

上市公司动态报告

中成药

中期业绩符合预期 医药主业快速增长

医药工业增速喜人 利润增幅大于收入增幅

报告期内公司实现营业收入 21.95 亿元,较去年同期增长 13.86%。其中,医药工业实现营收 14 亿,同比增长 22%,好于我们的预期。在制药业务模块中,OTC、中药处方药及中药配方颗粒业务营业额均较去年同期大幅增长,抗生素及普药业务由于原料药营业额下滑,导致该业务整体与去年同期持平。OTC 模块中核心产品感冒灵和三九胃泰的表现尤为出色,营业收入分别较去年同期增长 39.61%和 34.47%,参附增长 24.84%;新产品小儿感冒灵、复方氨酚烷胺、强力枇杷露等增长快速。09 年中期公司净利润同比增长 55.41%,大于收入增幅,主要原因为收入结构调整,高毛利的医药工业收入增长快于其他行业,导致收入结构中医药工业的占比同比增长 4.5 个百分点,综合毛利率提高 2.8 个百分点。

外延式收购弥补研发短板兼顾产能扩张

研发一直是公司的短板,在多数主导产品销售进入成熟期后,丰富公司产品线成为公司的当务之急。报告期内,公司收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂,补充了抗肿瘤、降血脂等领域的产品。其中三九黄石的雷公藤片、泰脂安胶囊和安徽金蟾生化的华蟾素都是独家产品。另外公司研发的用于治疗神经性皮炎的糠酸莫米松凝胶在报告期内也取得了生产批文。这些产品有的与公司现有的产品治疗领域重合,有的弥补了原产品线的不足,相信公司强大的营销能力会使这些新产品成为成长的新动力。在主业迅速发展之时,产能制约也是公司面临的问题之一。通过收购和在淮北新建中药配方颗粒生产基地,公司现有产能也能得到扩张。

盈利预测与投资评级

大股东已经做出业绩承诺,09 年业绩不低于 0.65 元,而中期已经实现了 0.33 元,符合预期,尤其是制药工业的快速增长好于市场预期,也体现了公司管理层在华润入主之后做强主业的能力。鉴于公司主业的迅速好转及医药工业的快速增长,我们略为调升公司 09-10 年实现营收至 47.6 亿和 55.5 亿,实现归属于母公司所有者的净利润为 6.6 和 7.5 亿,对应 EPS 为 0.67 元和 0.80 元,是增长确定的长线投资品种。目前的股价对应 10 年动态 PE 为 21 倍,鉴于目前 A 股医药板块整体估值偏高,公司的股价具有一定的安全边际,目标价位 19.25 元,维持“增持”评级。

预测和比率

	2008A	2009F	2010F	2011F
主营收入(百万)	4,316.19	4,756.88	5,396.97	6,258.77
主营收入增长率	27.02%	10.21%	13.46%	15.97%
净利润(百万)	500.09	660.09	782.96	982.39
净利润增长率	90.54%	31.99%	18.61%	25.47%
EPS(元)	0.511	0.674	0.800	1.004
P/E	33.14	25.11	21.17	16.87

三九医药(000999)

维持

增持

罗樾

luoxi@csc.com.cn

86-10-85130957

分析日期: 2009 年 08 月 06 日

赵献兵

zhaoxianbing@csc.com.cn

86-21-68825012

当前股价: 16.93 元

目标价格 6 个月: 19.25 元

主要数据

股票价格绝对/相对市场表现(%)

1 个月	3 个月	12 个月
7.9/-1.9	4.4/-27.8	-3.7/-29.8
12 月最高/最低价(元)		17.65/12.65
总股本(万股)		97,890
流通 A 股(万股)		33,800
总市值(亿元)		166
流通市值(亿元)		57.22
近 3 月日均成交量(万)		1,013
主要股东		
华润医药控股有限公司		62.58%

