

行业：医药生物-中药

公司中报点评

评级：增持（维持）

刘亚明

太平洋证券研究院 研究员

010-88321822

liuym@tpyzq.com.cn

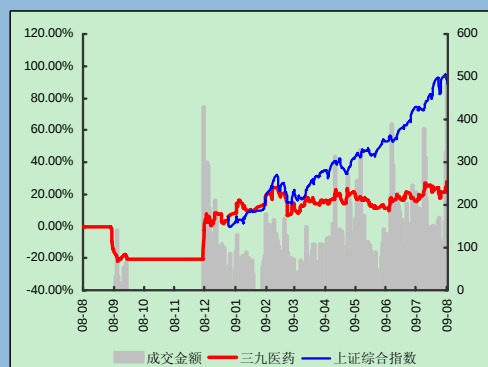
北京市西城区北展北街9号

华远·企业号D座

2009年8月6日

收盘价	17.06
目标价	23元
52周内高	17.70
52周内低	12.65
总市值(百万元)	16700.03
流通市值(百万元)	5766.20
总股本(百万股)	978.90
A股(百万股)	978.90
—已流通(百万股)	338.00
—限售股(百万股)	640.90
B股(百万股)	0.00
H股(百万股)	0.00

沪深300医药指数叠加



相关研究报告：

《把握时机 顺势而为：2009年下半年医药行业投资策略》2009年7月3日
《中药产业：老树新枝 春华秋实》2008年11月

投资要点：

- 业绩增长超预期 盈利能力提升
- 并购+研发——壮大产品队伍
- 品牌营销与专业渠道双管齐下
- 我们对公司估值的基本假设是：下半年业绩环比上半年略有增长，2009年、2010年、2011年营业收入保持在15%的增速。随着公司产品线的扩充，公司未来业绩可能超预期。预测2009年、2010年每股收益0.71元、0.87元，对应市盈率分别为24倍和20倍。按照相对估值法，目标价位23元。给予公司增持评级。

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2,932.43	3,477.56	4,316.19	4,963.61	5,708.16	6,564.38
增长率(%)	-1.25%	18.59%	24.12%	15.00%	15.00%	15.00%
归属母公司股东净利润	211.72	281.89	500.09	696.86	848.04	1,009.45
增长率(%)	78.77%	33.14%	77.41%	39.35%	21.70%	19.03%
每股收益(EPS)	0.22	0.29	0.51	0.71	0.87	1.03
每股股利(DPS)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
销售毛利率	0.46	0.48	0.45	0.50	0.51	0.51
销售净利率	0.07	0.08	0.13	0.15	0.16	0.17
净资产收益率(ROE)	0.09	0.10	0.16	0.18	0.18	0.18
投入资本回报率(ROIC)	0.07	0.08	0.10	0.27	0.12	0.32
市盈率(P/E)	78.88	59.24	33.39	23.96	19.69	16.54
股息率(分红/股价)	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

► 业绩增长超预期 盈利能力提升

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，制药业务营业收入较去年同期增长 22.39%，且占营业收入的比重比去年同期提高三个百分点，主业集中度进一步提高；印刷业务及医药商业增速较缓，略低于预算进度。

由于毛利率较高的产品在收入总额中占比提高，导致合并毛利额较去年同期大幅增加，因此净利润同比亦大幅增长。报告期内实现营业利润 4.2 亿元，归属于母公司所有者的净利润 3.24 亿元，分别比去年同期上升 52.19%、55.41%。公司毛利率由去年同期 47.06% 提高到 50.58%，同比提高 3.32 个百分点。净资产收益率由去年同期 6.54% 提高到 9.79%，同比提高 3.25 个百分点。

报告期经营活动产生的现金流量净额较去年同期减少 4.43 亿元，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。

