

# 华润三九 (000999.SZ)

## 中药行业

评级：买入 维持评级

业绩点评

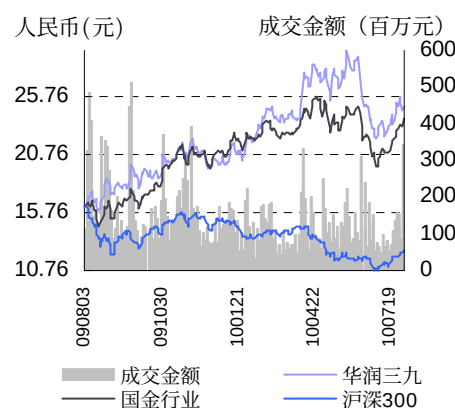
市价（人民币）：24.93 元

### OTC 拖累二季度业绩

长期竞争力评级：高于行业均值

#### 市场数据(人民币)

|                |             |
|----------------|-------------|
| 已上市流通 A 股(百万股) | 355.24      |
| 总市值(百万元)       | 24,403.98   |
| 年内股价最高最低(元)    | 29.77/15.94 |
| 沪深 300 指数      | 2917.28     |
| 深证成指           | 11004.74    |



#### 相关报告

1. 《医药工业推动业绩高增长》，2010.4.25

**李龙俊** 联系人  
(8621)61038315  
lilj@gjzq.com.cn

**黄挺** 分析师 SAC 执业编号：S1130208070242  
(8621)61038218  
huangting@gjzq.com.cn

**李敬雷** 分析师 SAC 执业编号：S1130210050004  
(8621)61038219  
lijingl@gjzq.com.cn

#### 公司基本情况(人民币)

| 项 目         | 2008   | 2009   | 2010E  | 2011E  | 2012E  |
|-------------|--------|--------|--------|--------|--------|
| 摊薄每股收益(元)   | 0.511  | 0.725  | 0.923  | 1.117  | 1.351  |
| 每股净资产(元)    | 3.27   | 3.77   | 4.56   | 5.32   | 6.54   |
| 每股经营性现金流(元) | 1.14   | 0.87   | 0.96   | 1.32   | 1.52   |
| 市盈率(倍)      | 28.29  | 27.54  | 27.05  | 22.35  | 18.48  |
| 行业优化市盈率(倍)  | 35.34  | 66.23  | 66.23  | 66.23  | 66.23  |
| 净利润增长率(%)   | 78.73% | 41.87% | 27.33% | 21.03% | 20.95% |
| 净资产收益率(%)   | 15.63% | 19.25% | 20.24% | 20.98% | 20.64% |
| 总股本(百万股)    | 978.90 | 978.90 | 978.90 | 978.90 | 978.90 |

来源：公司年报、国金证券研究所

#### 业绩简评

- 2010 年上半年，公司实现营业收入 19.68 亿元，较去年同期下降 9.91%。收入下降的主要原因是公司出售三九连锁和汉源三九股权，合并范围发生变化。扣除此影响，公司营业收入同比增长 21%。归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元，同比增长 19.94%

#### 经营分析

- **2 季度业绩略有下降：**1 季度归属于母公司所有者的净利润为 2.41 亿元，同比增长 45.44%；2 季度归属于母公司所有者的净利润为 1.48 亿元，同比下降 6%。
- **OTC 业务拖累 2 季度业绩：**由于消化“甲流”疫情遗留的渠道存货问题，感冒灵产品 2 季度基本没有增长；同时，实施 OTC 渠道变革也在短期内对产品销售产生一定负面影响。
- **下半年重点关注感冒灵和基药政策：**气候因素往往给感冒药的销售造成一定波动性，去年“甲流”疫情便形成了感冒灵的热卖；我们预计 3 季度将公布发改委新制定的基本药物价格，我们将密切跟踪降价的情况。

#### 盈利调整

- 我们维持公司 2010-2012 年的盈利预测为 0.923 元、1.117 元和 1.351 元。

#### 投资建议

- 虽然公司短期内由于渠道存货消化等原因导致业绩增速下滑，但中长期看，公司品类规划战略仍能推动 OTC 业务的拓展，中药处方药及中药配方颗粒业务继续保持较快增长，在华润集团的支持下公司并购战略也在积极推进中。因此，我们认为公司是优质的医药配置资产，继续维持“买入”的投资建议。

## 二季度业绩略微下滑

- 2010 年上半年，公司实现营业收入 19.68 亿元，较去年同期下降 9.91%。收入下降的主要原因是公司出售三九连锁和汉源三九股权，合并范围发生变化。扣除此影响，公司营业收入同比增长 21%。
- 公司二季度净利润基本没有增长。2010 年上半年公司归属于母公司所有者的净利润 3.89 亿元，同比增长 19.94%。其中，1 季度归属于母公司所有者的净利润为 2.41 亿元，同比增长 45.44%；2 季度归属于母公司所有者的净利润为 1.48 亿元，同比下降 6%。
- 2010 年上半年，公司进一步落实聚焦医药工业的核心战略，制药业务收入较去年同期增长 20.49%，占营业收入的比重提高至 85%。

## OTC 拖累二季度业绩

- 公司二季度收入和利润增速均明显放缓，主要是由于 OTC 业务在二季度出现暂时性的调整。
  - 去年下半年及今年年初，感冒灵系列产品由于“甲流”的影响而持续旺销，因此终端和渠道吸收了较多的感冒灵产品。1 季度过后，国内“甲流”疫情得到彻底控制，这些产品便成为渠道内的存货。二季度消化这些存货影响了公司的正常发货，导致感冒灵产品同比略有下降（1 季度感冒灵产品同比增长超过 30%）。
  - 同时，公司今年实施 OTC 渠道变革，在短期内也对产品销售产生一定负面影响，核心品种皮炎平同比出现一定程度下滑。
  - 但是，核心产品三九胃泰仍然保持 20-30% 的良好增长态势；皮肤药 6 个新品种 3 月份上市以来进展顺利，商业及终端布货已完成，销售进度符合年度计划，我们预计今年将增加 5000 万的销售额。
- 部分医药业务出现毛利率下降也是影响二季度业绩的原因之一。
  - 2010 年上半年，部分原材料及辅料价格上涨较快，中药材价格整体涨幅超过 20%，白糖价格涨幅也超过 30%，成本上升使 OTC、中药配方颗粒业务毛利率水平有所下降。
  - 2010 年上半年 OTC 业务的毛利率为 67.78%，较去年同期下降 2.54 个点；中药配方颗粒业务的毛利率为 58.3%，较去年同期下降 1.85 个点。

## 下半年重点关注感冒药和基药目录

- 由于气候的原因，感冒药的销售存在一定波动性。去年下半年由于“甲流”疫情的影响，感冒灵产品的销售持续火爆。虽然公司二季度消化了疫情遗留的渠道存货问题，但去年下半年的高基数仍然给今年下半年的增长造成一定压力。我们认为，公司通过市场的拓展仍能推动感冒产品的增长，但气候将成为短期的干扰因素。
- 据了解，发改委将重新核定基本药物产品的价格，并有望于 3 季度公布。我们认为，此次基本药物产品的降价压力较大，独家品种较普通品种而言降价压力较小，但一旦降价成为现实，仍然对公司会产生一定负面影响。我们将密切跟踪基药政策的实施情况。

## 盈利预测和投资建议