

持续稳健增长，业绩略超预期

——三九医药（000999）动态点评

要点：

- **持续稳健增长，经营业绩略超预期。**三九医药发布业绩快报显示公司2009年实现销售收入48.5亿，同比增长12.43%；净利润7.09亿同比增长41.86%；实现每股收益0.72元，略超我们之前每股收益0.68元的预期。分业务来看，公司制药业务增长超过25%，医药工业业务占比进一步提高以及由此带来的毛利率的提升是公司业绩增长的主要推动力。另外，公司本部在2009年获批高新技术企业，开始享受15%的所得税率
- **OTC、中药处方药、免煎中药颗粒均有亮点。**制药业务作为推动公司盈利增长的动力，我们判断在OTC、中药处方药、免煎中药颗粒三个主要业务方面均不乏亮点。我们判断：在OTC方面，感冒灵、三九胃泰是销售增长的最大来源，增速在30%左右；中药处方药仍保持30%以上的增长，预计免煎中药颗粒的增速仍在40%左右，仍然是公司制药业务增长的主要推动力。
- **2010年经营展望。**总体来看，我们判断三九医药2010年制药业务收入仍能保持25%以上的增长，主要推动力在于：（1）OTC方面，老产品稳定增长，品类规划将延伸到皮肤病治疗领域；三九胃泰、正天丸进入基本药物目录并且同为医保甲类药品，有望在医疗机构的销售方面取得突破；（2）中药处方药方面，华蟾素注射液有望带动处方药整体增速提高，华蟾素注射液的销售已由三九医药掌控，目前公司处方药产品中参附注射液占据接近50%的份额，年销售收入超过2亿元，整合完成后华蟾素注射液将成为公司中药处方药的第二大品种，作为抗肿瘤用药，借助三九医药的销售体系将取得高速增长；（3）公司坚持内涵外延并举的发展战略，如果2010年在收购方面有所突破，将会成为业绩超预期的因素。由于三九胃泰、正天丸等在医疗机构的推广以及皮肤病用药、华蟾素注射液等新产品推广带来的初期费用投入有可能导致公司2010年业绩增速整体呈现前低后高。
- **盈利预测及估值。**我们认为2010年公司在产品的带动下，制药业务收入将比之前有所提高，整体将高于医药行业增速。盈利预测方面，我们提高公司09到11年EPS分别到0.72元、0.92元和1.17元，对应目前股价的估值水平分别为32倍、25倍和20倍。公司作为一家管理优良、成长稳健的优质企业，目前公司的估值水平仍处于医药板块的低端，并且未来收购兼并的成功有可能使公司的业绩出现超预期，因此维持“推荐”的投资评级。

独立声明

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

分析师

邱义鹏

☎010-88366060-8757

✉ qyp@cgws.com

投资评级：推荐（维持）

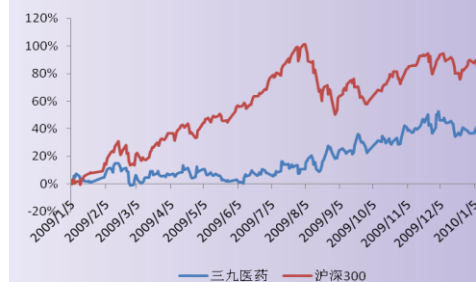
市场数据

总市值(亿元)	227.59
流通市值(亿元)	80.52
总股本(万股)	97,890.00
流通股本(万股)	34,632.54
12个月最高/最低	22.58/12.65
十大流通股占比(%)	11%

公司盈利预测（单位 百万元）

	2009A	2010E	2011E
营业收入(百万元)	4852.7	4531	5515
营业利润(百万元)	885.0	1146	1460
净利润(百万元)	709.4	903	1148
EPS(元)	0.72	0.92	1.17
市盈率(倍)	32	25	20