表 1 中报主要财务数据和指标（单位：元）

	本报告期末	上年度期末		本报告期末比上年同期增减（%）
		调整前	调整后	调整后
总资产	5,154,239,588.53	5,051,457,903.81	5,107,588,466.81	0.91%
归属于上市公司股东的所有者权益	3,314,767,100.86	3,200,048,134.30	3,194,092,531.86	3.78%
股本	978,900,000.00	978,900,000.00	978,900,000.00	0.00%
归属于上市公司股东的每股净资产（元/股）	3.39	3.27	3.26	3.99%
	报告期（1—6 月）	上年同期		本报告期比上年同期增减（%）
		调整前	调整后	调整后
营业总收入	2,195,686,878.91	1,910,275,631.04	1,928,481,329.40	13.86%
营业利润	420,343,637.29	277,017,645.26	276,195,375.88	52.19%
利润总额	427,533,437.53	279,244,631.12	278,642,165.63	53.43%
归属于上市公司股东的净利润	324,530,789.39	209,422,333.86	208,826,020.02	55.41%
归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润	319,667,711.36	207,554,666.62	206,738,548.89	54.62%
基本每股收益（元/股）	0.331	0.21	0.213	55.40%
稀释每股收益（元/股）	0.331	0.21	0.213	55.40%
净资产收益率（%）	9.79%	7.23%	6.54%	3.25%
经营活动产生的现金流量净额	311,958,078.86	753,814,993.79	754,838,121.51	-58.67%
每股经营活动产生的现金流量净额（元/股）	0.32	0.77	0.77	-58.44%

数据来源：公司中报

表 2 近三年中报利润表

利润表（单位：百万元）	2007-06-30	2008-06-30	2009-06-30
一、营业总收入	1,556.10	1,910.28	2,195.69
营业收入	1,556.10	1,910.28	2,195.69
增长		22.76%	14.94%
二、营业总成本	1,443.17	1,638.94	1,777.03
营业成本	819.95	1,011.39	1,089.53
营业税金及附加	5.71	5.97	8.38
销售费用	399.94	481.33	529.53

管理费用	104.65	127.23	141.35
财务费用	90.86	3.20	1.46
资产减值损失	22.04	9.83	6.78
三、其他经营收益			
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.13	5.69	1.68
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	113.06	277.02	420.34
加：营业外收入	1.98	10.13	10.31
减：营业外支出	2.22	7.90	3.12
五、利润总额	112.82	279.24	427.53
减：所得税	18.85	53.53	78.13
加：未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00
六、净利润	93.98	225.72	349.41
减：少数股东损益	5.80	16.30	24.88
归属于母公司所有者的净利润	88.17	209.42	324.53
增长		137.51%	54.96%
七、每股收益：			
(一) 基本每股收益(元)	0.09	0.21	0.33
(二) 稀释每股收益(元)	0.09	0.21	0.33
增长		133.07%	57.62%

数据来源：公司中报

制药业务中，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。同时，OTC 业务的总体广告费用投放进度较去年同期有所延后，使得销售费用率出现相对下降。

核心产品感冒灵、三九胃泰的营业收入分别较去年同期增长 39.61%、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。

表 3 主营业务分产品情况（单位：万元）

分行业或分产品	营业收入	营业成本	毛利率（%）	营业收入比上年同期增减（%）	营业成本比上年同期增减（%）	毛利率比上年同期增减（%）
感冒灵系列	37,034.56	16,132.26	56.44%	39.61%	39.83%	-0.07%
皮炎平软膏	26,642.29	9,529.95	64.23%	8.04%	8.28%	-0.08%

数据来源：公司中报

表 3 主营业务分地区情况（单位：万元）

地区	营业收入	营业收入比上年增减（%）
南方地区	35,630.43	34.69%
北方地区	86,012.98	42.31%
华东地区	57,908.95	-19.62%
西部地区	34,015.65	35.21%
海外地区	4,399.26	-39.85%
合计	217,967.27	13.88%

数据来源：公司中报

➤ 并购+研发——壮大产品队伍

为丰富公司产品线，公司采取并购加自主研发两手抓的策略。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（OTC 品种多，且拥有雷公藤、泰脂安胶囊两个独家产品），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。下半年，公司将开展对上述并购公司的整合工作，并继续寻找适当的并购机会。

在自主研发方面，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。

➤ 品牌营销与专业渠道双管齐下

公司下半年将计划针对 999 品牌进行品牌价值全方位调研项目，为三九医药全面品牌管理及品牌战略的修订奠定基础。公司品牌优势明显，在 OTC 领域将进一步做大做强。此外，公司还将进一步摸索处方药口服药物的推广和发展模式，开拓高附加值的专科用药产品领域。

