

华润三九：营销整合推动稳健增长

公司调研快报

报告关键点：

- 公司制药主业各产品线继续稳健增长
- 公司的增长主要来自营销整合
- 给予“增持-A”的评级，12个月目标价32元

报告摘要：

- 公司制药主业各产品线继续稳健增长。2010年1-6月，预期公司受商业影响收入总体有所下降；但制药业收入、净利润增长均超过20%。公司产品主要为品牌中药OTC产品，增长主要靠第二终端药店市场和部分医院。其中感冒类产品占了OTC产品的一半以上，二季度收入同比增长20%，由于流感因素环比一季度有所下降，毛利增长也为20%。三九胃泰收入增长20%，正天丸增长不到20%，皮炎平上半年销售基本持平。处方药收入同比增长20%以上，增速超过OTC产品。配方颗粒收入预期增长30%，但对中药材价格敏感，利润增长预期不到10%。
- 中药材价格上涨使公司成本有一定上升。公司OTC产品的主要原材料包括白糖、三七、金银花、野菊花等，今年以来都有较大幅度的价格上涨，公司OTC产品的毛利率在50%-60%，原材料成本占比约1/2，中药材价格上涨造成公司成本超预算5,000万元-6,000万元。目前这些原料的价格有一定的回落，公司的成本压力有望逐渐减轻。
- 公司产品主要为非医保目录的OTC产品，降价压力不大。公司主要的OTC产品都是非医保目录产品，价格由市场竞争形成，不由政府指导定价，降价压力不大。另2009年发改委对公司的基本药物正天丸、三九胃泰零售终端价格已有所调低，未来价格压力并不大。
- 公司的增长主要来自营销整合，同时推进新品上市和并购也是发展方向。公司的增长主要来自整合优化渠道资源，OTC产品借助基本药物目录从第二终端向第一终端医院市场延伸，摸索医院营销模式；处方药重视建立医院学术营销体系。公司的皮肤药新品是未来新增长点，预期今年相继上市6个皮肤药新品，将实现7,000万元的收入，2011年可能达到1-2亿元收入，毛利率达到70%，将成为新的增长点。公司也在考虑收购新的产品或者公司来完成外延式发展。
- 给予“增持-A”的评级，12个月目标价32元。我们预计公司2010-2011年将实现EPS0.92元和1.15元，给予“增持-A”的评级，12个月目标价32元。

评级：
增持-A

上次评级：

目标价格： 32.00 元

期限： 12 个月 上次预测：

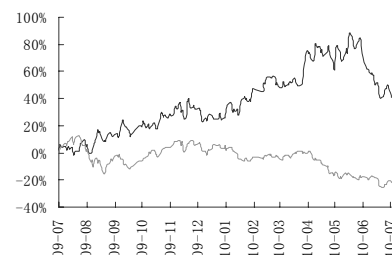
现价： 22.33 元

报告日期： 2010-07-14

市场数据

总市值(百万元)	21,858.84
流通市值(百万元)	7,932.52
总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
12 个月最高/最低	15.14/30.35 元
十大流通股股东(%)	21.71%
股东户数	19,769

12 个月股价表现



— 华润三九 — 沪深300

%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(14.00)	3.78	56.40
绝对收益	(18.50)	(18.82)	32.66

研究员

洪露	首席行业分析师
021-68766073	honglu@essence.com.cn
证书编号	S1450210010306
李秋实	行业分析师
021-68765361	liqs@essence.com.cn

