

三九医药 (000999)

医药工业收入增速较快

易镜明

021-38676779

yijingming@gtjas.com

中报点评

本报告导读:

投资要点:

- 09 半年报: 主营收入、营业利润分别为 21.9、4.25 亿元, 分别同比上升 14.9%、51.3%, 净利润 3.24 亿元, 同比增长 55%。毛利率上升 (09h 50.3%, 08h 47%), 期间费用率下降 (09h 30.6%, 08h 32%), 实际税率 18.3%, EPS 0.33 元(一季度单季度 0.17, 二季度单季 0.16 元)。ROE 9.79%, 每股经营性现金流 0.32 元。
- 公司主业分为医药 (医药工业和医药商业)、房地产、包装、其他, 医药 08 年占收入比重的 77.6%, 但占毛利比重 88%, 房地产、包装、其他分别占毛利比重的 2.9%、4.1%、4.9%。医药部分情况: 09h 收入共计 18.9 亿元, 其中工业收入 14 亿元 (08 年医药工业部分具体构成: OTC 占 70%、处方药 14%、免煎中药 6%、抗生素 8%、原料药 2%), 同比增长 20.2%, 商业 4.9 亿元, 同比略降 2%。09h 工业部分: 感冒灵系列 3.7 亿元, 同比增长 39.6%; 皮炎平 2.66 亿元, 同比增长 8%。三九胃泰的营业收入增长 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。为丰富公司产品线, 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、降血脂等产品, 并将在淮北新建中药配方颗粒生产基地。
- 研发方面, 糠酸莫米松凝胶上半年获得生产批件; 目前在研新产品项目共计 22 个, 其中中药新药项目解郁胶囊、和胃消痞胶囊、复方华蟾素软胶囊及化学药项目盐酸二甲双胍胶囊、盐酸氨溴索口服液等项目研究正常进行。
- 我们预计 09、10EPS 分别为 0.66、0.80 元, 目前股价对应 09PE 为 25 倍 PE, 今年以来涨幅 18%, 远远落后于大盘涨幅, 存在补涨需要。给予 09 年 32 倍 PE, 目标价 21.2 元。维持谨慎增持评级。

评级:

谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格:

¥ 21.20

上次预测: ¥ 19.80

当前价格:

¥ 16.93

2009.08.10

交易数据

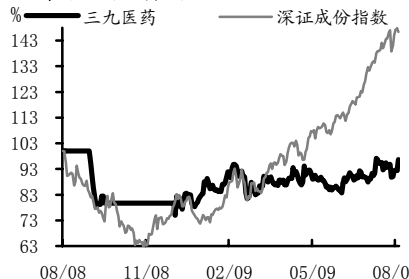
52 周内股价区间 (元)	12.65 ~ 17.65
总市值 (百万元)	16,573
总股本/流通 A 股 (百万股)	979/338
流通 B 股/H 股	0/0
流通股比例	0.35
日均成交量 (百万股)	5.7
日均成交值 (百万元)	88.2

资产负债表摘要 (12/08)

股东权益 (百万元)	3,200.05
每股净资产	3.27
市净率	5.2
净负债率	-19.0%

EPS (元)	2008A	2009
Q1	0.08	0.17
Q2	0.13	0.16
Q3	0.16	0.16
Q4	0.13	0.17
全年	0.50	0.66

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	9.9	5.7	-3.3
相对指数	-0.4	-30.1	-55.6

财务摘要 (百万元)	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	3,478	4,316	5,128	5,970	6,958
(+/-)%	18.6%	24.1%	18.8%	16.4%	16.6%
经营利润 (EBIT)	445	641	823	994	1,186
(+/-)%	0.9%	44.0%	28.5%	20.7%	19.3%
净利润	282	500	648	787	951
(+/-)%	33.1%	77.4%	29.6%	21.4%	20.8%
每股净收益 (元)	0.29	0.51	0.66	0.80	0.97
每股股利 (元)	-	0.20	0.07	0.08	0.10

利润率和估值指标	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营利润率 (%)	12.8%	14.8%	16.1%	16.6%	17.0%
净资产收益率 (%)	10.3%	15.6%	17.7%	18.0%	18.1%
投入资本回报率 (%)	8.7%	26.5%	27.2%	30.4%	34.1%
EV/EBITDA	31.0	22.2	17.2	14.3	12.0
市盈率	59.2	33.4	25.8	21.2	17.6
股息率 (%)	0.0%	1.2%	0.4%	0.5%	0.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