➤ 财务预测与估值分析

我们对公司估值的基本假设是：下半年业绩环比上半年略有增长，2009 年、2010 年、2011 年营业收入保持在 15% 的增速。随着公司并购战略实施顺利、产品线扩充，公司未来业绩可能超预期。预测 2009 年、2010 年每股收益 0.71 元、0.87 元，对应市盈率分别为 24 倍和 20 倍。按照相对估值法，目标价位 23 元。给予公司增持评级。

表 4 公司财务预测与估值分析表

财务报表预测						
利润表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	2932.43	3477.56	4316.19	4963.61	5708.16	6564.38

减: 营业成本	1572.71	1810.58	2352.87	2462.95	2797.00	3216.55
营业税金及附加	13.93	15.43	37.46	43.08	49.54	56.97
营业费用	642.67	829.63	960.69	1104.79	1270.51	1461.09
管理费用	217.55	234.89	311.34	358.04	411.75	473.51
财务费用	186.95	106.58	5.74	91.67	76.77	40.67
资产减值损失	73.09	150.53	22.15	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	28.40	8.52	9.06	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	253.93	338.44	634.99	903.08	1102.59	1315.59
加: 其他非经营损益	2.93	62.36	11.00	16.51	16.51	16.51
利润总额	256.85	400.80	646.00	919.59	1119.10	1332.10
减: 所得税	43.01	108.89	104.85	165.53	201.44	239.78
净利润	213.84	291.91	541.14	754.06	917.66	1092.32
减: 少数股东损益	2.13	10.02	41.05	57.21	69.62	82.87
归属母公司股东净利润	211.72	281.89	500.09	696.86	848.04	1009.45
资产负债表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
货币资金	279.03	451.81	545.24	49.64	1644.86	65.64
应收和预付款项	4743.37	5087.10	1374.17	6275.41	2519.96	7594.71
存货	410.00	627.37	484.28	804.11	659.02	1023.58
其他流动资产	9.17	10.12	9.99	9.99	9.99	9.99
长期股权投资	229.03	20.18	16.23	16.23	16.23	16.23
投资性房地产	3.56	4.12	4.13	4.13	4.13	4.13
固定资产和在建工程	992.77	1146.68	1256.64	1090.55	924.47	758.38
无形资产和开发支出	55.02	87.74	1104.60	989.30	873.99	758.68
其他非流动资产	30.95	36.33	12.61	6.30	0.00	0.00
资产总计	6752.90	7471.45	4807.88	9245.65	6652.64	10231.35
短期借款	3204.45	3102.69	95.45	3577.78	0.00	2224.97
应付和预收款项	780.01	1225.78	1102.90	1304.27	1371.38	1632.79
长期借款	24.68	26.34	14.63	14.63	14.63	14.63
其他负债	136.04	158.38	182.22	182.22	182.22	182.22
负债合计	4145.18	4513.18	1395.20	5078.91	1568.23	4054.61
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1349.86	1399.70	1347.29	1347.29	1347.29	1347.29
留存收益	124.31	398.60	873.86	1570.72	2418.76	3428.21
归属母公司股东权益	2453.07	2777.20	3200.05	3896.90	4744.95	5754.40
少数股东权益	154.65	181.06	212.63	269.84	339.46	422.33
股东权益合计	2607.72	2958.26	3412.68	4166.75	5084.41	6176.73
负债和股东权益合计	6752.90	7471.45	4807.88	9245.65	6652.64	10231.35
现金流量表	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
经营性现金净流量	427.73	609.25	1118.35	-3899.80	5236.23	-3777.05
投资性现金净流量	-125.00	-226.70	-1263.02	13.54	13.54	13.54