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,316.2	4,852.7	4,318.9	5,161.1	6,193.3
Growth(%)	24.1%	12.4%	-11.0%	19.5%	20.0%
净利润	541.1	761.6	961.0	1,209.4	1,456.5
Growth(%)	77.4%	41.9%	26.4%	25.8%	20.4%
毛利率(%)	45.5%	50.6%	62.0%	63.2%	63.8%
净利润率(%)	11.6%	14.6%	20.8%	21.9%	21.9%
每股收益(元)	0.51	0.72	0.92	1.15	1.39
每股净资产(元)	3.49	4.04	4.60	5.31	6.09
市盈率	45.7	32.2	25.5	20.2	16.8
市净率	6.7	5.8	5.1	4.4	3.8
净资产收益率(%)	15.9%	19.3%	21.3%	23.3%	24.4%
ROIC(%)	9.9%	24.3%	30.6%	31.3%	31.5%
EV/EBITDA	31.6	22.6	17.7	14.2	11.9
股息收益率	0.0%	0.9%	1.6%	2.0%	2.7%

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-7-14

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4,316.2	4,852.7	4,318.9	5,161.1	6,193.3	成长性					
减: 营业成本	2,352.9	2,396.1	1,641.2	1,899.3	2,242.0	营业收入增长率	24.1%	12.4%	-11.0%	19.5%	20.0%
营业税费	37.5	20.3	13.0	15.5	18.6	营业利润增长率	87.6%	39.4%	27.8%	26.5%	20.6%
销售费用	960.7	1,165.9	1,230.9	1,445.1	1,752.7	净利润增长率	77.4%	41.9%	26.4%	25.8%	20.4%
管理费用	311.3	367.6	320.5	374.2	458.3	EBITDA 增长率	40.7%	37.0%	28.7%	25.4%	19.2%
财务费用	5.7	-0.2	-16.9	-12.4	-15.2	EBIT 增长率	44.0%	38.1%	26.0%	27.3%	20.6%
资产减值损失	22.2	26.4	25.0	23.0	20.0	NOPLAT 增长率	47.7%	39.5%	24.4%	26.6%	20.4%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-43.1%	-1.3%	23.8%	19.8%	14.3%
投资和汇兑收益	9.1	8.4	26.0	15.0	10.0	净资产增长率	15.4%	15.8%	14.0%	15.4%	14.8%
营业利润	635.0	885.0	1,131.3	1,431.5	1,727.0	利润率					
加: 营业外净收支	11.0	19.5	15.0	10.0	9.0	毛利率	45.5%	50.6%	62.0%	63.2%	63.8%
利润总额	646.0	904.5	1,146.3	1,441.5	1,736.0	营业利润率	14.7%	18.2%	26.2%	27.7%	27.9%
减: 所得税	104.9	142.9	185.2	232.1	279.5	净利润率	11.6%	14.6%	20.8%	21.9%	21.9%
净利润	541.1	761.6	961.0	1,209.4	1,456.5	EBITDA/营业收入	16.7%	20.3%	29.4%	30.8%	30.6%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	14.8%	18.2%	25.8%	27.5%	27.6%
货币资金	718.1	1,273.2	1,182.0	1,190.4	1,374.0	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	75	80	103	103	94
应收帐款	666.8	437.2	719.4	846.3	1,128.4	流动营业资本周转天数	203	46	65	90	110
应收票据	677.6	830.6	804.6	961.5	1,187.8	流动资产周转天数	382	209	260	244	250
预付帐款	29.8	77.4	110.3	148.3	193.1	应收帐款周转天数	74	47	32	30	33
存货	484.3	418.4	287.2	383.4	452.6	存货周转天数	47	34	30	24	25
其他流动资产	10.0	0.4	99.7	268.1	474.6	总资产周转天数	542	396	488	451	428
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	360	231	289	294	286
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	16.2	17.3	17.5	21.0	24.5	ROE	15.9%	19.3%	21.3%	23.3%	24.4%
投资性房地产	4.1	17.2	19.4	-	-	ROA	10.7%	13.5%	15.8%	17.7%	18.4%
固定资产	1,047.6	1,117.3	1,359.3	1,599.3	1,638.3	ROIC	9.9%	24.3%	30.6%	31.3%	31.5%
在建工程	208.3	234.4	275.2	225.1	165.1	费用率					
无形资产	1,094.9	1,137.1	1,128.3	1,184.0	1,240.0	销售费用率	22.3%	24.0%	28.5%	28.0%	28.3%