模型更新时间: 2009.08.05

股票研究

医药制造业
医药制造业

三九医药(000999)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥21.20

上次预测: ¥0.00

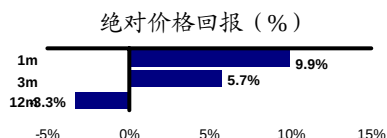
当前价格: ¥16.93

公司网址:

www.sjyy.com

公司简介

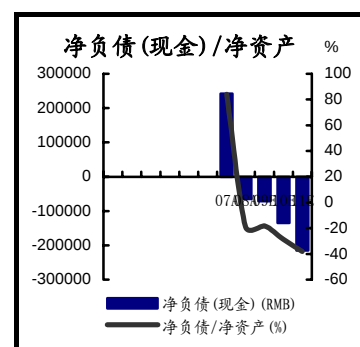
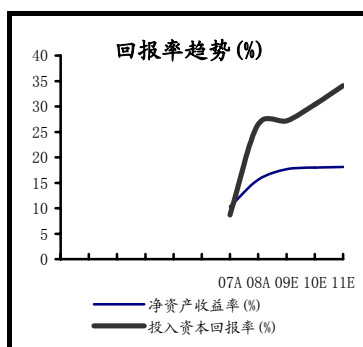
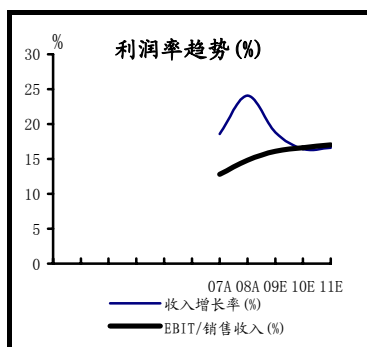
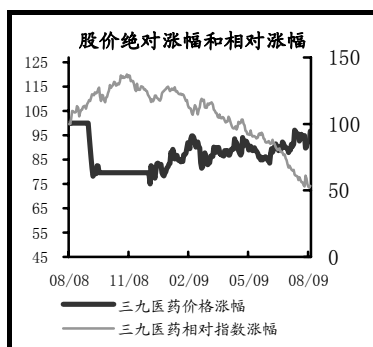
公司是 OTC 标杆企业, 其主要产品感冒灵系列、皮炎平等均占各自细分市场较大份额。



52 周价格范围 12.65~17.65
市值 (百万) 16,573

财务预测 (单位: 百万元)

	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
损益表					
营业收入	3,478	4,316	5,128	5,970	6,958
营业成本	1,811	2,353	2,707	3,128	3,622
税金及附加	15	37	36	42	49
营业费用	830	961	1,200	1,397	1,628
管理费用	235	311	349	406	473
EBIT	445	641	823	994	1,186
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	9	9	0	0	0
财务费用	107	6	-8	-15	-33
营业利润	338	635	831	1,009	1,219
所得税	109	105	133	161	195
少数股东损益	10	41	50	61	73
净利润	282	500	648	787	951
资产负债表					
货币资金、交易性金融	825	718	960	1,362	2,111
其他流动资产	5,674	1,868	2,303	2,675	3,112
长期投资	23	16	18	18	18
固定资产合计	679	1,048	1,240	1,310	1,316
无形及其他资产	64	1,095	1,095	1,093	1,091
资产合计	7,773	5,051	5,748	6,529	7,693
流动负债	4,874	1,624	1,812	1,810	2,029
长期负债	16	15	20	20	20
股东权益	2,883	3,413	3,917	4,699	5,644
投入资本(IC)	5,090	2,418	3,024	3,264	3,480
现金流量表					
NOPLAT	324	537	692	835	996
折旧与摊销	81	93	124	149	167
流动资金增量	94	(3,508)	253	186	219
资本支出	192	188	125	120	120
自由现金流	691	(2,690)	1,194	1,290	1,502
经营现金流	211	4,522	360	757	917
投资现金流	38	(1,228)	(113)	(122)	(122)
融资现金流	(109)	(3,312)	(5)	(233)	(46)
现金流净增加额	140	(18)	242	402	749
财务指标					
成长性					
收入增长率	18.6%	24.1%	18.8%	16.4%	16.6%
EBIT 增长率	0.9%	44.0%	28.5%	20.7%	19.3%
净利润增长率	33.1%	77.4%	29.6%	21.4%	20.8%
利润率					
毛利率	47.9%	45.5%	47.2%	47.6%	47.9%
EBIT 率	12.8%	14.8%	16.1%	16.6%	17.0%
净利润率	8.1%	11.6%	12.6%	13.2%	13.7%
收益率					
净资产收益率(ROE)	10.3%	15.6%	17.7%	18.0%	18.1%
总资产收益率(ROA)	3.6%	9.9%	11.3%	12.0%	12.4%
投入资本回报率	8.7%	26.5%	27.2%	30.4%	34.1%
运营能力					
存货周转天数	103	84	70	70	69
应收账款周转天数	89	74	70	70	70
总资产周转天数	768	535	379	370	368
净利润现金含量	0.72	8.36	0.52	0.89	0.90
资本支出/收入	5.51%	4.35%	2.44%	2.01%	1.72%
偿债能力					
资产负债率	62.9%	32.4%	31.9%	28.0%	26.6%
净负债率	84.1%	-19.0%	-18.2%	-28.6%	-38.1%
估值比率					
PE	59.2	33.4	25.8	21.2	17.6
PB	6.1	5.2	4.6	3.8	3.2
EV/EBITDA	31.0	22.2	17.2	14.3	12.0
P/S	4.80	3.87	3.26	2.80	2.40
股息率	0.0%	1.2%	0.4%	0.5%	0.6%



