

三精制药 (600829) 年报点评

推荐

——渠道清理结束，整合可能性大

维持评级

化学制药

发布时间：2010 年 4 月 17 日

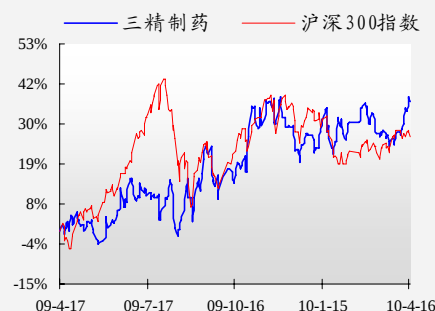
投资要点:

- 2009 年,公司实现销售收入 26.38 亿元,同比增长 1.69%,实现营业利润 3.39 亿元,与 2008 年基本持平,实现属于母公司的净利润 2.79 亿元,同比增长 3.53%,每股收益 0.72 元,低于我们 0.83 元的预期,主要的原因是公司主要产品业绩恢复情况低于我们的预期;
- 2010 年第一季度公司实现销售收入 7.61 亿元,同比大幅增长 39.07%,实现营业利润 1.07 亿元,同比增长 55.22%,实现属于母公司的净利润 8645 万元,同比增长 48.77%,每股收益 0.22 元;
- 公司在 2009 年进行了渠道的清理,以稳定产品的销售价格,因此葡萄糖酸钙和葡萄糖酸锌口服液下降幅度较大,而双黄连在 2009 年又有较大幅度的增长,整体业绩持平,但是从 2009 年下半年开始葡萄糖酸钙和葡萄糖酸锌口服液的销售已经有所恢复;
- 公司从 2008 年底开始加大现金回笼,并进行了大比例的分红,我们认为可能是为未来的哈药集团的整合做准备;
- 维持 2010 年和 2011 年每股收益 0.94 元和 1.07 元,作为 OTC 企业中的知名品牌和医药股中少有的低估值品种,我们维持对公司推荐的投资评级。

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(%)
2009	263,825	1.69	27,879	3.53	0.72		29.04	
2010E	303,399	15.00	36,196	29.83	0.94		22	
2011E	342,841	13.00	41,419	14.43	1.07		20	
2012E								

走势图



市场数据

2010-4-16

收盘价:	20.94 元
52 周最高价:	22.38 元
52 周最低价:	14.56 元
平均持仓成本:	19.80 元

基本数据

2009Q4

总股本 (万股):	38,659
流通 A 股 (万股):	38,659
每股收益 (元):	0.72
每股净资产 (元):	3.86
每股经营现金流 (元):	1.16
市净率:	5.42

分析师: 宋晗

执业证书编号: S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编: 200002

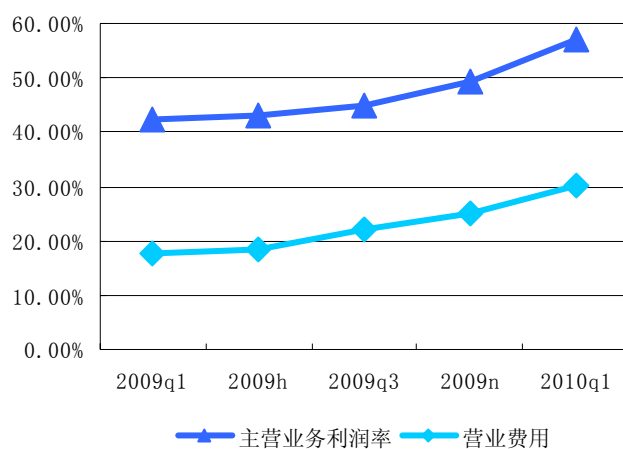
2010 年 4 月 17 日，三精制药公布了 2009 年年度报告和 2010 年第一季度报告，2009 年公司实现销售收入 26.38 亿元，同比增长 1.69%，实现营业利润 3.39 亿元，与 2008 年基本持平，实现属于母公司的净利润 2.79 亿元，同比增长 3.53%，每股收益 0.72 元，低于我们 0.83 元的预期，主要的原因是公司主要产品业绩恢复情况低于我们的预期。

2010 年第一季度公司实现销售收入 7.61 亿元，同比大幅增长 39.07%，实现营业利润 1.07 亿元，同比增长 55.22%，实现属于母公司的净利润 8645 万元，同比增长 48.77%，每股收益 0.22 元，主要是公司的葡萄糖酸锌和葡萄糖酸钙等产品在第一季度销量较多。

1、2009 年公司完成调整

2009 年，公司由于渠道内存货较多，价格体系混乱，因此公司通过控制发货等措施对渠道进行清理，因此公司的两个主要的 OTC 品种葡萄糖酸钙和葡萄糖酸锌口服液都有较大幅度的下滑，这些高毛利率的品种占比下降使得公司整体毛利率大幅下降一度超过 15 个百分点，但是从 2009 年第四季度开始，这两大品种已经开始逐步发货，表现在公司的毛利率和销售费用率都大幅度提高，第四季度单季度的毛利率已经提高到 63%，而 2010 年第一季度的毛利率也有 57%。

图一、销售结构变化影响毛利率和费用率



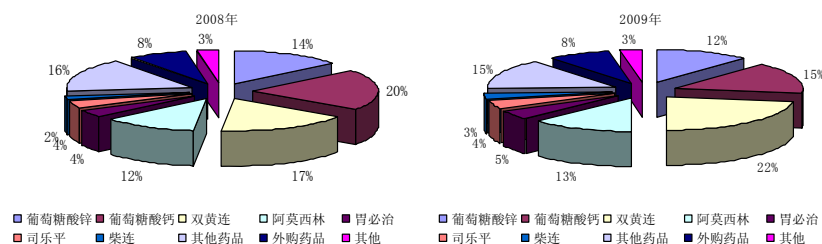
数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

