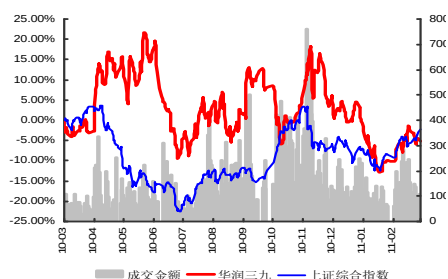


成本压力制约业绩快速提升

2011 年 3 月 7 日

评级：推荐（维持）

52 周走势



报告作者

国联证券研究所医药小组

周静

执业证书编号：S0590210100010

联系人

联系人：杨扬 周静

电话：021-38991500-897

0510-82833217

 Email: zhoujing@glsc.com.cn
yangyang@glsc.com.cn

相关报告

《看好未来 OTC 类产品整合机会》

2010-11-23

独立性申明

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，特此申明。

华润三九（000999）2010 年年报分析

经营数据：

2010 年度公司实现营业总收入 43.65 亿元，同比下降 9.86%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为 9.63 亿元、10.34 亿元和 8.16 亿元，同比增加 8.78%、14.33%和 15.01%，实现每股收益 0.83 元。分配方案：每 10 股分配现金股利 3.00 元。业绩略低于我们之前的预期。

分析结论：

➤ **公司向制药主业集中，综合毛利率稳步提升。**若剔除报告期亏损业务剥离的影响，公司营业收入同比增长 19.4%，制药业务总营收占比提高 21 个百分点，公司综合毛利率为 61.37%，同比增加 10.97 个百分点，公司整体盈利水平上升。

➤ **老产品稳步增长，新产品推进加速。**OTC、抗生素原料药、中药处方药以及配方颗粒的收入分别同比增长 15.26%、22.80%、31.40%及 39.62%，其中 OTC 收入的增速较 09 年整体略微放缓，但新品增速加快，实现销售收入 3.7 亿元，三年复合增长率为 76%，其中小儿感冒药、皮肤药新品及强力枇杷露销售额增长强劲。

➤ **上游成本影响制药业盈利，销售费用、管理费用同比提升。**由于公司上游主要中药材及白糖价格的大幅跃升，OTC、中药处方药及配方颗粒业务毛利率均有所下降，制药业务整体毛利率较去年下降 2.1 个百分点。由于渠道变革和基药初期投入的加大，销售费用同比增长 16.28%，而由于研发投入的增加，管理费用也同比略升 4.87%。

➤ **外部扩张及内部整合进度有望加快，产品组合进一步丰富。**公司着眼于提升胃肠、止痛、妇科等品类的市场地位，今年外部并购及内部中药资产的整合速度将加快，产品线进一步丰富。皮肤类新品、小儿感冒、及胃肠等品类规划的推进，将形成未来业绩的增长动力。

盈利预测：不考量未来并购影响，由于成本对净利润构成的压力，我们预测公司 2011-2013 年的 EPS 为 1.04 元、1.26 元、1.49 元，对应的市盈率为 22 倍、19 倍和 16 倍，估值仍处在低位，综合外延式扩张和内部整合对估值的整体提升预期、新品的未来成长性及上游成本下降对公司业绩的改善，我们维持公司“推荐”的投资评级。

财务报表预测与财务指标

单位: 百万

更新日期:

11-03-07

利润表	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,365	5,482	6,675	7,833
营业成本	1,686	2,103	2,590	3,160
营业税金及附加	21	21	27	33
销售费用	1,356	1,705	2,025	2,284
管理费用	377	417	501	572
EBIT	926	1,227	1,524	1,775
财务费用	-15	-8	-16	-29
资产减值损失	-4	0	0	0
投资净收益	27	35	9	9
营业利润	963	1,271	1,549	1,814
营业外净收入	71	12	12	12
利润总额	1,035	1,283	1,561	1,826
所得税	175	198	242	282
净利润	860	1,084	1,320	1,543
少数股东损益	43	66	84	85
归属母公司净利润	816	1,018	1,236	1,459

主要财务比率	2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	-10.0%	25.6%	21.8%	17.4%
营业利润	8.8%	32.0%	21.9%	17.1%
净利润	15.0%	24.8%	21.4%	18.0%
获利能力				
毛利率(%)	61.4%	61.6%	61.2%	59.7%
净利率(%)	19.7%	19.8%	19.8%	19.7%
ROE(%)	19.4%	20.3%	20.5%	20.3%
ROA(%)	13.4%	21.6%	24.5%	26.9%
偿债能力				
流动比率	2.23	2.67	3.04	3.15
速动比率	1.92	2.32	2.70	2.79
资产负债率%	26.7%	30.5%	34.5%	39.7%
营运能力				
总资产周转率	71.7%	116.0%	132.3%	144.3%
应收账款周转天数	97.64	90.30	89.40	85.20
存货周转天数	112.06	63.00	61.00	62.00
每股收益	0.83	1.04	1.26	1.49
每股净资产	4.30	5.14	6.15	7.34
P/E	28.00	22.43	18.48	15.66
P/B	5.4	4.5	3.8	3.2

数据来源: 国联证券研究所

资产负债表	2010A	2011E	2012E	2013E
现金	1,731	2,504	3,805	5,043
应收款项净额	1,168	1,356	1,635	1,828
存货	490	611	720	893
其他流动资产	116	145	177	208
流动资产总额	3,505	4,616	6,337	7,972
固定资产	1,048	1,282	1,006	1,089
无形资产	1,141	1,132	1,123	1,114
长期股权投资	18	19	20	21
其他长期资产	87	87	87	87
资产总额	6,091	7,136	8,572	10,282
短期借款	43	30	30	72
应付款项	606	640	781	964
其他流动负债	924	1,056	1,271	1,497
流动负债	1,573	1,726	2,082	2,533
长期借款	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	52	76	100	125
负债总额	1,627	1,805	2,185	2,661
少数股东权益	251	303	370	438
股东权益	4,213	5,028	6,017	7,184
负债和股东权益	6,091	7,136	8,572	10,282

现金流量表	2010A	2011E	2012E	2013E
税后利润	816	1,018	1,236	1,459
加: 少数股东损益	27	53	67	68
公允价值变动	-4	0	0	0
折旧和摊销	109	65	77	86
营运资金的变动	-55	100	16	18
经营活动现金流	893	1,236	1,396	1,631
短期投资	0	0	0	0
长期股权投资	-1	-1	-1	-1
固定资产投资	-102	-250	-200	-150
投资活动现金流	-103	-245	-195	-145
股权融资	521	0	0	0
负债净变化	-37	0	0	0
支付股利、利息	-308	-204	-247	-292
其它融资现金流	-165	-13	0	42
融资活动现金流	-332	-217	-247	-250
现金净变动额	458	774	953	1,235

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833507

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22 楼

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资 评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 - 10% ~ 10%
行业 投资 评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

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和询价。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。本报告版权归国联证券所有, 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。