1. 半年报分析

09 半年报: 主营收入、营业利润分别为 21.9、4.25 亿元, 分别同比上升 14.9%、51.3%, 净利润 3.24 亿元, 同比增长 55%。毛利率上升 (09h 50.3%, 08h 47%), 期间费用率下降 (09h 30.6%, 08h 32%), 实际税率 18.3%, EPS 0.33 元(一季度单季度 0.17, 二季度单季 0.16 元)。ROE 9.79%, 每股经营性现金流 0.32 元。

表 1: 利润表分析 (万元)

	08H	09H	增量	08-1Q	08-2Q	08-3Q	08-4Q	09-1Q	09-2Q
主营收入	191,028	219,569	28,541	89,892	101,135	92,160	148,431	108,947	110,622
同比 %	22.8%	14.9%		27.8%	18.6%	16.5%	31.3%	21.2%	9.4%
环比 %				-20.5%	12.5%	-8.9%	61.1%	-26.6%	1.5%
毛利率	47.06%	50.38%		45.8%	48.1%	47.9%	42.0%	52.0%	48.8%
主营毛利	89,889	110,615	20,726	41,198	48,691	44,125	62,318	56,627	53,989
同比 %	22.1%	23.1%		27.5%	17.9%	16.6%	12.8%	37.4%	10.9%
环比 %				-25.4%	18.2%	-9.4%	41.2%	-9.1%	-4.7%
主营税金/收入	0.31%	0.38%		0.2%	0.4%	0.3%	1.9%	0.4%	0.4%
销售费用	48,133	52,953	4,820	24,756	23,378	21,063	26,872	27,792	25,162
销售费用/收入	25.2%	24.1%		27.5%	23.1%	22.9%	18.1%	25.5%	22.7%
管理费用	12,723	14,135	1,412	6,062	6,661	6,580	11,831	6,459	7,676
管理费用/收入	6.7%	6.4%		6.7%	6.6%	7.1%	8.0%	5.9%	6.9%
财务费用/收入	0.2%	0.1%		0.2%	0.1%	0.2%	0.0%	0.1%	0.0%
期间费用率	32.0%	30.6%		34.5%	29.9%	30.2%	26.1%	31.5%	29.7%
营业利润	28,116	42,544	14,428	9,842	17,292	19,497	15,963	21,918	19,948
营业利润率	14.7%	19.4%		10.9%	17.1%	21.2%	10.8%	20.1%	18.0%
同比 %	108.31%	51.31%		138.4%	141.4%	174.4%	9%	122.7%	15.4%
环比 %				-32.6%	75.7%	12.8%	-18%	37.3%	-9.0%
公允价值变动	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	569	168	-400	117	452	54	284	62	106
营业外收支净额	223	719	496	466	-243	255	623	332	387
(公允价值 + 投资 收益 + 营业外收支) /利润总额	2.83%	2.08%		5.6%	1.2%	1.6%	5.4%	1.8%	2.4%
利润总额	27,924	42,753	14,829	10,424	17,500	19,806	16,870	22,312	20,441
税前利润率	14.6%	19.5%		11.6%	17.3%	21.5%	11.4%	20.5%	18.5%
同比 %	147.51%	53.10%		157.8%	141.8%	159.4%	-20.3%	114.0%	16.8%
环比 %				-50.7%	67.9%	13.2%	-14.8%	32.3%	-8.4%
实际税率	19.17%	18.27%		20.5%	18.4%	12.9%	15.3%	19.4%	17.1%
少数股东损益/利润 总额	5.84%	5.82%		4.0%	6.9%	6.3%	7.3%	6.1%	5.5%
净利润	20,942	32,453	11,511	7,873	13,070	16,012	13,054	16,626	15,827
同比 %	137.5%	55.0%		241.9%	100.6%	153.6%	0.0%	111.2%	21.1%
环比 %				-39.7%	66.0%	22.5%	-18.5%	27.4%	-4.8%
EPS	0.21	0.33		0.08	0.13	0.16	0.13	0.17	0.16

