

中药 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

021-52288047

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价:

当前股价: 23.34 元

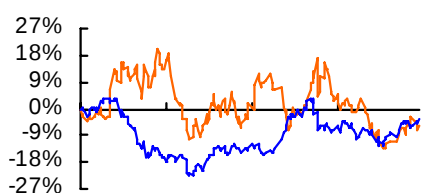
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2942.31
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	83
EPS (TTM)	0.82
每股净资产(元)	4.56
资产负债率	26.7%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华润三九	5.90	-7.75	-7.05
上证综合指数	5.12	3.51	10.80



2010/3 2010/6 2010/9 2010/12

— 华润三九 — 上证综合指数

相关报告

《三九医药-华润三九发展加速》

2009-11-23

华润三九

000999

推荐

积极推动各项业务发展, 外延式并购进度有望加快

华润三九 10 年实现归属于母公司净利润约 8.16 亿, 同比增长 15.01%, 对应 EPS0.83 元, 拟分配方案为每 10 股派 3 元 (含税)。

投资要点:

- **扣除出售医药商业因素, 公司整体业务实现较稳发展。**1-12 月公司实现营收 43.65 亿, 同比减少 10.05%, 剔除剥离三九连锁和汉源三九影响, 同比营收增长 19.40%。归属于母公司净利润 8.16 亿, 同比增长 15.01%, EPS 为 0.83 元。净利润与公司年度预算略有差异系生产成本上升较多所致。经营性现金流同比基本持平;
- **医药工业中新品增速较快, 整体毛利率有一定下降。**各细分业务来看, OTC 营收 10 年同比增长 15.26%, 其中小儿感冒药、皮肤药新品及强力批把膏销售表现比较突出。11 年有望达到 15-20% 增速; 中药处方药较去年同比增长 31%, 华蟾素系列产品销售势头比较良好; 抗生素营收增长 22.80% 至 3.20 亿, 主要是制剂业务增速较快, 预计在 30% 以上, 未来整体仍可实现 20% 以上增速; 中药配方颗粒增长较快, 接近 40%。该领域潜在空间很大, 未来有逐步替代饮片趋势, 预计今后 3 年可保持年均约 35% 的增速;
- **外延式扩张和集团医药资源整合有望取得突破。**作为公司重要战略之一, 11 年公司将继续在重点关注品类中尽快寻找并购对象, 丰富产品组合, 提升胃肠、妇科、止痛等品类市场地位, 同时在大股东协调下, 华润内部中药资源整合有望取得进展;
- **维持推荐评级。**综合来看, 未来公司医药工业将继续取得较好发展, 对外并购进度有望加快, 同时积极推动集团中药资源整合, 增长前景仍可期待。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.02、1.25 和 1.50 元, 维持推荐的投资评级。
- **风险提示:** 原材料成本上涨和药品降价政策影响。

主要财务指标

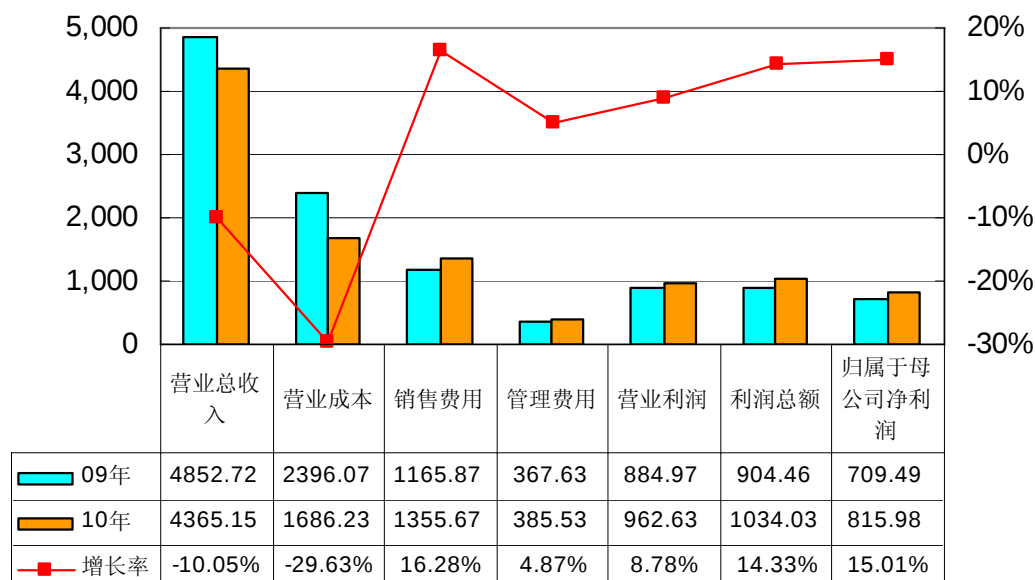
单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4365	5281	6396	7769
同比(%)	-10%	21%	21%	21%
归属母公司净利润(百万元)	816	1000	1223	1472
同比(%)	15%	23%	22%	20%
毛利率(%)	61.4%	61.3%	61.3%	61.3%
ROE(%)	19.4%	19.2%	19.6%	19.4%
每股收益(元)	0.83	1.02	1.25	1.50
P/E	28.00	22.84	18.68	15.52
P/B	5.42	4.38	3.67	3.02
EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据解读

