

华润三九 2010 年中报业绩网上说明会纪要

报告关键点:

- 集团层面重组将给公司带来更大的发展平台
- 外延式并购主要关注OTC产品和中药处方药
- 公司业绩符合预期、制药主业增长迅速

报告摘要:

- 集团层面重组将给公司带来更大的发展平台。本次重组将给公司带来更大的发展平台：首先，在国家“十二五”的医药战略规划中，公司将获取更多的国家资源和项目支持；其次，在华润医药清晰战略管控的前提下，公司将从集团获取部分业务资源；最后，公司有望与华润医药下属医药商业企业强化业务合作关系，共同开拓新的业务区域，并利用共同的研发和制造平台，加快新产品的开发，提升产能效率。
- 外延式并购主要关注OTC产品和中药处方药。公司将外延式增长作为重要的发展方式之一，希望通过并购获得新产品，拓宽产品线和治疗领域。公司并购将从战略高度出发，主要并购方向是OTC产品和中药处方药，重点关注符合公司品类规划战略的产品。并购完成以后，将借助公司的品牌与强大的营销能力，实现销售规模的迅速扩大。
- 业绩符合预期、制药主业增长迅速。2010年上半年公司实现营业收入19.8亿元，同比下降9.19%，主要是由于公司出售三九连锁、汉源三九股权，该两家公司不再纳入合并范围所致。扣除此影响，公司营业收入同比增长21%。2010年上半年公司实现净利润3.89亿元，同比增长19.94%，实现EPS0.4元，扣除非经常性损益后的净利润同比增长14.63%。公司上半年经营情况整体符合预期。公司业务进一步向制药主业集中，制药主业占公司营业收入占比提高至85.6%。
- 公司下半年业绩展望与未来发展规划。公司方面表示有信心完成今年的业绩预算计划。下半年公司将继续推进营销整合，皮肤药新产品的上市将成为公司业绩新的增长点，华蟾素下半年也将保持较高的增长速度。同时公司将继续寻找适当的并购机会，加快符合战略的企业并购。在未来的发展中公司将通过内涵式增长和外延式扩张相结合的途径，保持公司的成长性，着力于通过“十二五”把华润三九打造成民族医药的领先企业。

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	47.3	33.3	26.4	21.0	17.4
市净率	6.9	6.0	5.2	4.5	4.0
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	32.8	23.4	18.3	14.7	12.3
股息收益率	0.0%	0.8%	1.5%	1.9%	2.6%

评级:
增持-A

上次评级: 增持-A

目标价格: 32.00 元

期限: 3 个月 上次预测: 32.00 元

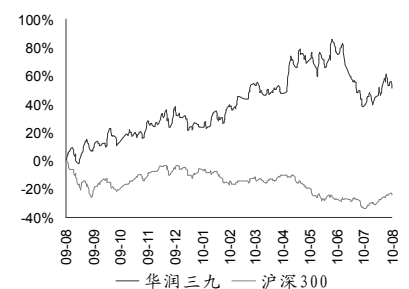
现价: 24.15 元

报告日期: 2010-08-03

市场数据

总市值(百万元)	23,640.44
流通市值(百万元)	8,579.06
总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
12 个月最高/最低	15.55/30.35 元
十大流通股(%)	27.12%
股东户数	19,803

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(3.96)	(4.74)	75.08
绝对收益	9.14	(11.31)	50.76

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
证书编号	S1450210070003

前期研究成果

华润三九：制药主业继续保持稳定增长
2010-08-03

华润三九：营销整合推动稳健增长
2010-07-14

会议时间：2010 年 8 月 3 日

会议地点：全景网

参加人员：董事、总经理：宋清

副总经理、财务总监：郭其志

董事、董秘、总监：周辉

1. 集团层面重组将给公司带来更大的发展平台

公司于 7 月 31 日发布公告称，北京国有资本经营管理中心、华润股份、华润集团、华润医药集团及华润医药控股于 2010 年 7 月 30 日正式签署了《关于北京医药集团有限责任公司及华润医药集团有限公司的重组协议》。协议各方拟对华润医药集团和北药集团医药类资产进行重组。重组完成后，华润医药集团和北药集团的医药类资产将被纳入一家合资公司，北京市国有资本经营管理中心和华润集团将共同直接或间接持有合资公司的全部股权。本次重组是在华润医药集团层面进行的，华润三九作为华润医药集团下属企业也纳入本次重组。目前，具体的重组路径尚未确定。

本次重组将给公司带来更大的发展平台：首先，在国家“十二五”的医药战略规划中，公司将获取更多的国家资源和项目支持；其次，在华润医药清晰战略管控的前提下，公司将从集团获取部分业务资源；最后，公司有望与华润医药下属医药商业企业强化业务合作关系，共同开拓新的业务区域，并利用共同的研发和制造平台，加快新产品的开发，提升产能效率。