股价表现



相关研究报告

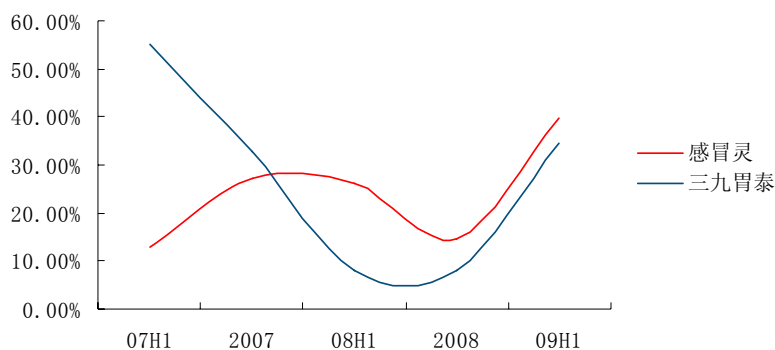
09.04.29	三九药业 一季度利润增长 110% 全年预期不变
08.03.26	三九药业: 卸下负债 轻装前行

医药工业增速喜人 中药 OTC 王者风范初显

报告期内公司实现营业收入 21.95 亿元，较去年同期增长 13.86%。其中，医药工业实现营收 14 亿，同比增长 22%，好于我们的预期。在制药业务模块中，OTC、中药处方药及中药配方颗粒业务营业额均较去年同期大幅增长，抗生素及普药业务由于原料药营业额下滑，导致该业务整体与去年同期持平。OTC 模块中核心产品感冒灵和三九胃泰的表现尤为出色，营业收入分别较去年同期增长 39.61%和 34.47%，参附增长 24.84%；新产品小儿感冒灵、复方氨酚烷胺、强力枇杷露等增长快速。

感冒灵的增长可归功于公司品类规划和针对不同需求人群细分市场的销售策略。而三九胃泰在经历了 08 年一年的平稳增长之后，公司在广告投入上狠下功夫，终于在 09 年中期取得了快速增长。公司主业好转的迹象明显，中药 OTC 王者的风范初显。

图 1：主导产品感冒灵和三九胃泰的销售增速

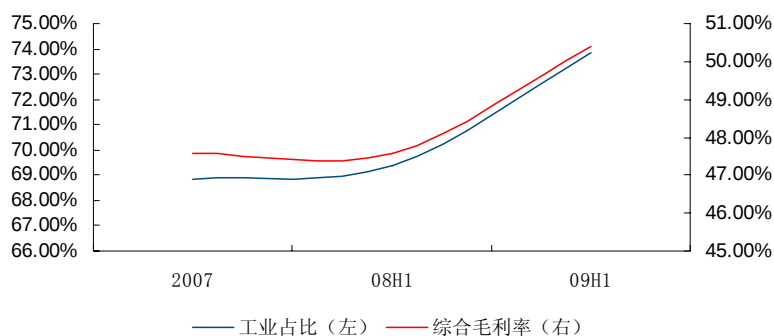


资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

收入结构调整导致毛利率升高 利润增幅大于收入增幅

09 年中期公司净利润同比增长 55.41%，大于收入增幅，主要原因为收入结构调整，高毛利的医药工业收入增长快于其他行业，导致收入结构中医药工业的占比同比增长 4.5 个百分点，综合毛利率提高 2.8 个百分点。

图 2：产业结构调整导致毛利率升高



资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

外延式发展弥补研发短板兼顾产能扩张

研发一直是公司的短板，在多数主导产品销售进入成熟期后，丰富公司产品线成为公司的当务之急。报告期内，公司收购了安徽金蟾生化股份有限公司、三九黄石制药厂，补充了抗肿瘤、降血脂等领域的产品。其中三九黄石的雷公藤片、泰脂安胶囊和安徽金蟾生化的华蟾素都是独家产品。另外公司研发的用于治疗神经性皮炎的糠酸莫米松凝胶在报告期内也取得了生产批文。这些产品有的与公司现有的产品治疗领域重合，有的弥补了原产品线的不足，相信公司强大的营销能力会使这些新产品成为成长的新动力。

