

中药Ⅲ

李昱

0755-82026737

三九医药

000999

推荐

业绩大幅增长 估值存在提升空间

三九医药 8 月 6 日公布中报, 营业收入同比增长 13.85%, 归属母公司所有者净利润同比增长 55.41%, 实现 EPS 0.33 元。

投资要点:

- 三九医药 09 年 1-6 月份实现营业收入 21.96 亿元, 同比增长 13.85%, 归属母公司所有者净利润 3.25 亿元, 同比增长 55.41%, 实现 EPS 0.33 元, 符合我们之前的预期。公司业绩大幅增长的原因来自于医药主业的快速增长。公司上半年医药制造业收入增长超过 20%, 远高于其他业务的 4%。
- 公司进一步聚焦医药主业, 毛利率提高 3.69%, 同时战略整合初见成效, 期间费用率明显下降。
- 从制药业务的四大板块来看, OTC 和中药处方药增长 20%, 其中主要品种感冒灵、胃泰和参附增长迅速, 公司研发的糠酸莫米松凝胶以及新收购金蟾生化的华蟾素等产品将为公司未来增长提供动力。中药配方颗粒增长超过 40%, 我们看好这一产业的发展前景。抗生素业务由于公司放弃生产盈利较差的头孢拉定整体基本持平。
- 三九胃泰和正天丸有望进入即将出台的基本药物目录的出台将给公司带来新的增长机会。
- 公司股改承诺 09 年业绩 0.65 元, 上半年已实现 0.33 元, 完成业绩承诺行有余力。公司的增长速度也超出了市场年初的预期, 体现了公司在华润入主和解决财务问题后, 结构整合取得明显成效, 经营效率得到提升, 我们认为公司未来有能力发展为国内最大的品牌中药生产和销售企业。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.67、0.80、1.03 元, 目前估值水平为 09 年 25X, 10 年 21X PE, 而目前 A 股和医药板块的整体动态市盈率均已超过 09 年 30X PE, 三九医药盈利增速明显快于市场整体水平, 确定性强, 目前估值水平明显偏低, 按照 09 年 30X PE, 我们给予公司 20.10 元的目标价, 维持“推荐”的投资评级。

6-12 个月目标价: 20.10 元

当前股价: 16.18 元

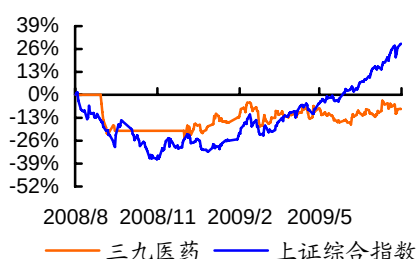
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	3471.44
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	338
流通市值(亿)	55
EPS (TTM)	0.60
每股净资产(元)	3.49
资产负债率	32.4%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
三九医药	3.25	-0.19	6.35
上证综合指数	12.40	35.61	64.70



相关报告

《三九医药-股改过后迎来新发展》
2009-3-15

主要财务指标

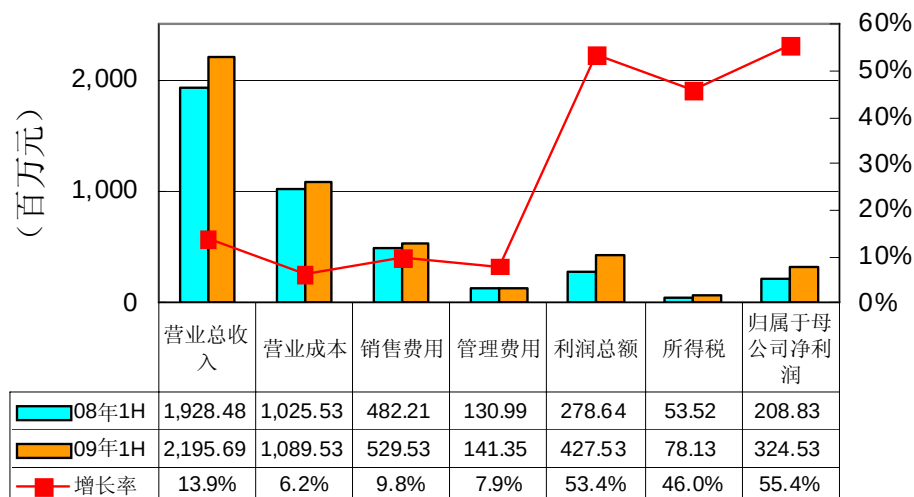
单位: 百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4316	4468	5101	5811
同比(%)	24%	4%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	500	652	782	1011
同比(%)	77%	30%	20%	29%
毛利率(%)	45.5%	50.8%	51.8%	52.9%
ROE(%)	15.6%	17.8%	17.6%	18.5%
每股收益(元)	0.51	0.67	0.80	1.03
P/E	33.14	25.42	21.20	16.39
P/B	5.18	4.53	3.73	3.04
EV/EBITDA	22	17	14	11

