

动态报告

医药保健

制药与生物

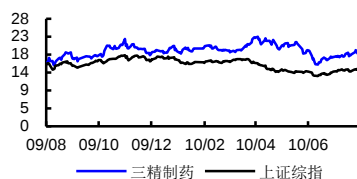
三精制药(600829)

2010 中报点评

谨慎推荐

(维持评级)

2010 年 8 月 23 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

昨收盘 (元)	18.56
总股本/流通 A 股(百万股)	386.59/386.59
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	7,175.15/7,175.15
上证综指/深圳成指	2,642.31/11,090.46
12 个月最高/最低 (元)	22.99/15.53

财务数据

净资产值(百万元)	1,433.37
每股净资产(元)	3.71
市净率	5.01
资产负债率	41.96%
息率	3.66%

相关研究报告:

《三精制药 09 年报&10 年一季报点评: 2010 年恢复性增长》——2010-4-18

《三精制药 09 年三季报点评: Q3 单季收入恢复两位数增长》——2009-10-19

《三精制药中报点评: 销售费用下降推动利润平稳增长》——2009-8-24

分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 电话:

E-mail: E-mail:

SAC 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

保健品业务恢复性高增长

●业绩低于预期

内公司实现营业收入 15.28 亿元, 同比增长 26.21%; 实现归属母公司股东净利润 1.75 亿元, 同比增长 26.92%。EPS0.453 元/股, 低于我们之前预期的 0.49 元/股。每股经营性现金流 0.80 元, 远超净利润, 盈利质量优异。整体毛利率 52.25%, 大幅提升 9 个百分点。

●西药板块和保健品业务恢复性增长符合预期

公司去年西药板块和保健品板块进行渠道控制和清理出现负增长, 但依靠双黄连口服液在甲流疫情中的较高增长勉强保持了 09 年整体收入没有下滑 (微增 1.7%)。今年以来西药和保健品业务均开始恢复性增长: 西药收入增 19%, 毛利率提升 9.8 个百分点; 保健品大幅增长 186%, 毛利率提升 6.7 个百分点——带动整体收入增速和毛利率均出现较大幅度的提升趋势。

●销售高投入拉低业绩

主要业务板块收入和毛利率情况符合预期, 最终业绩低于预期因销售费用大幅超增长 105%。销售费用的增长和费用大户——保健品业务的高增长步调一致, 管理费用同比微降 0.83%。市场营销高投入而管理费用控制相对优异, 显示公司经营面趋势良性。

●风险提示

去年下半年双黄连口服液基数较高, 如保健品和西药板块不能保持很好的增速, 则全年业绩可能低于预期。

●市值偏低, 维持“谨慎推荐”评级

上半年业绩虽因销售费用的高增长而低于预期, 但我们也看到公司几项主营业务收入和毛利率都呈现了恢复性增长趋势, 也关注上半年销售的高投入能否在下半年带来更好的受益。维持 10-11 年 EPS0.94、1.08 元/股的盈利预测, 10-11PE 仅 20X、17X。公司作为国内 OTC 领域的领导者, 市值仅 72 亿元, 估值上有较好的安全边际, 维持“谨慎推荐”。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	2,594.34	2,638.25	3,324	3,823	4,282
(+/-%)	14.38%	1.69%	26.0%	15.0%	12.0%
净利润(百万元)	269.28	278.79	362	416	470
(+/-%)	0.45%	3.53%	29.7%	15.0%	12.9%
每股收益 (元)	0.70	0.72	0.94	1.08	1.21
EBIT Margin	14.39%		13.1%	13.2%	13.4%
净资产收益率 (ROE)	18.11%	18.69%	20.3%	19.7%	18.9%
市盈率 (PE)	26.65	25.74	22.4	19.5	17.2
EV/EBITDA	16.53		19.2	16.6	14.7
市净率 (PB)	4.82	4.81	4.5	3.8	3.3

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	324	574	679	638	营业收入	2638	3324	3823	4282
应收款项	945	1184	1362	1642	营业成本	1335	1626	1870	2090
存货净额	389	481	553	674	营业税金及附加	25	32	36	41
其他流动资产	64	76	84	86	销售费用	661	864	994	1113
流动资产合计	1721	2316	2678	3040	管理费用	270	365	416	466
固定资产	958	998	1029	1054	财务费用	8	3	5	5
无形资产及其他	95	91	88	85	投资收益	4	3	3	3
投资性房地产	51	51	51	51	资产减值及公允价值变动	(6)	(5)	(5)	(5)
长期股权投资	29	31	33	35	其他收入	0	0	0	0
资产总计	2854	3488	3880	4265	营业利润	339	432	499	565
短期借款及交易性金融负债	46	200	200	200	营业外净收支	22	15	15	15
应付款项	319	393	402	393	利润总额	361	447	514	580
其他流动负债	750	847	875	870	所得税费用	67	67	77	87
流动负债合计	1115	1440	1477	1464	少数股东损益	15	18	21	24
长期借款及应付债券	22	22	22	22	归属于母公司净利润	279	362	416	470
其他长期负债	60	65	70	75					
长期负债合计	82	87	92	97					
负债合计	1197	1527	1570	1561					
少数股东权益	165	180	197	216					
股东权益	1491	1781	2113	2489					
负债和股东权益总计	2854	3488	3880	4265					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	279	362	416	470
资产减值准备	(7)	(6)	0	0
折旧摊销	70	65	75	83
公允价值变动损失	6	5	5	5
财务费用	8	3	5	5
营运资本变动	155	(174)	(215)	(412)
其它	6	20	17	19
经营活动现金流	508	273	297	164
资本开支	(130)	(102)	(107)	(110)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(139)	(104)	(109)	(112)
权益性融资	7	0	0	0
负债净变化	15	0	0	0
支付股利、利息	(289)	(72)	(83)	(94)
其它融资现金流	215	154	0	0
融资活动现金流	(325)	82	(83)	(94)
现金净变动	44	250	105	(41)
货币资金的期初余额	279	324	574	679
货币资金的期末余额	324	574	679	638
企业自由现金流	439	160	183	47
权益自由现金流	669	312	178	43

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.72	0.94	1.08	1.21
每股红利	0.75	0.19	0.22	0.24
每股净资产	3.86	4.61	5.47	6.44
ROS	11%	11%	11%	11%
ROE	19%	20%	20%	19%
毛利率	49%	51%	51%	51%
EBIT Margin	13%	13%	13%	13%
EBITDA Margin	16%	15%	15%	15%
收入增长	2%	26%	15%	12%
净利润增长率	4%	30%	15%	13%
资产负债率	48%	49%	46%	42%
息率	4.0%	0.9%	1.0%	1.2%
P/E	25.7	22.4	19.5	17.2
P/B	4.8	4.5	3.8	3.3
EV/EBITDA	20.0	19.2	16.6	14.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-66026312	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82133766
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130432
				高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈 焯	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397	陈 玲	0755-82130646
				杨 森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010- 66026308	孙菲菲	0755-82130722
左 涛	021-60933164	秦 波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝 彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908	严蓓娜	021-60933165
邱 斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82138922	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李 然	010-66026322	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈 健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高 宇	0755- 82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张 旭	010-66026340
				蔺晓熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周 琦	0755-82133568	刘 洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑 云	021-60875163
				毛 甜	021-60933154
交易策略					
戴 军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		万成水	0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
焦 骥	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
李 锐	010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
						黎 敏	0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn	
						徐 冉	13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	13590436977 yanxy@guosen.com.cn	