在主业迅速发展之时，产能制约也是公司面临的问题之一。通过收购和在淮北新建中药配方颗粒生产基地，公司现有产能也能得到扩张。

表 1：产品线的延伸

产品线延伸方式	主要品种	治疗领域	是否独家
收购三九黄石	雷公藤片、泰脂安	类风湿性关节炎、降血脂	独家
收购安徽金蟾生化	华蟾素片/注射剂	抗肿瘤	独家
研发	糠酸莫米松凝胶	神经性皮炎	3 家

资料来源：公司公告，中信建投证券研发部

盈利预测与投资评级

大股东已经做出业绩承诺，09 年业绩不低于 0.65 元，而中期已经实现了 0.33 元，符合预期，尤其是制药工业的快速增长好于市场预期，也体现了公司管理层在华润入主之后做强主业的能力。

鉴于公司主业的迅速好转及医药工业的快速增长，我们略为调升公司 09-10 年实现营收至 47.6 亿和 55.5 亿，实现归属于母公司所有者的净利润为 6.6 和 7.5 亿，对应 EPS 为 0.67 元和 0.80 元，是增长确定的长线投资品种。目前的股价对应 10 年动态 PE 为 21 倍，鉴于目前 A 股医药板块整体估值偏高，公司的股价具有一定的安全边