资料来源: 中投证券研究所

一、中期业绩延续一季度增长势头

三九医药 09 年中期销售收入同比增长 13.9%，归属于母公司的净利润同比增长 55.4% 实现每股收益 0.33 元，延续了第一季度良好的增长势头。

图 1 三九医药 09 年中期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

从各项主要指标来看：

营业收入同比增长 13.9%，而毛利率增长 3.69%，主要原因是高利率的制药业务增长较快，而低毛利率的医药商业、包装印刷业务收入规模并未扩大；

而在毛利率提升的同时，公司期间费用率也持续降低，营业费用率的降低主要原因是 09 年公司广告投放进度较 08 年有所压后，预计全年营业费用率应基本持平，而管理费用率的降低则是公司结构扁平化，经营效率提高的体现；

此外，三九医药 09 年上半年经营性现金流 3.11 亿，大幅下降-58.7%，主要原因是去年同期收到大股东还款 3.85 亿元和收到深圳金融租赁公司还款 3596 万元导致，扣除此部分影响后，基本持平。

从季度数据来看，三九医药 09 年二季度各项数据延续了一季度以来的增长趋势，公司连续业绩出色说明公司经营状况确实非常良好，打消了市场对公司增长速度放缓的忧虑。公司中期已经完成了业绩承诺的一半，完成业绩承诺毫无悬念，并将为明年的增长奠定良好基础。

表 1: 三九医药的季度盈利性数据

财务指标	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q	09 年 1Q	09 年 2Q	092Q 同比	092Q 环比
营业收入	924.47	1,004.01	903.40	1,484.31	1,089.47	1,106.22	10.18%	1.54%
营业成本	497.77	527.76	466.21	861.13	523.20	566.33	7.31%	8.24%
营业费用	251.34	230.87	209.75	268.72	277.92	251.62	8.99%	-9.46%
管理费用	63.73	67.26	62.05	118.31	64.59	76.76	14.13%	18.85%
财务费用	1.69	1.52	1.96	0.57	1.08	0.38	-74.99%	-64.80%
营业利润	107.51	168.69	196.33	162.47	219.80	200.55	18.89%	-8.76%
投资收益	1.17	4.52	0.54	2.84	0.62	1.06	-76.45%	71.24%
利润总额	112.30	166.34	198.66	168.70	223.12	204.41	22.89%	-8.38%
所得税	23.19	30.32	25.49	25.85	43.24	34.89	15.05%	-19.32%
归属于母公司								
净利润	82.53	126.30	160.72	130.54	166.26	158.27	25.32%	-4.80%
EPS	0.084	0.129	0.164	0.133	0.170	0.162	25.32%	-4.80%
毛利率	46.16%	47.43%	48.39%	41.98%	51.98%	48.80%	1.37%	-3.17%
营业费用率	27.19%	23.00%	23.22%	18.10%	25.51%	22.75%	-0.25%	-2.76%
管理费用率	6.89%	6.70%	6.87%	7.97%	5.93%	6.94%	0.24%	1.01%
实际所得税率	20.65%	18.23%	12.83%	15.32%	19.38%	17.07%	-1.16%	-2.31%

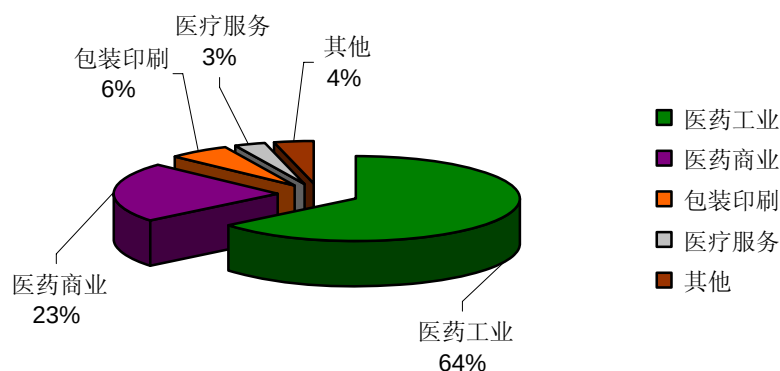
资料来源：三九医药历年报表、中投证券研究所

二、制药业务增长良好，主业集中度进一步提高

三九医药未来数年的整体发展战略是聚焦于制药业务，通过对外收购等途径丰富产品种类，开展品类规划，打造国内最大的品牌中药企业。

从 09 年中期情况来看，公司这一战略执行相当到位。公司制药业务增长 20.21%，其他业务板块仅增长 4%。医药工业在公司整体收入占比从 07 年的 57% 提升至 64%。

图 2: 三九医药各业务板块的收入占比



资料来源：公司历年报表、中投证券研究所

制药业务的四大板块中，OTC 板块增长超过 20%，快于行业增长水平，体现了公司的竞争实力。主要品种中感冒灵增长 39.83%，如此快速的增长原因包括：1、公司品牌优势明显，同时针对不同需求群体采取品类规划；2、今年我国感冒发病率提升以及流感的流行；3、伪麻黄碱类感冒药销售受到影响。而小儿感冒灵、复方氨酚烷胺、强枇杷等新品增长迅速。三九胃泰增长 34.47%，超出预期，胃泰是公司老产品中 08 年重点投入的品种，仍有较大的增长空间。另外一个老品种皮炎平则增长 8%，较为平稳，在皮肤病领域，公司已有新品糠酸莫米松凝胶获得生产批文，将为这一品类带来新的增长动力。

