

三精制药(600829)

——中报业绩符合预期，低估值提供安全边际

推荐

维持评级

健康护理/化学制药

2009 年 8 月 24 日

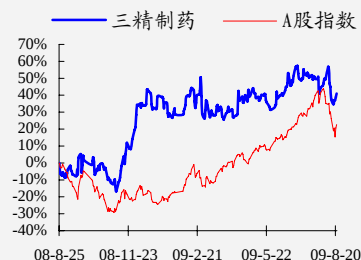
投资要点:

- 2009 年上半年公司实现销售收入 12.1 亿元，同比下降 1.38%，实现营业利润 1.64 亿元，同比增长 8.07%，属于母公司的净利润 1.38 亿元，同比增长 13.58%，每股收益 0.36 元，符合我们的预期；
- 公司中药类产品实现销售收入 3.6 亿元，同比增长 37.84%，其中双黄连产品的销售预计超过 3 亿元，同比增长 50%以上；
- 西药类产品只完成销售收入 7.17 亿元，同比下滑了 8%，主要是葡萄糖酸钙下滑较大，西药类的毛利率也有所降低；
- 保健品主要是葡萄糖酸锌口服液，和葡萄糖酸钙一样，由于渠道控货，所以销售收入大幅下滑，2009 年上半年只实现销售收入 8400 万元，同比下降了 45%，毛利率比 2008 年同期下降了 3.3 个百分点；
- 公司整体毛利率比 2008 年同期下降了 5.76 个百分点。但是公司的销售费用减少了 9000 万元，销售费用率下降了 7.5 个百分点，三项费用率下降了 6.77 个百分点，因此，公司的营业利润在销售收入下降的情况下还有一定的增长；
- 随着医改各项配套政策的明朗，OTC 行业下半年存在补货的过程，因此三精制药下半年的业绩会好于上半年；
- 维持公司 2009 年、2010 年每股收益 0.83 元和 0.94 元的业绩预测，预计公司 2011 年每股收益为 1.07 元，目前公司动态市盈率只有 20 倍，而且公司还存在哈药集团内部整合的可能性，因此维持对公司推荐的评级。

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(%)
2008	259,434	14.38	26,928	0.45	0.70		23	
2009E	280,189	8	32,127	19	0.83		20	
2010E	322,218	15	36,544	14	0.94		18	
2011E	364,106	13	41,501	14	1.07		16	

走势图



市场数据

2009-8-24

收盘价:	15.78 元
52 周最高价:	17.76 元
52 周最低价:	9.27 元
平均持仓成本:	16.72 元

基本数据

2009Q2

总股本 (万股):	38,659
流通 A 股 (万股):	38,659
每股收益 (元):	0.36
每股净资产 (元):	3.47
每股经营现金流 (元):	0.86
市净率:	4.55

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

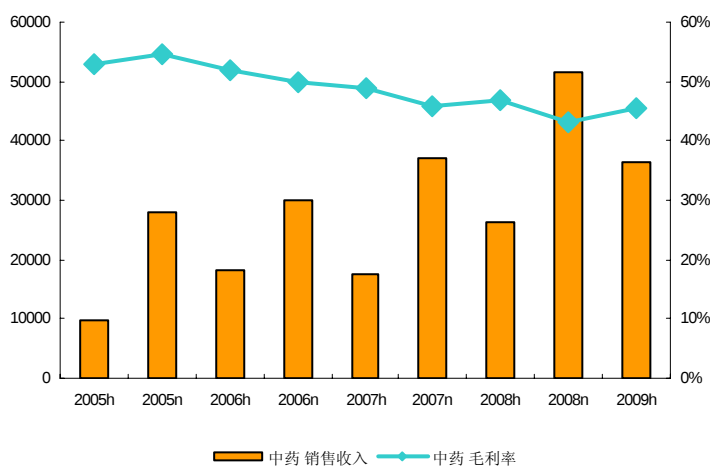
(邮编 200002)

2009 年 8 月 23 日，三精制药公布了 2009 年中期业绩报告，2009 年上半年公司实现销售收入 12.1 亿元，同比下降 1.38%，实现营业利润 1.64 亿元，同比增长 8.07%，属于母公司的净利润 1.38 亿元，同比增长 13.58%，每股收益 0.36 元，符合我们的预期。

三精制药在 2008 年第四季度开始逐步进行产品结构和营销策略的调整，在产品的出厂价格上进行了一定的调整，因此销售收入同比增长下滑，毛利率下降，但是同时销售费用也大幅的下降，利润保持稳定增长的态势。

在产品分类上，由于 2009 年上半年 H1N1 型流感爆发，市场对双黄连产品的需求增加，公司的双黄连口服液作为市场的主导品牌，也实现了较好的增长，公司中药类产品实现销售收入 3.6 亿元，同比增长 37.84%，其中双黄连产品的销售预计超过 3 亿元，同比增长 50% 以上。未来流感疫情还有再次大规模爆发的可能性，因此对双黄连产品的需求还会持续，而且中药感冒药对西药感冒药的替代也会是一个长期的趋势。公司目前受制于蓝瓶产能的不足，通过扩大产能和委托加工来满足市场需求。中药类产品的毛利率保持在 45% 的水平。

