

证券研究报告

中药 III



分析师 王晞

021-38565926

wangx@xyzq.com.cn

SAC:S0190200010075

推荐 (维持)

联系人: 邓晓倩

021-38565597

dengxq@xyzq.com.cn

华润三九 (000999)

品牌 OTC, 估值具有较高安全边际

2011 年 1 月 26 日

投资要点:

- 我们近期调研了华润三九, 与管理层就公司经营状况和未来的发展战略进行了沟通。华润三九是国内知名的中药企业, 以 OTC、中药处方药、中药配方颗粒、抗生素及原料药的生产为主, 辅以包装印刷、医疗服务等相关业务。公司 2010 年前三季度实现销售收入 30.40 亿, 净利润 6.30 亿, 其中归属于母公司的净利润为 5.92 亿, 同比增长 19.18%。公司目前估值水平具有较高的安全边际, 且 OTC 产品品类的不断丰富、中药处方药及中药配方颗粒高速增长能维系公司业绩的持续增长, 我们继续给予公司“推荐”评级。

调研要点

- 进一步聚焦医药工业, 盈利能力不断提升。公司分别于 2009 年末及 2010 年初完成对“三九连锁”及“汉源三九黎红”的出售, 剥离旗下医药商业等业务, 进一步向医药工业聚焦, 公司医药工业占比从 2009 年的 64.91% 上升到 2010 年中报的 85.19%。相应的, 公司整体毛利率从 2009 年的 50.62%, 上升到 2010 年中报的 61.83%, 盈利能力不断提升。
- 2010 年 OTC 增速平稳, 中药处方药及中药配方颗粒增速喜人。1) OTC 业务为公司贡献了将近 60% 的销售收入。我们预计 2010 年 OTC 的增速平稳, 在 15-20% 之间; 其中, 感冒类用药增速约为 20%, 皮肤类用药增速超过 10%, 消化类产品增速超过 20%, 止咳类产品增速超过 40%。2) 中药处方药为公司贡献了超过 10% 的销售收入, 我们预计其 2010 年的增速约为 30%; 3) 中药配方颗粒为公司贡献了超过 5% 的销售收入, 我们预计其 2010 年的增速超过 40%。
- 小儿感冒药维系了公司感冒类用药的高增速。公司感冒类用药为 OTC 业务贡献了超过 50% 的销售收入, 其 2009 年的销售收入超过 10 亿, 成为我国感冒药排名第一的品牌 (市场份额约 7%)。我国感冒药市场企业众多, 竞争焦灼, 销售排名前四的产品系列市场份额不到 20% (按市场份额从高到低排序分别为: 华润三九的 999 感冒灵系列、中美史克的新康泰克、吉林吴太集团的感康、哈药集团三精制药厂的双黄连口服液)。鉴于公司小儿感冒药 2010 年继续保持高速增长的势头 (预计达到 100%), 我们认为公司感冒类用药 2010 年的增速仍能达到 20%, 超过我国感冒药市场 11% 的增速。
- 皮肤类用药的增长, 得益于不断完善的产品品类。我国皮肤类用药市场竞争激烈、增速慢 (约为 10%)。

公司主打的皮肤类用药——“999 皮炎平”面临达克宁、艾洛松的激烈竞争。在这种情况下，公司于 2010 年推出了针对皮炎湿疹、真菌性皮肤病的 6 个新产品，进一步完善了皮肤类用药的产品品类，并取得了良好的销售业绩，我们预计公司皮肤类用药 2010 年的销售有望获得高于行业的增速。

- **中药处方药的高增长得益于新产品的推出。**公司目前中药处方药以抗肿瘤及心血管疾病用药为主。心血管疾病用药主要包括 999 参附及参麦注射液，2010 年参附注射液销售收入超过 2 亿元，参麦注射液超过 5000 万，增速不到 20%。我们预计公司 2010 年处方药销售收入超过 5 亿，增速达到 30%，主要得益于抗肿瘤药——华蟾素系列的高增长。华蟾素系列产品由公司 2009 年通过收购安徽金蟾生化而推出，经过 1 年的营销体系建设，华蟾素系列产品 2010 年的销售收入已经超过 1 亿，为中药处方药销售收入增加额贡献超过 50%。
- **大力推进基本药物的销售。**公司共有 68 个品种进入《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》（2009 版）。为了提高公司基本药物在各省市招标中的中标率，公司成立了专门的基本药物部。2010 年公司进入基本药物的目录的独家品种“三九胃泰”和“正天丸”取得了喜人的业绩，三九胃泰销售收入超过 2.6 亿，增速超过 20%，正天丸销售收入超过 1 亿。
- **OTC 营销渠道改革，加强对渠道的管理。**公司 2010 年对 OTC 营销渠道进行改革，削减经销商层级及数目。经销商层级最多不超过三级，鼓励二级经销商直接铺货到终端；一级经销商削减到 30 家，二级经销商削减到 500 家。通过渠道的改革，公司加强了对渠道的管理，能更好地维持渠道的秩序，减少囤货、串货的发生，保障公司及经销商的利益。
- **2011 年看点在 OTC 品类的不断完善、中药处方药及中药配方颗粒的高增速。**1) 公司 2011 年将继续通过外延式扩张，不断丰富 OTC 的产品品类，以维系 OTC 业务 20%左右的增速。目前公司正在进行消化类用药的品类规划，以复制感冒类用药及皮肤类用品类规划的成功模式。2) 公司目前不断地加大中药处方药及中药配方颗粒向医院的营销力度，积极推进学术营销、开发医院，以维系中药处方药 30%以上，中药配方颗粒 40%以上的增长。
- **中药材价格仍然是影响公司 2011 年业绩的主要因素。**公司的主要原材料主要包括三叉苦、茯苓、当归，2010 年在中药材价格大幅上涨的压力之下，公司医药工业毛利率下降接近 2 个百分点（利润减少接近 8000 万）。2011 年 1 月份，三叉苦、茯苓、当归的价格环比持平，但是同比分别升高 25%，117%，108%，价格仍然维持在高位。未来中药材价格走势还具有较多不确定因素，其也成为影响公司 2011 年业绩的主要因素。
- **盈利预测。**我们预测公司 2010-2012 年的 EPS 分别为 0.85, 1.04 和 1.33 元，其 PE 明显低于可比中药企业。我们看好公司目前已在 OTC 领域已经树立了良好的品牌知名度，同时公司 OTC 产品品类不断丰富、中药处方药及中药配方颗粒的高速增长能维系业绩保持 20%左右的持续增长，我们继续给予公司“推荐”评级。