公司的其他品种增长较快，尤其是收到甲型流感流行的刺激，公司的双

黄连口服液销售增长 40%，销售收入超过 6 亿元，成为公司的第一大品种。

随着司乐平销售收入超过 1 亿元，公司过亿元品种已经达到了 6 个，2009 年共实现销售收入近 19 亿元，占公司整体销售收入的 70%以上，和 2008 年基本持平，双黄连的增长抵消了葡萄糖酸钙和葡萄糖酸锌的下降。

图二、公司产品销售结构发生了一定变化



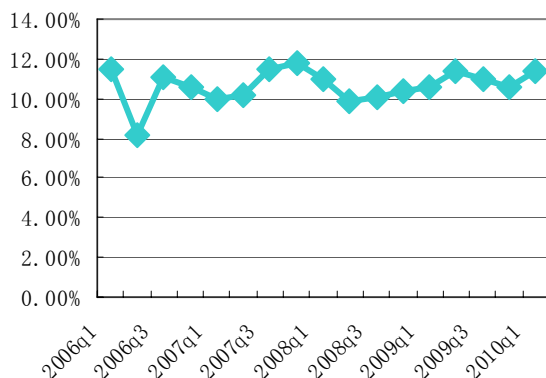
数据来源：东北证券研究所

在公司的小品种中，清开灵分散片成为一个新的亮点，生产该产品的三精千鹤药业 2009 年实现销售收入 1.38 亿元，同比增长 120%，我们预计清开灵分散片在 2010 年有可能成为销售过亿的品种。

除了毛利率和销售费用率随着公司销售结构的变动而波动较大以外，公司的管理费用率相对保持稳定，财务费用和资产减值准备减少了 1300 万元，投资收益和营业外收支净额比 2008 年增加了 700 万元，共计 2000 万元是 2009 年公司业绩有小幅增长的主要原因。

虽然公司的销售结构发生了一定的变化，但是公司的销售净利润率水平从 2006 年开始就基本保持在 10-11% 的水平。

图三、公司销售净利润率保持稳定



数据来源：上市公司公告、东北证券研究所

2、2010 年第一季度延续了上升的势头

2009 年第三季度末，公司已经有 6.6 亿元的预收账款，2009 年第四季度这部分的预收账款只消化了 2.7 亿元，而其他部分则延续到了 2010 年的第一季度，因此公司 2010 年第一季度的业绩有较大幅度的增长。

3、应收票据已经大部分变现

2008 年底，公司的应收票据一度超过 11 亿元，经过 5 个季度的逐步变现，到 2010 年第一季度末，这一数额已经下降到 3 亿元，公司从中获得了 8 亿元的经营性现金流。其他资产项目中，应收账款增加了 1 亿元，增长了 50%，而其他项目则变化不大。公司继续加大在医院方面的建设，三精女子医院和三精肾病医院的投资占据了公司在建工程中的大部分。

负债项中，2009 年公司归还了从集团获得的借款 2.8 亿元，使得公司的整体负债水平进一步降低。

4、继续大比例分红

继 2008 年公司推出 10 派 7.4 元的大比例分红方案以后，公司又在 2009 年推出了 10 送 6.8 元的分红方案，把 2008 年和 2009 年所有的利润都进行了分配，共分配现金 5.4 亿元，其中大股东获得了超过 4 亿元。三精制药成为了现金奶牛。虽然公司在近 5 个季度获得了 6 亿元的经营性现金流，但是加上归还大股东的 2.8 亿元借款，公司的现金流出高达 8.2 亿元，高额的现金流出对公司未来的发展有一定的影响。

5、维持推荐评级

2008 年以后，OTC 市场就发生了很大的变化，一方面医疗体制改革降低了基层医疗药品价格，另一方面 OTC 市场渠道也发生了变革，因此大部分的 OTC 企业都经历了一次清理渠道库存的过程，一般经过 1 年左右的调整后就会恢复到原来的水平。

三精制药在 2009 年就在经历这一过程,双黄连的爆发使得这一过程更为平缓。2010 年公司将会继续走上增长的轨道。

2009 年随着上海医药集团整体上市,国药集团并入中生集团和上海医工院,国内医药企业的整合的进程越来越快。在可能整合的大型医药集团中,三精制药和哈药集团无论从历史渊源,业务结构还是股东持股比例上都具有最大的整合可能性,而在 2010 年进入日程的可能性较大。

维持三精制药 2010 年和 2011 年每股收益 0.94 元和 1.07 元,作为医药股中少有的低估值品种,我们维持对公司推荐的投资评级。

盈利预测表

一般企业—利润表 (单位: 万元)	2008 年	2009 年	2010 年	2011 年
营业收入	259,434	263,825	303,399	342,841
营业总成本	225,636	230,343	258,079	289,529
营业成本	122,607	133,550	151,699	173,134
营业税金及附加	2,571	2,452	3,034	3,428
销售费用	71,032	66,051	73,726	80,568
管理费用	26,827	26,983	28,519	31,198
财务费用	1,386	756	500	500
资产减值损失	1,211	551	600	700
公允价值变动净收益	-270	0	0	0
投资净收益	240	434	500	200
营业利润	33,769	33,916	45,820	53,512
营业外收支净额	1,636	2,159	1,800	1,200
利润总额	35,405	36,075	47,620	54,712
减: 所得税	7,337	6,723	9,524	10,942
净利润	28,068	29,352	38,096	43,769
减: 少数股东损益	1,140	1,473	1,900	2,350
归属于母公司所有者的净利润	26,928	27,879	36,196	41,419
每股收益:	0.7	0.72	0.94	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。