图一、中药类产品销售快速增长、毛利率稳定

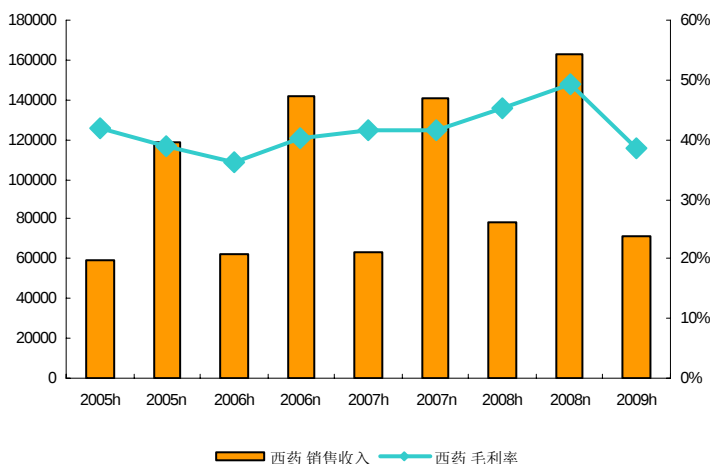


数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

西药类产品主要包括葡萄糖酸钙、阿莫西林、司乐平和胃必治等，葡萄糖酸钙作为公司的主要产品，随着市场规模的扩大，增长已经缓慢，2009 年上半年由于调整销售模式，并且进行对渠道的控货，因此销售收入有较大的下滑，公司的其他产品保持了平稳的增长，但是由于葡萄糖酸钙下滑幅度较大，因此西药类产品只完

成销售收入 7.17 亿元，同比下滑了 8%。同时由于葡萄糖酸钙的毛利率较高，销售占比的下降使得西药类整体的毛利率比 2008 年同期下降了 6.6 个百分点。

图二、西药类产品销售快速增长、毛利率稳定



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

保健品主要是葡萄糖酸锌口服液，和葡萄糖酸钙一样，由于渠道控货，所以销售收入大幅下滑，2009 年上半年只实现销售收入 8400 万元，同比下降了 45%，毛利率比 2008 年同期下降了 3.3 个百分点。

由于葡萄糖酸钙和葡萄糖酸锌口服液销售收入下滑，所以公司销售收入负增长，毛利率也比 2008 年同期下降了 5.76 个百分点。但是公司的销售费用减少了 9000 万元，销售费用率下降了 7.5 个百分点，三项费用率下降了 6.77 个百分点，因此，公司的营业利润在销售收入下降的情况下还有一定的增长。

三精制药 2009 年上半年所得税率按照 15% 计算而 2008 年上半年按照 25% 计算，因此 2009 年上半年所得税减少了 1000 万元，使得公司的净利润有 14% 的增长。

从资产负债表上看，公司各个项目和 2008 年同期基本持平，公司 1 年来增加的净利润和现金通过上半年的分红已经分配给投资者。

2008 年第四季度开始整个 OTC 行业进入了一个观望等待的过程，表现为消化渠道库存，销售收入增长放缓甚至下滑，因此三精制药也受到了一定的影响。2009 年下半年随着医改的一系列配套文件的出台，医改对 OTC 产品的冲击程度也将有一个清晰的认识，OTC 产品的渠道上也将进入补货的过程，三精制药的销售收入

将在下半年进入正的增长。

维持公司 2009 年、2010 年每股收益 0.83 元和 0.94 元的业绩预测，预计公司 2011 年每股收益为 1.07 元，目前公司动态市盈率只有 20 倍，而且公司还存在哈药集团内部整合的可能性，因此维持对公司推荐的评级。

盈利预测表

一般企业—利润表 (单位: 万元)	2007 年	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	226,821	259,434	280,189	322,218	364,106
营业总成本	204,200	225,636	241,580	276,463	310,692
营业成本	117,067	122,607	155,505	180,442	203,899
营业税金及附加	1,910	2,571	3,000	3,500	4,000
销售费用	61,244	71,032	50,434	56,388	62,990
管理费用	21,949	26,827	30,260	33,833	37,503
财务费用	790	1,386	981	500	500
资产减值损失	1,239	1,211	1,400	1,800	1,800
其他经营收益					
公允价值变动净收益	270	-270	0	0	0
投资净收益	4,868	240	400	500	200
营业利润	27,758	33,769	39,009	46,255	53,613
营业外收支净额	2,643	1,636	2,000	1,800	1,200
利润总额	30,402	35,405	41,009	48,055	54,813
减: 所得税	3,218	7,337	7,382	9,611	10,963
净利润	27,183	28,068	33,627	38,444	43,851
减: 少数股东损益	375	1,140	1,500	1,900	2,350
归属于母公司所有者的净利润	26,809	26,928	32,127	36,544	41,501
每股收益:	0.69	0.70	0.83	0.95	1.07

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