筹资性现金净流量	-121.81	-154.26	21.30	3390.66	-3654.55	2184.30
现金流量净额	180.46	227.91	-124.05	-495.60	1595.22	-1579.21
财务分析和估值指标汇总						
	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
收益率						
毛利率	46.37%	47.94%	45.49%	50.38%	51.00%	51.00%
三费/销售收入	35.71%	33.68%	29.60%	31.32%	30.82%	30.09%
EBIT/销售收入	15.13%	14.48%	15.05%	20.37%	20.95%	20.91%
EBITDA/销售收入	18.06%	16.81%	17.22%	26.17%	25.99%	25.20%
销售净利率	7.29%	8.39%	12.54%	15.19%	16.08%	16.64%
资产获利率						
ROE	8.63%	10.15%	15.63%	17.88%	17.87%	17.54%
ROA	6.57%	6.74%	13.51%	10.94%	17.98%	13.42%
ROIC	6.91%	7.77%	9.80%	27.14%	12.46%	31.67%
增长率						
销售收入增长率	-1.25%	18.59%	24.12%	15.00%	15.00%	15.00%
EBIT 增长率	31.71%	13.49%	29.07%	55.64%	18.25%	14.79%
EBITDA 增长率	26.26%	10.36%	27.16%	74.79%	14.21%	11.50%
净利润增长率	85.52%	36.51%	85.38%	39.35%	21.70%	19.03%
总资产增长率	-1.82%	10.64%	-35.65%	92.30%	-28.05%	53.79%
股东权益增长率	9.87%	13.21%	15.23%	21.78%	21.76%	21.27%
经营营运资本增长率	6.35%	2.32%	-85.68%	802.29%	-70.06%	306.45%
资本结构						
资产负债率	61.38%	60.41%	29.02%	54.93%	23.57%	39.63%
投资资本/总资产	82.37%	75.54%	62.52%	83.92%	52.78%	82.26%
带息债务/总负债	77.31%	68.75%	6.84%	70.73%	0.93%	55.24%
流动比率	1.32	1.38	1.75	1.41	3.11	2.15
速动比率	1.22	1.23	1.39	1.25	2.68	1.90
股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
收益留存率	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%	100.00%
资产管理效率						
总资产周转率	0.43	0.47	0.90	0.54	0.86	0.64
固定资产周转率	4.67	4.68	4.12	5.63	7.98	11.95
应收账款周转率	3.55	3.29	3.90	3.18	3.78	3.24
存货周转率	3.84	2.89	4.86	3.06	4.24	3.14
业绩和估值指标	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E
EBIT	443.57	503.42	649.77	1011.27	1195.87	1372.77
EBITDA	529.56	584.43	743.17	1298.96	1483.57	1654.17
NOPLAT	370.06	326.13	535.21	815.70	967.08	1112.14
净利润	211.72	281.89	500.09	696.86	848.04	1009.45
EPS	0.216	0.288	0.511	0.712	0.866	1.031

BPS	2.506	2.837	3.269	3.981	4.847	5.878
PE	78.88	59.24	33.39	23.96	19.69	16.54
PEG	1.62	1.34	1.27	N/A	N/A	N/A
PB	6.81	6.01	5.22	4.29	3.52	2.90
PS	5.69	4.80	3.87	3.36	2.93	2.54
PCF	39.04	27.41	14.93	-4.28	3.19	-4.42
EV/EBIT	44.66	38.87	25.40	20.33	12.93	14.10
EV/EBITDA	37.41	33.48	22.21	15.83	10.43	11.70
EV/NOPLAT	53.53	60.00	30.84	25.21	15.99	17.41
EV/IC	3.56	3.47	5.49	2.65	4.40	2.30
ROIC-WACC	-4.21%	-3.35%	-1.32%	17.85%	-1.47%	20.39%
股息率	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000	0.000

太平洋证券投资评级说明

1、公司评级

买入：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅在15%以上；

增持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于5%与15%之间；

持有：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与5%之间；

减持：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；

卖出：我们预计未来6个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

2、行业评级

看好：我们预计未来6个月内，行业整体回报高于市场整体水平5%以上；

中性：我们预计未来6个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与5%之间；

看淡：我们预计未来6个月内，行业整体回报低于市场整体水平5%以下。

重要声明：本报告内容仅代表作者个人观点，本公司和作者本人力求报告内容准确完整，但不因使用本报告而产生的任何后果承担法律责任。本报告的版权归太平洋证券股份有限公司和作者共同拥有，如需引用和转载，需征得版权所有者的同意，任何人使用本报告，视为同意以上声明。