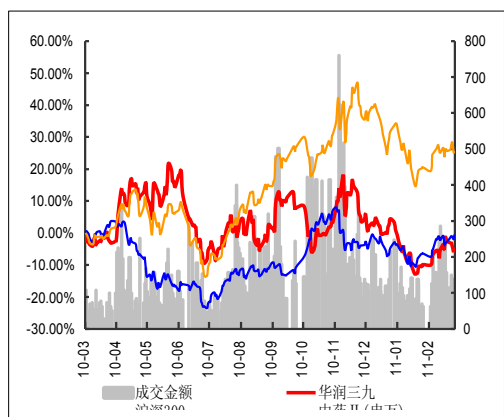


评级：强烈推荐（维持）

2011 年 3 月 7 日

华润三九（000999）：业绩拐点未现，增速恢复可期



市场数据：2011 年 3 月 4 日

行业分类：医药制造业

沪深 300 指数：3270.67

报告时间：2011 年 3 月 7 日

报告类型：公司点评

分析师：王志宏

证书编号：S0770209080044

联系人：张宏斌

电话：(0351) 7219863

E mail: zhanghb@dtsec.com.cn

地址：山西·太原·长治路111号

邮编：030012

网址：www.dtsbc.com.cn

投资要点：

- 公司 2010 年实现营业收入 43.65 亿元，同比下降 10.05%；营业总成本 34.30 亿，同比下降 13.74%；净利润 8.16 亿元，同比增长 15.01%；每股收益为 0.83 元，低于我们的预期。我们认为，造成公司业绩低于预期的主要因素有两点：首先，受困于中药材以及白糖等辅料价格的持续上涨，公司营业成本上升幅度超出预期；其次，尽管公司大力拓展第三终端市场并取得了较好的成效，但由于基本药物制度推进速度较慢，公司独家品种三九胃泰并未出现预期中的放量，未能补偿价格下降和成本上升的影响。
- 四大业务仍将保持较快增长，业绩增速有望恢复到 20% 以上。我们认为，未来五年公司 OTC 业务有望凭借其品牌和渠道优势实现 15%-20% 的增速；随着新版 GMP 的正式实施，公司中药处方药业务将迎来新的发展机遇，该业务有望保持 35% 左右的增速；中药配方颗粒业务仍将保持 40% 左右的增长。在成本控制方面，我们认为，中药材价格的回落将是大概率事件，公司成本压力将会得到缓解。而针对药品降价的风险，公司将加大研发的投入，尤其是新产品的研发，这将为公司未来业绩的高增长提供坚实的基础。综合来看，我们认为，公司业绩增速有望恢复到 20% 以上。
- 处方药以及中药配方颗粒业务将实现 40% 左右的增长。我们预计，公司今年的并购有望加速进行，这将是公司未来主要看点也是股价刺激点之一。此外，公司大股东华润北药旗下中药资产整合到公司的预期十分强烈，这将提升公司的估值水平。
- 盈利预测。鉴于公司目前面临的成本压力依然较大，在不考虑公司外延式并购以及集团资产整合的前提下，我们下调对公司 2011-2012 年的盈利预测至 1.08 元和 1.35 元，并给出公司 2013 年的盈利预测 1.66 元。我们坚定的认为，公司未来将成为整个行业的领军企业，因此我们维持对公司强烈推荐的投资评级。
- 风险提示。1、中药材以及辅料的进一步上涨；2、药品降价的风险；3、资产整合的不确定性

业绩低于预期，成本上升系主因

公司 2010 年实现营业收入 43.65 亿元，同比下降 10.05%，营收同比下降的主要原因系公司出售三九连锁、汉源三九股权，若剔除此影响，公司营业收入同比增长 19.40%；营业总成本 34.30 亿，同比下降 13.74%；净利润 8.16 亿元，同比增长 15.01%；每股收益为 0.83 元，低于我们的预期。我们认为，造成公司业绩低于预期的主要因素有两点：首先，受困于中药材以及白糖等辅料价格的持续上涨，公司营业成本上升幅度超出预期，根据我们的测算，公司 OTC、抗生素以及原料药、中药处方药以及中药配方颗粒等四大业务合计的营业成本较上年同期上升 27.68%，而四大业务合计的营业收入则同比上升 19.75%，制药业务整体毛利率较去年同期下降 2.1 个百分点，对公司 2010 年度利润总额的影响约为 1.2 亿元；其次，尽管公司大力拓展第三终端市场并取得了较好的成效，但由于基本药物制度推进速度较慢，公司独家品种三九胃泰并未出现预期中的放量，未能补偿价格下降和成本上升的影响。

