

分析师：涂羚波

执业证书编号：S0050208010103

Tel: 010-59355910

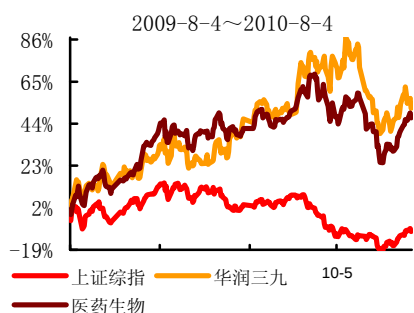
Email: tulb@chinans.com.cn

地址：北京市金融大街5号新
盛大厦7层(100140)**医药生物****投资评级**

本次评级：	谨慎推荐
跟踪评级：	维持
目标价格：	29.75

市场数据

市价(元)	24.15
上市的流通A股(亿股)	3.55
总股本(亿股)	9.79
52周股价最高最低(元)	16.2-30.35
上证指数/深证成指	2627.00/10830.70
2009年股息率	0.00%

52周相对市场表现**相关研究****华润三九 (000999.SZ)****新业务快速增长****投资要点**

● **剥离商业导致收入下降。**公司实现营业收入19.68亿元，同比下降9.91%，归属于母公司所有者的净利润3.89亿元，同比增长19.94%，每股收益0.40元。

● **环比增速下降。**1-6月公司营业收入及净利润增速均较一季度放缓，主要由于OTC业务二季度增速放缓所致。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。

● **新业务快速增长。**中药处方药、中药配方颗粒及抗生素制剂业务销售额分别较去年增长39%、49%和43%，原料药因产能原因继续下滑。华蟾素系列产品在2009年营销整合的基础上，开始启动各项市场开发、关键客户网络建设计划，贡献了中药处方药营业收入增加额的50%。

● **OTC业务总体平稳增长。**OTC业务增幅15%，核心产品感冒灵、三九胃泰增长良好，部分核心品种如皮炎平、壮骨关节丸出现不同程度下滑；新产品小儿感冒药等保持高速增长势头。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，在皮炎湿疹、真菌性皮肤病细分领域提供了多层次的产品。

公司财务数据及预测

项目	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	4852.72	4368	5243	6098
增长率(%)	11.48	-9.99	20.03	16.31
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	709.49	836.45	998.38	1183.15
增长率(%)	42.33	18	19	19
毛利率(%)	50.62	63	63	63
净资产收益率(%)	19.25	18	18	18
EPS(元)	0.72	0.85	1.02	1.21
P/E(倍)	33.32	28.26	23.68	19.98
P/B(倍)	6.96	5.23	4.28	3.53

来源：公司年报、民族证券

●**中药材涨价导致毛利率下降。**报告期内公司部分药材、白糖等原材料快速上涨，使得 OTC、中药配方颗粒的毛利率同比分别下降了 2.54、1.85 个百分点。预计随着前期中药材炒作的降温，下半年毛利率有望呈现回升态势。

●**给予公司“谨慎推荐”评级。**预计公司 2010、2011、2012 年分别实现净利润 8.36 亿元、9.98 亿元、11.83 亿元，同比分别增长 18%、19%、19%，每股收益 0.85 元、1.02 元、1.21 元。对应动态市盈率分别为 28 倍、24 倍、20 倍。给予公司 10 年 35 倍动态市盈率估值，合理价位 29.75 元。公司作为华润旗下的中药业务发展平台，未来有望进行一系列资产并购扩张，外延式增长可期。考虑到医药板块整体估值有所下移，我们对公司的评级由之前的“推荐”下调至“谨慎推荐”。

表 1：医药工业收入和毛利预测

单位：万元	2009	2010E	2011E	2012E
OTC 系列	收入（百万元）	2595	2984	3283
	增长率	15%	15%	10%
	毛利率	68%	68%	68%
中药处方药	收入（百万元）	586	792	1029
	增长率	40%	35%	30%
	毛利率	82%	81%	80%
配方中药颗粒	收入（百万元）	320	464	650
	增长率	50%	45%	40%
	毛利率	60%	60%	61%
抗生素	收入（百万元）	300	342	387
	增长率	15%	14%	13%
	毛利率	52%	51%	50%
医药工业合计	收入（百万元）	3802	4582	5348
	增长率	20.70%	20.53%	16.72%
	毛利率	68.18%	68.17%	68.16%