数据来源: 国泰君安证券

公司主业分为医药（医药工业和医药商业）、房地产、包装、其他，医药 08 年占收入比重的 77.6%，但占毛利比重 88%，房地产、包装、其他分别占毛利比重的 2.9%、4.1%、4.9%。

医药部分情况：09h 收入共计 18.9 亿元，其中工业收入 14 亿元（08 年医药工业部分具体构成：OTC 占 70%、处方药 14%、免煎中药 6%、抗生素 8%、原料药 2%。），同比增长 20.2%，商业 4.9 亿元，同比略降 2%。09h 工业部分：感冒灵系列 3.7 亿元，同比增长 39.6%；皮炎平 2.66 亿元，同比增长 8%。三九胃泰的营业收入分别较去年同期增长 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。为丰富公司产品线，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、降血脂等产品，并将在淮北新建中药配方颗粒生产基地。研发方面，糠酸莫米松凝胶上半年获得生产批件；目前在研新产品项目共计 22 个，其中中药新药项目解郁胶囊、和胃消痞胶囊、复方华蟾素软胶囊及化学药项目盐酸二甲双胍胶囊、盐酸氨溴索口服液等项目研究正常进行，并新立项穿心莲内酯软胶囊等 4 个新产品项目。

2009 年公司的经营工作核心是保增长，降成本。报告期内，公司一方面积极应对市场变化，开展销售模式创新；另一方面开始逐步实施供应链整合，进行大宗原材料的联合采购，以加强成本管理。所以销售费用率下降了 1.1 个百分点。

资产负债表：总资产 51.5 亿，其中货币资金 9.7 亿，短债 0.97 亿，长债 0.38 亿，公司经营性应收 11.3 亿，经营性应付 8.6 亿，固定资产规模较大，达到 10.5 亿元。

财务指标：资产负债率为 31.3%。存货周转天数下降（09h 79 天，08h 118 天），应收账款周转天数下降（09h 38 天，08h 40 天）。经营活动产生现金流量净额/经营活动净收益 75%。

表 2:资产负债表项目（万元）

	08H	09H	同比变动 %
货币资金	40,018	97,871	144.6%
短债	3,755	9,471	152.2%
长债	752	3,804	406.0%
应收账款 + 其他应收款 + 应收票据	103,756	113,109	9.0%
存货	70,445	47,480	-32.6%
固定资产	73,851	105,371	42.7%
应付票据 + 应付账款 + 其他应付款	72,656	86,656	19.3%
股东权益	308,918	354,964	14.9%
资产合计	459,507	515,424	12.2%

数据来源：国泰君安证券

表 3:财务指标

三九医药	2007H	2008H	2009H
资产负债率(%)	64.65	32.77	31.13
流动比率(%)	1.25	1.47	1.69
速动比率(%)	1.16	1.00	1.39
存货周转天数(天)	96.97	118.51	79.23
应收账款周转天数(天)	51.74	40.48	38.26
总资产周转率(次)	0.21	0.30	0.43
净资产收益率(摊薄)(%)	3.47	7.23	9.79
销售毛利率(%)	47.31	47.06	50.38
经营活动产生现金流量净额/经营活动净收益	4.34	2.78	0.75

数据来源: 国泰君安证券

2. 投资建议

公司是 OTC 企业中的行业标杆, 我们预计 09、10EPS 分别为 0.66、0.80 元, 目前股价对应 09PE 为 25 倍 PE, 今年以来涨幅 18%, 远远落后于大盘涨幅, 存在补涨需要。给予 09 年 32 倍 PE, 目标价 21.2 元。维持谨慎增持评级。

作者简介:

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所成为医药行业研究员

免责声明

本报告的信息均来源于公开资料, 我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。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, 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。

我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, 需注明出处为国泰君安证券销售交易总部, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券销售交易总部

上海
上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层
邮政编码: 200120
电话: (021) 38676666

深圳
深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层
邮政编码: 518026
电话: (0755) 23976888

北京
北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层
邮政编码: 100140
电话: (010) 59312799

国泰君安证券销售交易总部网址: www.askgtja.com
E-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com