附表

资产负债表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	3037	3268	4136	5532
货币资金	1273	1631	2236	3207
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	361	387	435	548
其他应收款	76	143	125	180
存货	418	333	377	452
非流动资产	2594	2994	3231	3437
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	17	18	18	18
投资性房地产	17	9	10	12
固定资产	1117	1378	1633	1842
在建工程	234	366	358	354
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1137	1130	1124	1117
资产总计	5631	6261	7368	8968
流动负债	1610	1630	1627	1820
短期借款	12	30	30	30
应付票据	184	111	145	162
应付账款	446	385	420	513
其他	968	1103	1032	1116
非流动负债	70	64	66	65
长期借款	40	40	40	40
其他	30	25	26	25
负债合计	1680	1694	1692	1885
股本	979	995	995	995
资本公积	1341	1341	1341	1341
未分配利润	1149	1650	2630	3878
少数股东权益	265	318	389	476
股东权益合计	3951	4568	5675	7083
负债及权益合计	5631	6261	7368	8968

现金流量表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	709	841	1037	1321
折旧和摊销	113	123	149	174
资产减值准备	-104	-99	70	193
无形资产摊销	12	5	5	5
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-0	-4	-6	-10
投资损失	-8	-30	-10	-10
少数股东损益	52	53	71	87
营运资金的变动	-296	-75	330	399
经营活动产生现金流量	1105	933	992	1353
投资活动产生现金流量	-167	-319	-392	-392
融资活动产生现金流量	-261	-256	6	10
现金净变动	677	358	605	971
现金的期初余额	718	1273	1631	2236
现金的期末余额	1395	1631	2236	3207

利润表

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	4853	4454	5393	6534
营业成本	2396	1764	2077	2438
营业税金及附加	20	16	19	23
销售费用	1166	1247	1510	1829
管理费用	368	401	485	588
财务费用	-0	-4	-6	-10
资产减值损失	26	5	10	10
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	8	30	10	10
营业利润	885	1055	1308	1665
营业外收入	31	15	20	20
营业外支出	11	5	10	10
利润总额	904	1065	1318	1675
所得税	143	171	210	268
净利润	762	894	1108	1408
少数股东损益	52	53	71	87
归属母公司净利润	709	841	1037	1321
EPS (元)	0.71	0.85	1.04	1.33

主要财务比率

	2009	2010E	2011E	2012E
成长性(%)				
营业收入增长率	11.5%	-8.2%	21.1%	21.2%
营业利润增长率	39.8%	19.2%	24.0%	27.4%
净利润增长率	42.3%	18.5%	23.3%	27.4%
盈利能力(%)				
毛利率	50.6%	60.4%	61.5%	62.7%
净利率	14.6%	18.9%	19.2%	20.2%
ROE	19.2%	19.8%	19.6%	20.0%
偿债能力(%)				
资产负债率	29.8%	27.1%	23.0%	21.0%
流动比率	1.89	2.01	2.54	3.04
速动比率	1.62	1.80	2.31	2.79
营运能力(次)				
资产周转率	0.91	0.75	0.79	0.80
应收帐款周转率	5.92	5.83	6.38	6.49
每股资料(元)				
每股收益	0.71	0.85	1.04	1.33
每股经营现金	0.86	0.94	1.00	1.36
每股净资产	3.71	4.27	5.31	6.64
估值比率(倍)				
PE	31.70	26.75	21.69	17.03
PB	6.10	5.29	4.25	3.40

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

推 荐: 相对表现优于市场
中 性: 相对表现与市场持平
回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

强烈推荐: 相对大盘涨幅大于 15%
推 荐: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%之间
回 避: 相对大盘涨幅小于-5%

机构客户部联系方式

上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 21 层

邮编: 200135

传真: 021-38565955

北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层

邮编: 100140

传真: 010-66290200

信息披露

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com 信息披露栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

重要声明

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

兴业证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司可能会持有本报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。