四大业务仍将保持较快增长，业绩增速有望恢复到 20%以上

2010 年，公司四大制药业务 OTC、抗生素及原料药、中药处方药、中药配方颗粒分别实现收入 25.44 亿、3.20 亿、5.50 亿和 2.98 亿，同比增速分别为 15.26%、22.80%、31.40%和 39.62%，其中 OTC 以及中药配方颗粒销售情况基本符合预期，而中药处方药业务略低于预期。我们认为，未来五年公司 OTC 业务有望凭借其品牌和渠道优势实现 15%-20%的增速，三九胃泰和正天丸这两个独家品种将随着基本药物制度的加速推进而出现放量；随着新版 GMP 的正式实施，公司中药处方药业务将迎来新的发展机遇，再加上公司加大对中药处方药的学术营销力度，该业务有望保持 35%左右的增速，其中我们十分看好作为医保目录中唯一甲类中药抗肿瘤产品的华蟾素未来的发展前景；中药配方颗粒方面，公司作为全国仅有的具有中药配方颗粒自制的 6 家企业之一，将分享中药配方颗粒产业高速发展的红利，我们认为未来三年公司中药配方颗粒业务仍将保持 40%左右的增长。

对于公司目前成本控制方面所面临的困境，我们预计未来这一问题将得到逐步缓解。2010 年，中药材价格出现大幅上涨，全国市场 537 种中药材中有 84%涨价，其中 28%的中药材涨幅在 50%以上，造成此种情况的主要原因有二，一是近年来中药材主要种植区均出现不同程度的干旱，造成中药材减产较为严重，供需失衡导致中药材价格高企；二是游资炒作也在此间也起到了推波助澜的作用。随着政府将“控物价”作为今年工作的重中之重，偏紧的货币政策加上有效的行政手段将对中药材价格炒作行为起到较强的遏制作用，此外，中药材价格的居高不下将会提高农户对中药材的种植力度，供需失衡的情况有望得到一定程度的缓解。综合判断，我们认为，中药材价格的回落将是大概率事件，公司成本压力将会得到缓解。

公司共有 68 个品种入选了国家基本药物目录（包括三九胃泰、正天丸等核心品种），针对药品降价的风险，公司将加大研发的投入，尤其是新产品的研发。去年，公司在研发方面的投入达到 8110 万元，同比增长 50%，增速远超营收和利润增速，但从相对情况来看，公司研发投入比仅为 2.18%，与公司品牌和渠道相比，研发仍是公司的短板。随着政策对“创新”倾斜力度的不断加大，以及各大药企争相加大对研发的投入，我们认为，公司研发投入在未来 5 年内将呈现加速增长的态势，研发高投入所带来效应的滞后性将为公司未来业绩的高增长提供坚实的基础。

外延式并购以及集团资产整合是主要看点

外延式并购将是公司未来主要看点也是股价刺激点之一。2010 年，市场所预期的公司并购项目并未完成，这也成为拖累公司股价的一个重要因素。我们预计，公司今年的并购有望加速进行，而凭借公司强大的管理能力、品牌优势以及渠道优势，并购来的新品种将在短时间内成为公司利润新的增长点。

除此以外，随着时间的推移，华润北药旗下资产整合的预期已是愈发强烈，而公司作为华润北药的中药业务核心平台，大股东旗下中药资产整合到公司中已是大势所趋。近期，作为我国三大医药集团之一的华润北药集团提出了“十二五”期间在香港主板整体上市、打造千亿元企业集团的总体目标，并且在医药商业领域频频收购，业已进入山东、江苏、河南等市场，但国药、上药的动作也并不慢，尤其是上药不但在商业领域强势收购了北京第三大医药商业企业中信医药，而且在医药工业方面的整合更是先人一步。我们认为，在国药、上药的强势进攻下，华润北药集团内部资产整合有望加速进行，公司将会充分受益。

盈利预测

鉴于公司目前面临的成本压力依然较大，在不考虑公司外延式并购以及集团资产整合的前提下，我们下调对公司 2011-2012 年的盈利预测至 1.08 元和 1.35 元（原预测值为 1.15 元和 1.41 元），并给出公司 2013 年的盈利预测 1.66 元。我们认为，公司目前的股价已经充分反应了市场对公司 2010 年业绩的悲观预期。随着时间的推移，华润北药旗下资产整合的预期已是愈发强烈，加之公司外延式扩张的逐步加快，以及公司业绩增速的回复，公司估值水平有望出现反弹。我们坚定的认为，公司未来将成为整个行业的领军企业，因此我们维持对公司强烈推荐的投资评级，建议投资者长期投资，以分享公司高速增长所带来的红利。

风险提示

- 1、中药材以及辅料的进一步上涨；
- 2、药品降价的风险；
- 3、资产整合的不确定性

分析师声明:

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为注册分析师，保证报告所采用的相关资料及数据均为公开信息。

本报告准确客观反映了作者本人的研究观点，结论不受第三方授意或影响。

在研究人员所知情的范围内本公司、作者以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券不存在利害关系。

免责声明:

本报告由大同证券经纪有限责任公司（已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）制作。

本报告所载资料的来源及观点皆为公开信息，但大同证券不能保证其准确性和完整性，因此大同证券不对因使用此报告的所载资料而引致的损失负任何责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

市场有风险，投资需谨慎。此报告仅做参考，并不能依靠此报告以取代独立判断。

本报告仅反映研究员的不同设想，见解及分析方法，并不代表大同证券经纪有限责任公司。

版权声明:

本报告版权为大同证券经纪有限责任公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用需注明出处为大同证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。