

华润三九（000999）：制药业务增长较快，主业进一步集中 增持（维持）

医药行业/中药

当前股价：24.96 元

报告日期：2010 年 3 月 2 日

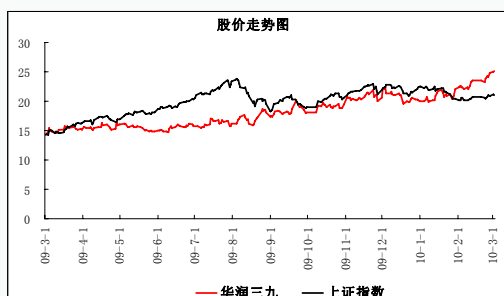
主要财务指标（单位：百万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4853	5560	6338	7231
(+/-)	11.48%	14.58%	13.99%	14.10%
营业利润	885	1047	1197	1348
(+/-)	39.76%	18.31%	14.31%	12.64%
归属于母公司的净利润	709	790	904	1018
(+/-)	42.33%	11.42%	14.31%	12.64%
每股收益（元）	0.72	0.81	0.92	1.04
市盈率（倍）	35	31	27	24

公司基本情况（2009 年 12 月 31 日止）

总股本（万股）	97,890/34,633
非限售流通市值（亿元）	69.13
每股净资产（元）	3.77
资产负债率（%）	29.83

股价表现（最近一年）



联系人—天相医药小组

010-66045728 huzj@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2009年年报显示，公司全年实现营业收入48.53亿元，同比增长11.48%；营业利润8.85亿元，同比增长39.76%；实现归属于母公司净利润7.09亿元，同比增长42.33%；实现每股收益0.72元。分配预案：每10股派送现金3.00元（含税）。
- **收入稳步提高，制药业务增长较快收入占比加大，主业集中度进一步提高。**报告期内公司实现营业收入48.52亿元，同比增长11.48%，其中公司制药业务实现收入31.50亿元，同比增长30.6%，而医药商业、包装印刷等业务增长较慢，并且房地产业务仅实现2036万元，同比下降了95.00%，使得制药业务收入占到总营业额的64.91%，同比上升9个百分点。在制药业务中，OTC销售额同比增长30.7%，中药处方药销售额同比增长37%；中药配方颗粒销售额同比增长43%；抗生素制剂销售额同比增长31%。核心产品感冒灵营业收入增长34.9%，三九胃泰增长25%，参附增长19%，五水头孢唑啉钠同比增长30%；皮炎平、正天丸有所下降。
- **毛利率提升使得利润增速远高于收入增速。**报告期内由于高毛利的医药工业收入毛利占比加大，以及医药工业的毛利率的提升使得公司综合毛利率达到50.62%，同比上升了5.31个百分点。我们认为正是毛利率的提升使得归属于母公司的净利润增速大幅超越收入增速。
- **外延式扩展丰富公司产品线。**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。其中三九黄石OTC品种多，且拥有雷公藤、泰脂安胶囊两个独家产品。我们认为外延扩张可丰富公司产品，缓解公司产品不足的问题。
- **盈利预测与评级。**我们预计公司2010-2012年的每股收益分别为0.81元、0.92元和1.04元，按照公司目前股价24.96元计算，对应的动态市盈率分别为31倍、27倍和24倍，考虑到公司的行业地位以及有一定估值优势，我们维持公司“增持”投资评级。
- **风险提示：**1）中药注射剂安全性风险；2）OTC产品降价风险。

图表：盈利预测表（单位：万元）

	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	485,272	556,017	633,788	723,130
增长率(%)	11.48%	14.58%	13.99%	14.10%
减：营业成本	239,607	276,909	315,583	362,094
毛利率(%)	50.62%	50.20%	50.21%	49.93%
减：营业税金及附加	2,035	2,043	2,052	2,061
销售费用	116,587	136,224	155,278	177,167
管理费用	36,763	36,141	41,196	47,003
财务费用	-20	0	0	0
期间费用率	32%	31%	31%	31%
资产减值损失	2,642	0	0	0
加：公允价值变动净收益	838	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	88,497	104,700	119,679	134,805
增长率(%)	39.76%	18.31%	14.31%	12.64%
加：营业外收入	3,063	0	0	0
减：营业外支出	1,113	0	0	0
利润总额	90,446	104,700	119,679	134,805
增长率(%)	40.36%	15.76%	14.31%	12.64%
利润率(%)	18.64%	18.83%	18.88%	18.64%
减：所得税	14,287	19,369	22,141	24,939
实际税负比率(%)	15.80%	18.50%	18.50%	18.50%
净利润	76,159	85,330	97,539	109,866
归属于母公司所有者净利润	70,949	79,048	90,358	101,778
增长率(%)	42.33%	11.42%	14.31%	12.64%
净利润率(%)	14.62%	14.22%	14.26%	14.07%
少数股东损益	5,210	6,282	7,181	8,088
总股本（万股）	97,890	97,890	97,890	97,890
每股收益（元）	0.72	0.81	0.92	1.04

资料来源：天相投资顾问有限公司

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

报告所引用信息和数据均来源于公开资料，天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正，但不对所引用资料和数据本身的准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议，仅供阅读者参考，不构成对证券买卖的出价或询价，也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果，概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有，为非公开资料，仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权，任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址：北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话：010-66045566 传真：010-66573918 邮编：100140
北京新盛	地址：北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话：010-66045566; 66045577 传真：010-66045500 邮编：100140
北京德胜园	地址：北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话：010-66045566 传真：010-66045700 邮编：100088
上海天相	地址：上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话：021-58824282 传真：021-58824283 邮编：200120
深圳天相	地址：深圳市福田区振中路中航苑鼎诚国际大厦2808室 电话：0755-83234800 传真：0755-82709089 邮编：518041
山东天相	地址：济南市舜耕路28号舜华园小区朝3C 电话：0531-82602582 传真：0531-82602622 邮编：250002