公司股价表现



相关报告

三九医药调研简报：内涵与外延并举，OTC与处方药并重 2009年1月31日

三九医药调研报告：品牌、渠道俱佳，成长稳健 2009年8月31日

利润表（万元）	2008A	2009E	2010E	2011E	主要财务指标	2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	431619	473873	453082	551534	成长性				
营业成本	235287	239162	170269	204041	营业收入增长	24.1%	9.8%	-4.4%	21.7%
销售费用	96069	105674	124598	148914	营业成本增长	30.0%	1.6%	-28.8%	19.8%
管理费用	31134	34119	38059	46329	营业利润增长	87.6%	40.5%	28.5%	27.4%
财务费用	574	153	182	0	利润总额增长	61.2%	39.8%	28.1%	27.1%
投资净收益	906	906	906	906	净利润增长	77.4%	41.0%	28.1%	27.1%
营业利润	63499	89191	114587	145978	盈利能力				
营业外收支	1100	1100	1100	1100	毛利率	45.5%	49.5%	62.4%	63.0%
利润总额	64600	90291	115687	147078	销售净利率	11.6%	14.9%	19.9%	20.8%
所得税	10485	13995	17932	22797	ROE	14.7%	16.9%	17.5%	18.0%
少数股东损益	4105	5798	7429	9445	ROIC	12.1%	20.6%	21.9%	23.6%
净利润	50009	70497	90326	114835	营运效率				
资产负债表（万元）					销售费用/营业收入	22.3%	22.3%	27.5%	27.0%
流动资产	258650	281067	279424	377935	管理费用/营业收入	7.2%	7.2%	8.4%	8.4%
货币资金	71806	79909	99871	160073	财务费用/营业收入	0.1%	0.0%	0.0%	0.0%
应收帐款	43056	47387	45308	55153	投资收益/营业利润	1.4%	1.0%	0.8%	0.6%
应收票据	67757	74398	71134	86591	所得税/利润总额	16.2%	15.5%	15.5%	15.5%
存货	48428	49225	35046	41997	应收帐款周转率	9.54	10.22	9.02	9.76
非流动资产	246496	305584	366785	417339	存货周转率	4.82	5.68	4.42	4.27
固定资产	125664	200170	276788	342759	流动资产周转率	1.60	1.69	1.38	1.22
资产总计	505146	586651	646209	795274	总资产周转率	0.79	0.77	0.63	0.63
流动负债	162415	167624	127426	151710	偿债能力				
短期借款	9545	10545	11545	12545	资产负债率	32.4%	28.8%	20.3%	19.6%
应付款项	71359	72535	51640	61883	流动比率	1.59	1.68	2.19	2.49
非流动负债	1463	1463	3463	3963	速动比率	1.29	1.38	1.92	2.21
长期借款	1463	1463	3463	3963	每股指标（元）				
负债合计	163878	169087	130889	155673	EPS	0.51	0.72	0.92	1.17
股东权益	341268	417564	515320	639600	每股净资产	3.49	4.27	5.26	6.53
股本	97890	97890	97890	97890	每股经营现金流	1.14	0.95	1.14	1.53
留存收益	222115	292612	382938	497774	每股经营现金/EPS	2.2	1.3	1.2	1.3
少数股东权益	21263	27062	34491	43937					
负债和权益总计	505146	586651	646209	795274					
现金流量表（万元）					估值	2008A	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	111638	93427	111736	149318	PE	46	33	26	20
其中营运资本减少	353443	-10105	-19593	-15025	PEG	1.45	1.19	0.95	-
投资活动现金流	-126302	-86324	-94775	-90616	PB	6.8	5.6	4.5	3.6
其中资本支出	-120319	-86324	-94775	-90616	EV/EBITDA	31.20	19.78	15.60	12.47
融资活动现金流	2130	1000	3000	1500	EV/SALES	5.40	4.92	5.15	4.24
净现金总变化	-12603	8103	19962	60202	EV/IC	6.96	5.69	4.79	4.13
					ROIC/WACC	0.97	1.65	1.75	1.89
					REP	7.17	3.46	2.74	2.19

注：表中“净利润”指归属于母公司所有者的净利润。

研究员介绍及承诺:

邱义鹏: 清华大学硕士，2008年毕业于，2009年加入长城证券任医药行业分析师。本人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，在执业过程中恪守独立诚信、勤勉尽职、谨慎客观、公平公正的原则，独立、客观地出具本报告。本报告反映了本人的研究观点，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接收到任何形式的报酬。

免责声明

本报告由长城证券有限责任公司（以下简称长城证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，除非另有说明，所有本报告的版权属于长城证券。未经长城证券事先书面授权许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布，亦不得作为诉讼、仲裁、传媒及任何单位或个人引用的证明或依据，不得用于未经允许的其它任何用途。如引用、刊发，需注明出处为长城证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向他人作出邀请。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

长城证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。长城证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。长城证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

长城证券版权所有并保留一切权利。

评级标准:

公司评级	评级	说明
	推荐 谨慎推荐 中性 回避	
行业评级	推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度超过20%；
	谨慎推荐	预期未来6个月内股价上涨幅度在10%~20%之间；
	中性	预期未来6个月内股价波动幅度在-10%~10%之间；
	回避	预期未来6个月内股价下跌幅度超过10%；
本报告版权归长城证券有限责任公司所有，未经授权不得进行任何形式的发布、复制，如引用、刊发，须注明出处为“长城证券金融研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。报告内容完全基于公开信息，虽然力求其准确完整但并不对此做出任何承诺和保证。长城证券有限责任公司及有关联的任何人均不承担因使用本报告而产生的法律责任。		