华润三九 10 年实现营业收入 43.65 亿元，较去年同期减少 10.05%。归属于母公司净利润 8.16 亿，比去年同期增长 15.01%。

图 1：华润三九主要盈利性指标变化情况（单位：百万）



数据来源：公司 10 年报 中投证券研究所

从分项指标来看：

营业收入同比增长下降 10%，主要原因是出售了三九连锁和汉源三九；

营业成本减少 29.63%，系剥离医药商业所致；

销售费用因销售规模扩大导致人员工资、广告宣传费及商业推广费而同比有一定增长；

管理费用同比增加较少；

所得税率同比有所下降使得归属于母公司净利润增速略高于利润总额；

经营性现金流同比基本持平。

从季度数据来看，华润三九的 4 季度环比营业收入较为良好。渠道变革、基本药物投入费用多和新品推广使得销售费用率有所提高。

表 1：华润三九季度盈利性数据（单位：百万）

财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	4Q 环比
营业收入	1089.47	1106.22	1196.35	1460.68	1062.51	915.68	1061.72	1325.24	24.82%
营业成本	523.20	566.33	585.31	721.22	403.54	351.45	414.54	516.70	24.64%
营业费用	277.92	251.62	300.25	336.08	307.75	292.08	327.10	428.74	31.07%
管理费用	64.59	76.76	76.50	149.79	78.88	83.07	78.92	144.66	83.30%
财务费用	1.08	0.38	-1.46	-0.19	-1.66	-2.97	-3.54	-6.39	80.51%
营业利润	219.80	200.55	230.59	234.04	294.49	187.51	253.44	227.19	-10.36%
利润总额	223.12	204.41	230.00	246.92	298.15	189.46	257.84	288.58	11.92%
所得税	43.24	34.89	43.16	21.58	48.19	29.12	37.99	59.63	56.96%
归属于母公司净利润	166.26	158.27	172.29	212.67	241.03	148.21	202.89	223.86	10.34%
毛利率	51.98%	48.80%	51.08%	50.62%	62.02%	61.62%	60.96%	61.01%	0.06%
营业费用率	25.51%	22.75%	25.10%	23.01%	28.96%	31.90%	30.81%	32.35%	1.54%
管理费用率	5.93%	6.94%	6.39%	10.25%	7.42%	9.07%	7.43%	10.92%	3.48%
实际所得税率	19.38%	17.07%	18.76%	8.74%	16.16%	15.37%	14.73%	20.66%	5.93%

资料来源：公司历年报表 中投证券研究所

二、核心业务增长状况

10 年公司的制药业务占营收比重提高至 85.48%，集中度进一步提高。

细分业务来看：

OTC 营收同比增长 15.26%，其中小儿感冒药、皮肤药新品及强力批把膏销售表现比较突出。核心品类中感冒类、皮肤药类及三九胃泰增长约 20%，正天丸增长 81%。壮骨关节丸等有所下滑。OTC 整体业务 11 年有望达到 15-20%增速；

中药处方药较去年同比增长 31%，华蟾素系列产品销售势头比较良好；

抗生素营收增长 22.80%至 3.20 亿，主要是制剂业务增速较快，预计在 30%以上，而原料有所减少。今年 1 月九新药业通过法国无菌制剂 GMP 认证标志着公司质量已达国际先进水准，未来整体 20%以上增速仍是可期待的；

中药配方颗粒增长较快，接近 40%。该领域潜在空间很大，未来有逐步替代饮片趋势，其它试点厂家康仁堂、四川新绿药等也取得了高速增长。预计公司未来 3 年可保持年均约 35%的增速；

其它：医疗服务和海外贸易增速较快，包装印刷平稳，房地产明显减少。

三、盈利预测和投资评级

整体来看，未来公司医药工业将继续取得较好发展，对外并购进度有望加快，同时积极推动集团医药中药资源整合，增长前景仍然值得期待。我们预计公司 11-13 年的 EPS 分别为 1.02、1.25 和 1.50 元，维持推荐的投资评级。