资料来源：民族证券

表 2：公司收入和毛利预测

单位：万元	2010E	2011E	2012E
医药工业	3802	4582	5348
毛利率	68.18%	68.17%	68.16%
包装印刷	374	430	473
毛利率	25.00%	24.00%	23.00%
医疗服务	191	229	275
毛利率	29.00%	30.00%	31.00%
营业收入合计	4368	5243	6098
增长率（%）	-9.99%	20.03%	16.31%
营业成本率	37.25%	37.14%	37.04%
毛利率	62.75%	62.86%	62.96%

资料来源：民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3037	3515	4928	6548
现金及等价物	1273	1541	2559	3793
应收帐款	1191	1072	1287	1497
存货	418	763	915	1065
其它流动资产	154	138	166	193
非流动资产	2583	2751	3180	3562
长期股权投资	17	17	17	17
固定资产及其他	1359	1660	1888	2073
投资性房地产	17	17	17	17
无形资产	1137	1005	1206	1403
其它非流动资产	52	52	52	52
资产总计	5639	6274	8116	10119
流动负债	1610	1097	1311	1518
短期借款	12	12	12	12
应付帐款	630	428	512	594
其它流动负债	968	658	787	913
非流动负债	70	335	892	1417
长期借款	40	314	867	1388
其它非流动负债	30	21	25	29
负债合计	1680	1432	2202	2935
少数股东权益	265	327	400	487
归属于母公司所有者权益	3686	4523	5521	6704
负债和股东权益	5631	6282	8123	10126

现金流量表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
经营活动现金流	1030	273	1014	1230
净利润	762	898	1072	1270
资产减值准备	26	26	20	20
折旧和摊销	113	107	124	139
公允价值变动损失	0	0	0	0
财费用	0	-9	0	0
营运资本变动	138	-749	-202	-199
投资收益	-8	0	0	0
投资活动现金流	-232	-275	-553	-522
资本支出	-245	-275	-553	-522
其它	13	0	0	0
融资活动现金流	-251	274	557	525
权益性融资	-223	0	0	0
负债净变化	-28	265	557	525
财务费用	0	9	0	0
现金净增加额	548	272	1018	1234
期初现金余额	722	1269	1541	2559
期末现金余额	1269	1541	2559	3793

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4853	4368	5243	6098
营业成本	2396	1627	1947	2259
营业税金及附加	20	17	21	24
销售费用	1166	1310	1573	1829
管理费用	368	349	409	457
财务费用	0	-9	0	0
资产减值损失	26	26	20	20
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
营业利润	885	1046	1273	1508
营业外收入	31	30	0	0
营业外支出	11	10	0	0
利润总额	904	1066	1273	1508
所得税	143	168	201	238
净利润	762	898	1072	1270
少数股东损益	52	61	73	87
归属于母公司所	709	836	998	1183
EBITDA	903	1064	1293	1528
EPS（元）	0.72	0.85	1.02	1.21

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长能力				
营业收入	12.4%	-10.0%	20.0%	16.3%
营业利润	39.4%	18.2%	21.6%	18.5%
归属母公司净利	41.9%	17.9%	19.4%	18.5%
获利能力				
毛利率	50.6%	62.7%	62.9%	63.0%
净利率	14.6%	19.1%	19.0%	19.4%
ROE	19.2%	18.5%	18.1%	17.6%
ROIC	16.5%	17.2%	15.9%	14.9%
偿债能力				
资产负债率	29.8%	22.8%	27.1%	29.0%
流动比率	1.9	3.2	3.8	4.3
速动比率	1.6	2.5	3.1	3.6
营运能力				
总资产周转率	0.9	0.7	0.6	0.6
应收帐款周转率	4.1	4.1	4.1	4.1
应付帐款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)				
每股收益	0.72	0.85	1.02	1.21
每股经营现金	1.05	0.28	1.04	1.26
每股净资产	3.77	4.62	5.64	6.85
估值比率				
P/E	33.3	28.3	23.7	20.0
P/B	6.4	5.2	4.3	3.5
EV/EBITDA	29.2	24.8	20.4	17.2

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，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。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn