

华润三九(000999)年报点评

推荐

业绩符合预期,外延式扩张进程将提速

维持评级

健康护理/化学制药

发布时间: 2011 年 3 月 5 日

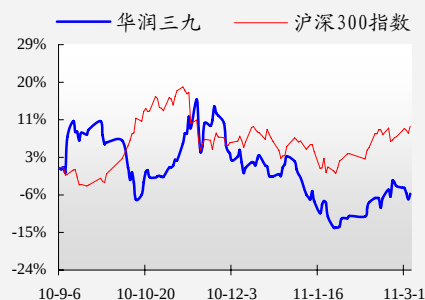
投资要点:

- 公司在 2010 年营业收入为 43.65 亿元,同比下降 10.05%; 归属于上市公司股东的净利润为 8.16 亿元,同比增长 15.01%; 基本每股收益为 0.83 元,同比增长 15.28%。业绩基本符合预期。同时公司拟每 10 股派送现金 3 元(含税)。
- 若剔除三九连锁和汉源三九不再纳入合并报表的影响,公司 2010 年营收实际增长了 19.4%。其中,制药主业的营收达到 37.13 亿元,同比增长 20%; 制药业务占总营业收入的比重达到 85.06%,同比大幅增长 21%,制药主业集中度进一步提升。
- 就产品分类看: OTC 业务整体增长 15.26%,但新品销售增长迅速,近三年的复合增速为 76%; 中药处方药销售收入为 5.5 亿元,同比增长 31.4%; 中药配方颗粒实现销售收入 2.98 亿元,同比增长 39.62%,是公司增长最快的一个产品板块; 抗生素及原料药业务在 2010 年的营业收入为 3.2 亿元,同比增长 22.80%,受益于成本的降低,毛利率大幅提升 12.89%。
- 外延式扩张进程将提速。2011 年,公司将在肠胃、止痛、妇科、骨科、咳嗽、喉科等重点关注品种中积极寻找并购对象,加快推进已筛选目标企业的谈判进度,尽快完成并购程序。作为华润集团的中药产业平台,公司对华润集团内部的中药业务的整合或将有实质性的突破。
- 鉴于上游原辅材料涨价和药品降价预期,在不考虑集团资产整合和外延式并购的前提下,我们将公司 2011-2012 年的 EPS 预测小幅下调为 1.06 元和 1.35 元。公司目前估值相对较低,公司品牌优势明显,外延式扩张或将在今年取得新的重大进展,业绩超预期可能性较大,继续给予“推荐”评级。

业绩预测:

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	4,853	11.50	709	42.30	0.72	21.30	32.42	
2010	4,365	(10.05)	816	15.01	0.83	21.09	28.12	
2011E	5,200	19.13	1,038	27.21	1.06	21.30	22.02	
2012E	6,240	20.00	1,322	27.35	1.35	22.05	17.29	

走势图



市场数据

2011-3-4

收盘价:	23.34 元
52 周最高价:	30.35 元
52 周最低价:	21.07 元
平均持仓成本:	24.20 元

基本数据

2010Q4

总股本(万股):	97,890
流通 A 股(万股):	97,890
每股收益(元):	0.83
每股净资产(元):	4.30
每股经营现金流(元):	0.87
市净率:	5.43

分析师: 周思立 联系人: 刘林

执业证书编号: S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liul@nescn

地址: 上海市延安东路 45 号 20 楼

邮编: 200002

公司业绩基本符合预期

公司在 2010 年营业收入为 43.65 亿元，同比下降 10.05%；归属于上市公司股东的净利润为 8.16 亿元，同比增长 15.01%；基本每股收益为 0.83 元，同比增长 15.28%。同时公司拟每 10 股派送现金 3 元（含税）。

制药主业集中度进一步提升

公司陆续剥离和出售旗下的医药商业业务，若剔除三九连锁和汉源三九不再纳入合并报表的影响，公司营收实际增长了 19.4%，略超公司的年度预算。其中，制药主业的营收达到 37.13 亿元，同比增长 20%；制药业务占总营业收入的比重达到 85.06%，同比大幅增长 21%。

上游中药材和辅料价格上涨影响公司利润 1.2 亿元

2010 年，公司主要原材料及辅料价格上涨较快，中药材平均价格涨幅超过 30%，白糖平均价格涨幅超过 40%，因原材料和辅料价格上涨导致制药业务毛利率同比下降 2.1%，相对应的利润损失约为 1.2 亿元。

OTC 新品销售增长迅速

OTC 新品数量增至 45 个，覆盖了感冒、皮肤、止咳和妇科等品种，2010 年新品实现销售收入 3.7 亿元，近三年的复合增速为 76%，大大高于 OTC 业务整体的 15.26% 的增速。其中小儿感冒药、皮肤药新品以及强力枇杷露销售增速尤为迅猛。

基本药物销售超预期

自 2009 年下半年以来，公司加大对基本药物市场的推广力度，依托商业配送平台，逐步开发基层医疗机构的核心终端。经过近 2 年的努力，公司初步构建了新型基层医疗机构销售模式，2010 年公司基药销售超出预期，其中，基本药物独家品种“三九胃泰”的销售增速达到 20%，另一独家品种“正天丸”销售增速达到 81%。2011 年是国家三年医改的最后一年，国家基本药物制度将加快推进，公司基本药物的销量或将有爆发式增长。

中药处方药业务继续较快增长

中药处方药销售收入为 5.5 亿元，同比增长 31.4%。公司将继续以心脑血管、抗肿瘤、呼吸道感染为中药处方药重点发展领域，聚焦华蟾素、参麦注射液等具有优势的细分品种，加快医院渠道的学术营销队伍的建设。虽然 2010 年度中药处方药毛利率同比下降 9.12%，但仍高达 70.73%，随着公司医院渠道营销体系的完善，毛利率有望回升。

安徽金蟾生化的生产基地建设完成后，华蟾素的产能瓶颈将消除，华蟾素销售在未来 3 年有望实现高速增长，公司还计划以并购或开发等途径获得其他中药独特品种，我们预计公司的中药处方药业务在 2011 年将有 30% 以上的增速。

中药配方颗粒产能将进一步扩大

2010 年，中药配方颗粒实现销售收入 2.98 亿元，同比增长 39.62%，是公司增长最快的一个子业务板块。随着湖南三九颗粒剂二期工程、北京三九颗粒剂生产车间改造、山东三九颗粒剂扩产项目的完成，中药配方颗粒剂的产能将大大提升，全国生产网点的布局更加趋于完善，我们预计 2011 年仍能保持 40% 左右的增速。

抗生素及原料药业务的看点在于产能扩增与制剂出口

抗生素及原料药业务在 2010 年的营业收入为 3.2 亿元，同比增长 22.80%，受益于成本的降低，毛利率大幅提升 12.89%。近期，子公司深圳九新药业的无菌粉针剂车间通过了法国无菌制剂的 GMP 认证，为出口欧美市场奠定了基础。同时，沈阳三九的原料药生产基地项目也已完工，今年将开始释放产能。

外延式并购进程将提速

公司一直将外延式并购作为重要的发展途径，以快速提升公司优势品种的市场地位。公司现金充裕，报告期末公司现金或现金等价物合计有 16.87 亿元，具备大规模并购的资金实力。2011 年，公司将在肠胃、止痛、妇科、骨科、咳嗽、喉科等重点关注品种中积极寻找并购对象，加快推进已筛选目标企业的谈判进度，尽快完成并购程序。作为华润集团的中药产业平台，公司对华润集团内部的中药业务的整合或将有实质性的突破。

投资建议：

鉴于上游原辅材料涨价和药品降价预期，在不考虑集团资产整合和外延式并购的前提下，我们将公司 2011-2012 年的 EPS 预测小幅下调为 1.06 元和 1.35 元。

相对于其他中小型中药企业，公司具有以下优势：1) 公司品牌价值巨大，产品种类日渐丰富，品类规划战略成效显著。2) 受益于华润集团在全国医药商业的扩张和公司“三九商道”渠道优化项目的顺利实施，公司的渠道优势将更加突出。3) 集团资产整合和外延式并购很可能在今年取得重大进展，业绩超预期的可能性很大。4) 公司现金充裕，货币紧缩政策对公司财务影响较小，加息反而有助于增加闲置资金的利息收入。基于以上几点，同时考虑到公司目前估值较低，我们继续给予公司“推荐”评级。

风险提示：

- 1) 上游原辅材料价格继续大幅上涨的风险。
- 2) 公司核心产品进入基本药物目录和国家医保目录，存在药品终端价格下调的风险。
- 3) 并购或整合进程低于预期的风险。

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。