2. 外延式并购主要关注 OTC 产品和中药处方药

公司将外延式增长作为重要的发展方式之一，希望通过并购获得新产品，拓宽产品线和治疗领域。未来公司将从战略的角度出发开展投资并购活动，明确并购目标，并及时根据内外部情况的变化及时调整投资策略。同时在投资并购项目调查过程中，对公司本身的经营风险进行全面细致的分析，对收购产品品种未来市场预测的不确定性做出充分的预计，找出盈利能力强、符合公司产品规划战略的收购对象。

预计公司未来并购方向主要是 OTC 产品和中药处方药，重点关注符合公司产品规划战略的产品。并购完成以后，将借助公司的品牌与强大的营销能力，实现销售规模的迅速扩大。

目前公司正在积极搜寻和洽谈符合战略方向的外延式扩张项目。目前中国医药行业正走向集约发展模式。但同时很多企业融资和发展的渠道很宽泛，无形中增加了并购成本和难度。

3. 业绩符合预期，制药主业增长迅速

2010 年上半年公司实现营业收入 19.8 亿元，同比下降 9.19%，主要是由于公司出售三九连锁、汉源三九股权，该两家公司不再纳入合并范围所致。扣除此影响，公司营业收入同比增长 21%。2010 年上半年公司实现净利润 3.89 亿元，同比增长 19.94%，实现 EPS0.4 元，扣除非经常性损益后的净利润同比增长 14.63%。相比一季度，二季度制药业务增速略有下降，主要是 OTC 业务增速下降所致：年初受“甲流”影响，OTC 业务主要是感冒品类备货和铺货规模偏大，二季度需要消化部分库存；同时，今年实施的 OTC 渠道变革，在短期内也对销售产生一定的影响。公司上半年经营情况整体符合预期。

公司业务进一步向制药主业集中，制药主业占公司营业收入占比提高至 85.6%。OTC 业务实现销售收入同比增长 15%，中药原材料价格上涨导致公司 OTC 产品的毛利率下降了 2.54 个百分点；中药处方药销售收入同比增长了 39%，说明公司在医院终端市场

的销售加强；中药配方颗粒实现销售收入同比增长了 50%；抗生素制剂业务销售收入同比增长了 43%，是受益于上半年抗生素行业的高景气，三九医院实现销售收入稳定增长 21%，原料药业务因产能原因继续下滑。

皮肤药多个新品种今年 3 月份上市，如糠酸莫米松、曲安奈德益康唑、硝酸咪康唑等。至此，公司皮肤病产品已经构成了在皮炎湿疹、抗真菌、抗病毒等多个细分领域的产品组合。目前，上述新产品已经完成商业及终端布货，预计今年将实现 7,000 万元的收入。华蟾素系列产品开始启动各项市场开发、关键客户网络建设计划，贡献了中药处方药上半年营业收入增加额的 50%。公司于去年下半年成立了基本药物部，今年上半年基本药物医院营销工作全面铺开，但由于医改推进较预期缓慢，公司基本药物销售没有大幅放量。

4. 公司下半年业绩展望与未来发展规划

公司有信心完成今年的业绩预算计划，下半年公司将继续推进营销整合，TC 产品借助基本药物目录向第一终端医院市场延伸，摸索医院营销模式；中药处方药通过建立医院学术营销体系继续加强销售。皮肤药新产品的上市将成为公司业绩新的增长点，华蟾素下半年也将保持较高的增长速度。同时公司将继续寻找适当的并购机会，加快对符合公司发展战略的企业进行并购。

目前，公司正在制定“十二五”战略发展规划，在未来的发展中公司将通过内涵式增长和外延式扩张相结合的途径，保持公司的成长性，着力于通过“十二五”把华润三九打造成民族医药的领先企业。

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-8-3

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%	0.8%	1.5%	1.9%	2.6%
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)	47.3	33.3	26.4	21.0	17.4
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	6.0	5.2	4.5	4.0
财务费用	120.8	10.0	6.6	-16.9	-12.4	P/FCF	-	34.2	79.5	67.6	34.1
投资收益	-9.1	-8.4	-26.0	-15.0	-10.0	P/S	5.5	4.9	5.5	4.6	3.8
少数股东损益	41.1	52.1	64.4	81.0	97.6	EV/EBITDA	32.8	23.4	18.3	14.7	12.3
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	1.4	1.2	-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	7.4	3.0	1.9	1.6	1.4

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，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	律烨	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558076	lvye@essence.com.cn
曹加	深圳联系人	胡珍	深圳联系人
0755-82558045	caojia@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@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