际，目标价位 19.25 元，维持“增持”评级。

风险分析

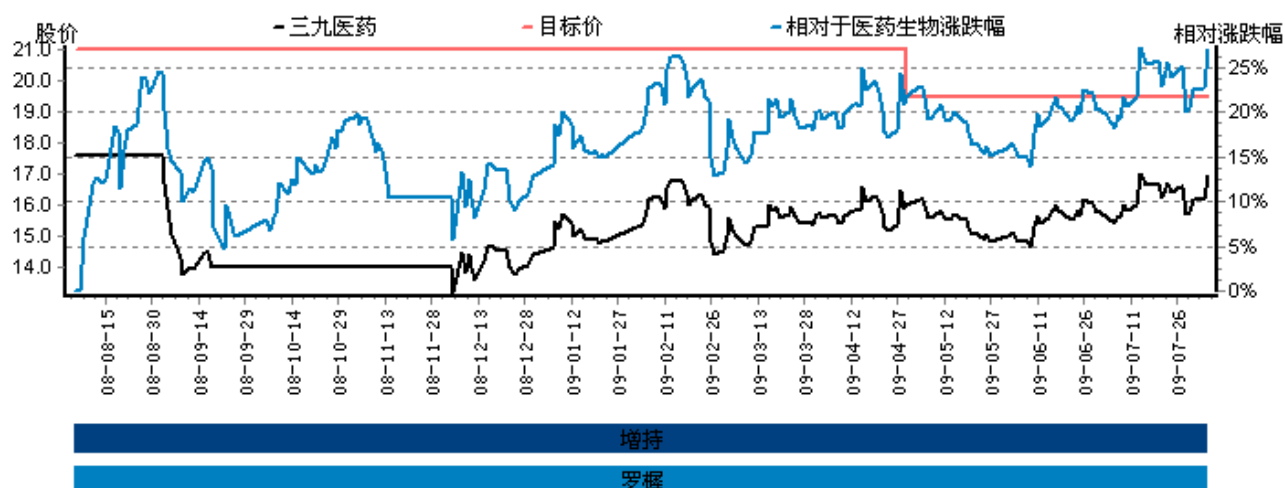
新产品上市销售低于预期，同时老产品进入成熟期销售增速稳中有降。

产品进入基本药品目录后价格下调幅度大于销量增速，影响公司的收入与利润水平。

报表预测

	2007A	2008A	2009F	增长率	2010F	增长率	2011F	增长率
利润表（万元）								
营业收入	3,398.00	4,316.19	4,756.88	10.21%	5,396.97	13.46%	6,258.77	15.97%
营业成本	1,781.00	2,352.87	2,467.50	4.87%	2,727.49	10.54%	3,077.45	12.83%
营业费用	815.00	960.69	1,099.85	14.49%	1,268.29	15.31%	1,470.81	15.97%
管理费用	221.00	311.14	326.14	4.82%	379.54	16.37%	434.63	14.52%
财务费用	102.00	5.74	9.43	64.23%	10.44	10.73%	15.82	51.53%
投资收益	9.00	9.06	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
营业利润	326.00	634.99	832.55	31.11%	986.93	18.54%	1,236.89	25.33%
利润总额	384.00	645.99	832.55	28.88%	986.93	18.54%	1,236.89	25.33%
所得税	100.00	104.85	133.21	27.05%	157.91	18.54%	197.90	25.33%
净利润	284.00	541.14	699.34	29.24%	829.02	18.54%	1,038.99	25.33%
归属母公司所有者的净利润				31.99%		18.61%		25.47%
利润	280.00	500.09	660.09		782.96		982.39	
资产负债表（万元）								
货币资金	549.00	847.00	1,081.61	27.70%	1,486.64	37.45%	1,985.82	33.58%
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应收帐款	364.00	415.00	547.37	31.90%	621.02	13.46%	720.19	15.97%
预付款项	88.00	37.00	44.40	20.01%	52.58	18.43%	61.82	17.56%
存货	410.00	627.00	797.71	27.23%	881.76	10.54%	994.90	12.83%
流动资产合计	5,711.00	6,589.00	3,245.17	-50.75%	3,918.89	20.76%	4,778.04	21.92%
非流动资产	1,415.00	1,372.00	1,623.87	18.36%	1,625.00	0.07%	1,619.23	-0.35%
资产总计	7,126.00	7,960.00	4,869.03	-38.83%	5,543.89	13.86%	6,397.27	15.39%
短期借款	3,204.00	3,103.00	0.00	N/A	0.00	N/A	0.00	N/A
应付帐款	448.00	485.00	676.03	39.39%	747.26	10.54%	843.14	12.83%
预收款项	62.00	552.00	556.76	0.86%	562.15	0.97%	568.41	1.11%
流动负债合计	4,494.00	4,980.00	1,392.82	-72.03%	1,483.54	6.51%	1,602.65	8.03%
非流动负债	25.00	19.00	10.00	-47.37%	0.00	N/A	(10.00)	N/A
少数股东权益	155.00	180.00	219.26	21.81%	265.32	21.01%	321.92	21.33%
母公司股东权益	2,453.00	2,782.00	3,244.96	16.64%	3,793.03	16.89%	4,480.70	18.13%
净营运资本	1,217.00	1,609.00	1,852.35	15.12%	2,435.35	31.47%	3,175.39	30.39%
现金流量表（万元）								
净利润	284.00	541.14	699.34	29.24%	829.02	18.54%	1,038.99	25.33%
折旧摊销	83.56	68.90	0.00	N/A	98.87	N/A	105.76	6.97%
净营运资金增加	230.00	392.00	243.35	-37.92%	583.00	139.57%	740.03	26.93%
经营活动产生现金流	87.20	112.93	4,291.16	3699.84%	760.35	-82.28%	914.72	20.30%
投资活动产生现金流	(80.03)	(0.56)	(411.00)	N/A	(100.00)	N/A	(95.00)	N/A
融资活动产生现金流	(33.19)	(29.13)	(3,645.55)	N/A	(255.33)	N/A	(320.53)	N/A
现金净增（减）	(26.02)	83.24	234.61	181.85%	405.02	72.64%	499.19	23.25%

附:



评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 6 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 6 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 6 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 6 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 6 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员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，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。我们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，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我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、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，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，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，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收到任何形式的补偿。

中信建投精神

我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断
注重研究、沟通、推介能力的全面发展
发扬敬业精神，发扬团队精神

关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构
第一家与保险公司签约的证券研究机构
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点

作者简介

罗樨，医药行业分析师；赵献兵，泛化工组负责人

地址

北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话: (8610) 8513-0588	电话: (8621) 6880-5588
传真: (8610) 6518-0322	传真: (8621) 6880-5010