表 2：华润三九主营业务预测（单位：百万）

	2010 年	2011E	2012E	2013E
营业收入				
医药行业：	3,712.59	4,503.98	5,462.34	6,638.71
OTC	2,543.73	3,001.60	3,541.89	4,179.43
中药处方药	550.39	715.50	915.84	1,172.28
抗生素及原料药	320.45	384.53	461.44	553.73
中药配方颗粒	298.03	402.35	543.17	733.27
包装印刷	343.49	377.84	415.62	457.19
医疗服务	203.17	264.12	343.35	446.36
房地产	13.67	10.00	10.00	10.00
海外贸易	70.19	98.27	132.66	179.10
其它业务收入	22.04	26.44	31.73	38.08
合计	4,365.15	5,280.65	6,395.71	7,769.43
营业成本				
医药行业：	1,229.69	1,494.86	1,814.18	2,206.86
OTC	822.02	974.09	1,149.43	1,356.32
中药处方药	161.08	208.60	267.01	341.77
抗生素及原料药	125.46	148.05	176.18	209.65
中药配方颗粒	121.12	164.12	221.56	299.11
包装印刷	236.18	259.80	285.78	314.36
医疗服务	151.32	197.48	256.72	333.73
房地产	10.18	7.50	7.50	7.50
海外贸易	49.00	69.58	93.94	126.81
其它业务收入	9.86	11.83	14.19	17.03
合计	1,686.23	2,041.05	2,472.31	3,006.30
毛利率				
医药行业：	66.88%	66.81%	66.79%	66.76%
OTC	67.68%	67.55%	67.55%	67.55%
中药处方药	70.73%	70.85%	70.85%	70.85%
抗生素及原料药	60.85%	61.50%	61.82%	62.14%
中药配方颗粒	59.36%	59.21%	59.21%	59.21%
包装印刷	31.24%	31.24%	31.24%	31.24%
医疗服务	25.52%	25.23%	25.23%	25.23%
房地产	25.57%	25.00%	25.00%	25.00%
海外贸易	30.19%	29.19%	29.19%	29.19%
其它业务收入	55.27%	55.27%	55.27%	55.27%
合计	61.37%	61.35%	61.34%	61.31%

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3505	4553	5767	7494	营业收入	4365	5281	6396	7769
现金	1731	2539	3258	4428	营业成本	1686	2041	2472	3006
应收账款	308	436	505	632	营业税金及附加	21	25	30	37
其它应收款	47	97	83	144	营业费用	1356	1595	1919	2331
预付账款	115	103	147	165	管理费用	386	428	518	629
存货	490	475	647	744	财务费用	-15	-7	-11	-16
其他	813	903	1127	1381	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2586	2770	2802	2762	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	27	18	23	20
固定资产	1048	1353	1464	1456	营业利润	963	1217	1490	1802
无形资产	1141	1149	1157	1166	营业外收入	80	54	59	61
其他	379	250	163	122	营业外支出	8	10	10	10
资产总计	6091	7323	8569	10256	利润总额	1034	1261	1539	1853
流动负债	1573	1790	1935	2186	所得税	175	202	246	297
短期借款	20	16	18	17	净利润	859	1060	1293	1557
应付账款	501	606	734	893	少数股东损益	43	59	70	85
其他	1052	1168	1183	1277	归属母公司净利润	816	1000	1223	1472
非流动负债	55	9	24	29	EBITDA	1071	1343	1646	1971
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.83	1.02	1.25	1.50
其他	52	6	21	26	主要财务比率				
负债合计	1627	1799	1960	2215	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	251	310	380	465	成长能力				
股本	979	979	979	979	营业收入	-10.0%	21.0%	21.1%	21.5%
资本公积	1350	1350	1350	1350	营业利润	8.8%	26.5%	22.4%	20.9%
留存收益	1888	2888	3905	5250	归属于母公司净利润	15.0%	22.6%	22.3%	20.3%
归属母公司股东权益	4213	5214	6230	7576	获利能力				
负债和股东权益	6091	7323	8569	10256	毛利率	61.4%	61.3%	61.3%	61.3%
现金流量表					净利率	18.7%	18.9%	19.1%	18.9%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE	19.4%	19.2%	19.6%	19.4%
经营活动现金流	848	1008	1065	1384	ROIC	32.2%	37.7%	39.7%	43.9%
净利润	859	1060	1293	1557	偿债能力				
折旧摊销	123	133	167	185	资产负债率	26.7%	24.6%	22.9%	21.6%
财务费用	-15	-7	-11	-16	净负债比率	2.82%	2.33%	2.24%	1.94%
投资损失	-27	-18	-23	-20	流动比率	2.23	2.54	2.98	3.43
营运资金变动	-48	-212	-262	-374	速动比率	1.91	2.27	2.64	3.08
其它	-45	53	-99	52	营运能力				
投资活动现金流	-68	-204	-151	-103	总资产周转率	0.74	0.79	0.80	0.83
资本支出	270	200	150	100	应收账款周转率	8	12	11	11
长期投资	-12	6	-1	-1	应付账款周转率	3.56	3.69	3.69	3.70
其他	190	2	-3	-4	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-257	3	-194	-112	每股收益(最新摊薄)	0.83	1.02	1.25	1.50
短期借款	8	-4	2	-1	每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.03	1.09	1.41
长期借款	-37	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.30	5.33	6.36	7.74
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	9	0	0	0	P/E	28.00	22.84	18.68	15.52
其他	-237	7	-196	-111	P/B	5.42	4.38	3.67	3.02
现金净增加额	521	807	720	1169	EV/EBITDA	20	16	13	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

訾猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 2008 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的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、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434