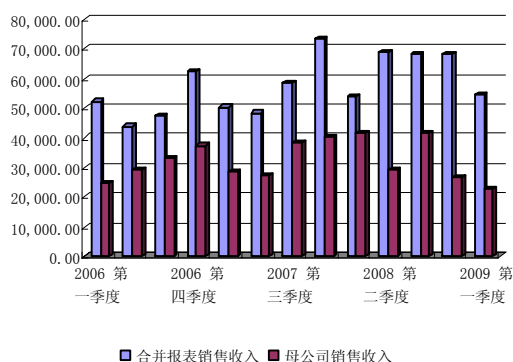
公司 2008 年四季度单季度的销售收入同比下降了 7.3%, 而主要生产 OTC 产品的母公司的销售收入下降了 34.7%, 2009 年一季度销售收入只增长 1.77%, 而母公司的销售收入下降 45.6%。母公司产品销售收入下降的原因一部分是 OTC 产品销售下滑, 另一方面可能是母公司把产品通过子公司三精营销销售时内部定价较低, 而三精营销承担了全部的销售费用。

三精制药 2009 年一季度销售收入增长缓慢有公司的原因, 但是和行业的大环境也有较大的关系, 随着行业环境逐步的好转以及公司在普药市场上逐步开拓, 公司产品销售收入会有一个恢复性的增长。

公司虽然毛利率下滑, 但是销售费用率的下降使得公司依然保持 10%以上的

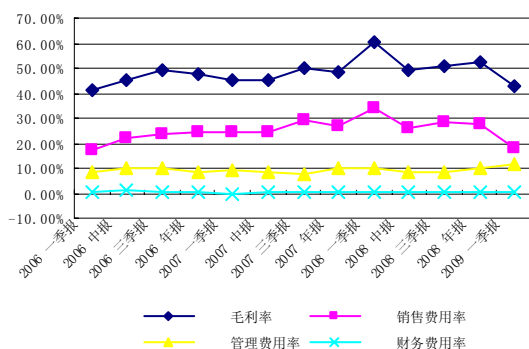
销售利润率，公司依然具有很高的盈利能力

图一、公司合并和母公司销售收入季度对比图



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

图二、毛利率和销售费用率双双下降



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

2. 巨额应收票据变现

公司在 2008 年第三季度时有 11.5 亿元巨额应收票据，市场一度担心这些应收票据无法收回，到 2009 年第一季度，应收票据已经下降到 2.3 亿元。而同时公司的现金大幅上升到超过 7 亿元，应收票据的风险已经得到释放。

由于公司加大了对医院市场的销售，所以应收账款增长较快，2009 年第一季期末应收账款比 2008 年底增长了 30%以上，远超销售收入的增长速度，增加了应收账款回收的风险。公司的存货比 2009 年底有所下降，存货周转率保持在 4 倍左右的良好水平。

随着公司巨额应收票据的释放，公司归还了大部分的贷款，到 2009 年底公司的有息贷款数下降到 8000 万元以下，公司的资产负债率也下降到 40%以下，公司的资产负债表压力得到缓解。

随着应收票据的变现，公司 2009 年第一季度的经营性现金流高达 4.5 亿元，弥补了 2008 年全年经营性现金流为负的状况。

资产负债表和现金流量表的回归正常减少了对公司资产质量的担心，可以更多的关注公司业务发展在利润表上的表现。

3. 盈利预测与投资评级

三精制药销售收入增长放缓主要是由于行业和市场原因，公司也积极的进行业务的转型，无论是 OTC 产品销售还是针对第三终端的销售，品牌和渠道都是必不可少的，而三精制药 10 年 OTC 市场运作使公司积累了一定的品牌和渠道，公司在各个地区和渠道伙伴共同设立合资子公司的模式使得公司对渠道的控制能力较强，未来在医药产品销售层次减少和渠道下沉的过程中能够率先的实现转型。

预计公司在 2009 年将会保持低速增长，2010 年以后销售收入的增长将达到甚至超过行业平均水平，预计公司 2009 年和 2010 年每股收益为 0.83 元和 0.95 元，对应的市盈率只有 20 倍和 17 倍，远低于其他 OTC 和普药生产企业，维持对公司推荐的投资评级。

盈利预测表

单位：万元

	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年
营业收入	226,821	259,434	280,189	322,218
营业总成本	204,200	225,636	241,580	276,463
营业成本	117,067	122,607	155,505	180,442
营业税金及附加	1,910	2,571	3,000	3,500
销售费用	61,244	71,032	50,434	56,388
管理费用	21,949	26,827	30,260	33,833
财务费用	790	1,386	981	500
资产减值损失	1,239	1,211	1,400	1,800
其他经营收益				
公允价值变动净收益	270	-270	0	0
投资净收益	4,868	240	400	500
营业利润	27,758	33,769	39,009	46,255
营业外收支净额	2,643	1,636	2,000	1,800
利润总额	30,402	35,405	41,009	48,055
减：所得税	3,218	7,337	7,382	9,611
净利润	27,183	28,068	33,627	38,444
减：少数股东损益	375	1,140	1,500	1,900
归属于母公司所有者的净利润	26,809	26,928	32,127	36,544
每股收益：	0.69	0.70	0.83	0.95

投资评级说明:

行业投资评级分为: 优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为: 推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明:

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。

东北证券股份有限公司金融与产业研究所

地址: 上海市延安东路 45 号工商联大厦 20 层(邮编 200002)

电话: (8621) 6336 7000

传真: (8621) 6337 3209