其他非流动资产	84.1	59.3	57.8	3.7	3.8	管理费用率	7.2%	7.6%	7.4%	7.3%	7.4%
资产总额	5,051.5	5,631.4	6,072.5	6,844.7	7,896.1	财务费用率	0.1%	0.0%	-0.4%	-0.2%	-0.2%
短期债务	95.5	12.0	139.8	108.2	86.6	三费/营业收入	29.6%	31.6%	35.5%	35.0%	35.5%
应付帐款	840.0	712.3	517.1	528.4	632.7	偿债能力					
应付票据	116.3	184.0	134.1	104.1	150.9	资产负债率	32.4%	29.8%	25.8%	24.1%	24.5%
其他流动负债	572.3	704.8	716.0	818.1	942.0	负债权益比	48.0%	42.5%	34.8%	31.7%	32.4%
长期借款	14.6	39.5	50.0	60.0	70.0	流动比率	1.59	1.88	2.13	2.44	2.65
其他非流动负债	-	27.4	11.2	28.0	48.7	速动比率	1.29	1.62	1.93	2.19	2.40
负债总额	1,638.8	1,679.9	1,568.1	1,646.8	1,930.9	利息保障倍数	111.55	-4,400.41	-66.08	-114.15	-112.28
少数股东权益	212.6	265.2	323.1	396.1	483.9	分红指标					
股本	978.9	978.9	978.9	978.9	978.9	DPS(元)	-	0.20	0.37	0.46	0.62
留存收益	2,223.0	2,709.2	3,202.3	3,822.9	4,502.4	分红比率	0.0%	27.6%	40.0%	40.0%	45.0%
股东权益	3,412.7	3,951.5	4,504.4	5,197.9	5,965.2	股息收益率	0.0%	0.9%	1.6%	2.0%	2.7%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	541.1	761.6	961.0	1,209.4	1,456.5	EPS(元)	0.51	0.72	0.92	1.15	1.39
加: 折旧和摊销	93.4	113.0	154.9	172.2	184.9	BVPS(元)	3.49	4.04	4.60	5.31	6.09
资产减值准备	22.2	26.4	25.0	23.0	20.0	PE(X)	45.7	32.2	25.5	20.2	16.8
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.7	5.8	5.1	4.4	3.8
财务费用	120.8	10.0	6.6	-16.9	-12.4	P/FCF	-	33.1	76.8	65.3	33.0
投资收益	-9.1	-8.4	-26.0	-15.0	-10.0	P/S	5.3	4.7	5.3	4.4	3.7
少数股东损益	41.1	52.1	64.4	81.0	97.6	EV/EBITDA	31.6	22.6	17.7	14.2	11.9
营运资金的变动	292.9	-554.1	-548.4	-440.3	-549.3	CAGR(%)	30.7%	24.1%	22.4%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	1,116.4	855.1	614.1	1,017.9	1,184.5	PEG	1.5	1.3	1.1	-0.2	-0.2
投资活动产生现金流量	-1,263.0	-93.0	-464.8	-221.0	-136.0	ROIC/WACC	1.0	2.5	3.1	3.2	3.2
融资活动产生现金流量	21.3	-213.3	-203.5	-460.5	-607.8	REP	7.2	2.9	1.9	1.5	1.3

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

李秋实，医药行业研究员，北京大学药学和经济学双学位，中国人民大学金融学硕士，曾就职于德国拜耳医药保健有限公司，具有 2 年证券行业从业经验，2010 年 3 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

梁涛	上海联系人	潘艳	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68766516	panyan@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
凌洁	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765237	lingjie@essence.com.cn	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
马正南	北京联系人	周蓉	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113563	zhourong@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
律烨	深圳联系人	曹加	深圳联系人
0755-82558076	lvye@essence.com.cn	0755-82558045	caojia@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编：518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编：200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编：100034