中药处方药虽然受到注射剂不良反应事件的影响，仍然保持了 20% 的增长速度，我们认为，注射剂的不良反应事件虽然影响了行业整体的增长，但有利于优势企业的优势品种，上市公司中，康缘的热毒宁和益佰的艾迪注射液也增长迅速。公司近期还收购了安徽金蟾生化，获取抗肿瘤产品华蟾素系列，此次收购短期内不会给公司带来业绩增厚，但长期来看，华蟾素依托公司的品牌和渠道未来有成为又一重磅产品的可能。

中药配方颗粒增长超过 40%，收入超过 6000 万，是增长最为迅速的业务板块。我们认为，该行业仍处在成长阶段，其发展取决于大众对该产品疗效是否认可，基于日韩的经验，我们持较为乐观的态度，而其便利性使该产品具有较强的竞争力。而公司将在安徽建立配方颗粒的生产基地，临近亳州药材市场，将解决该产品产能问题，我们认为该业务将成为公司未来增长的重要动力之一。

抗生素业务则由于公司放弃了不盈利的头孢拉定的生产，整体基本持平，未来也不会是公司主要的发展方向。

三、前景预期和盈利预测

公司目前各项业务增长良好，我们认为全年制药业务收入能够维持 20% 的增长。而三九胃泰和正天丸有望进入即将出台的基本药物目录，将会给公司带来新的增长机会。

公司股改承诺 09 年业绩 0.65 元，上半年已实现 0.33 元，完成业绩承诺行有余力。公司的增长速度也超出了市场年初的预期，体现了公司在华润入主和解决财务问题后，结构整合取得明显成效，经营效率得到提升，我们认为公司未来有能力发展为国内最大的品牌中药生产和销售企业。我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.67、0.80、1.03 元，目前估值水平为 09 年 25X，10 年 21X PE，而目前 A 股和医药板块的整体动态市盈率均已超过 09 年 30X PE，三九

医药盈利增速明显快于市场整体水平，确定性强，目前估值水平明显偏低，按照 09 年 30X PE，我们给予公司 20.10 元的目标价，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	2928	3777	4941	营业收入	4316	4468	5101	5811
现金	718	1045	1642	2522	营业成本	2353	2200	2457	2737
应收账款	431	446	509	580	营业税金及附加	37	39	44	50
其它应收款	236	245	279	318	营业费用	961	1072	1224	1308
预付账款	30	28	31	35	管理费用	311	290	332	378
存货	484	453	506	563	财务费用	6	-1	-7	-14
其他	688	711	811	922	资产减值损失	22	22	22	22
非流动资产	2465	2630	2697	2738	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	1259	1375	1434	营业利润	635	846	1029	1330
无形资产	1095	1095	1095	1095	营业外收入	24	15	0	0
其他	306	242	194	176	营业外支出	13	3	0	0
资产总计	5051	5558	6475	7679	利润总额	646	858	1029	1330
流动负债	1624	1598	1671	1784	所得税	105	154	185	239
短期借款	95	50	50	50	净利润	541	703	844	1091
应付账款	597	558	624	695	少数股东损益	41	51	62	80
其他	931	989	997	1040	归属母公司净利润	500	652	782	1011
非流动负债	15	38	38	38	EBITDA	734	965	1172	1490
长期借款	15	38	38	38	EPS (元)	0.51	0.67	0.80	1.03
其他	-0	0	0	0					
负债合计	1639	1636	1709	1822	主要财务比率				
少数股东权益	213	264	326	406	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积	1347	1347	1347	1347	营业收入	24.1%	3.5%	14.2%	13.9%
留存收益	876	1332	2114	3125	营业利润	87.6%	33.2%	21.6%	29.3%
归属母公司股东权益	3200	3658	4440	5451	归属于母公司净利润	77.4%	30.4%	19.9%	29.3%
负债和股东权益	5051	5558	6475	7679	获利能力				
					毛利率	45.5%	50.8%	51.8%	52.9%
					净利率	11.6%	14.6%	15.3%	17.4%
					ROE	15.6%	17.8%	17.6%	18.5%
					ROIC	22.2%	26.4%	28.9%	34.6%
					偿债能力				
					资产负债率	32.4%	29.4%	26.4%	23.7%
					净负债比率	6.72%	5.38%	5.15%	4.83%
					流动比率	1.59	1.83	2.26	2.77
					速动比率	1.29	1.55	1.95	2.45
					营运能力				
					总资产周转率	0.67	0.84	0.85	0.82
					应收账款周转率	5	5	5	5
					应付账款周转率	4.44	3.81	4.16	4.15
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.51	0.67	0.80	1.03
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.14	0.76	0.81	1.09
					每股净资产(最新摊薄)	3.27	3.74	4.54	5.57
					估值比率				
					P/E	33.14	25.42	21.20	16.39
					P/B	5.18	4.53	3.73	3.04
					EV/EBITDA	22	17	14	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