

内生增长+外延扩张

三九开启新篇章

华润三九

000999

事件

我们于近日参加了华润三九的2010年年报业绩说明会,公司董事总经理宋清在内的几位高管都出席了会议。

评述

2010年业绩回顾

收入和利润平稳增长: 公司2010年营业收入合计43.7亿元,同比减少10%,利润总额10.3亿元,同比增长14%,归属于上市公司股东的净利润8.2亿元,同比增长15%。收入下降原因是由于公司出售三九连锁、汉源三九股权,该两家公司不再纳入合并范围所致。剔除此影响,公司营业收入同比增长19.4%,略超年度预算。公司2010年制药业务营业收入实现37亿元,同比增长20%,收入比重大幅度提升到85%,主业集中度进一步提高。

重点发展领域增速加快: 从几大发展领域来看,OTC/处方药/中药配方颗粒/抗生素及原料药都实现了不同程度的增长,增幅为15%/31%/40%/23%。OTC收入产品构成是核心品种占比78%(其中感冒药类别占比40%左右),新产品占比15%,其他为7%,基本药物目录品种正天丸和三九胃泰第二终端的增长较快,两者合计收入超过3.5亿元。处方药在华蟾素的带动下,收入合计超过5.5亿元,其中华蟾素贡献收入1亿元,比2009年增长50%。

中药原料成本上升压缩利润空间: 公司虽然各项主业保持快速增长,但其主要原材料价格上涨更快,2010年公司主要中药材平均价格涨幅超过30%,白糖平均价格涨幅超过40%,因原材料价格上涨使公司OTC、中药配方颗粒等业务毛利率水平有所下降,制药业务整体毛利率较去年下降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,未来成本控制压力依然较大。

2011-2015年发展规划

公司2011年收入和利润增长目标是不低于行业平均增速,十二五规划目标是成为中国OTC市场的引领者,中药处方药市场的创新者。OTC收入目标是80-90亿的规模,年复合增长率20%左右,进入全国前两位;中药处方药要加强学术营销,销售生产力管理,未来将出台更多的品种,尤其是中药注射液等新品。

为了完成上述目标,公司将从**研发,并购,生产管控,政府事务,人力资源和运营管控**等六个方面来进行组织结构调整。

跟踪

买入

分析师: 李伟志 袁舰波

投资咨询执业证书编号:

S0630511010006

S0630511010009

联系信息:

010-59707107

liwz@longone.com.cn

日期

分析: 2011年03月08日

调研: 有

价格

当前市价: 23.12元

半年目标: 28.00元

股价表现



公司估值

	2010	2011E	2012E
EPS	0.83	1.04	1.28
PE	28	22	18

注: EPS为最新股本摊薄后数据

研发：公司将打造产品的二次开发，临床研究以及创新药品三大能力，2010 年研发投入 6000-7000 万元，今年投入预计将过亿元，并且会明确重点治疗领域，搭建外部网络，持续提升公司的研发能力。

并购：2011 年公司将加大收购力度，积极推动华润北药内部中药业务的整合，加快外部并购，丰富产品组合，加快下属股权分属问题。华润北药包括天然药物本溪三药等资产，外部并购领域集中在心血管，肿瘤类，呼吸道类的处方药品种，主要是中药注射液和口服类。

药政事务：建立政府事务部门，包括处理国家医保目录及省份的医保目录，基本药物目录招标等等协调工作。

生产质控：对所有产品重新梳理，归拢潜力产品，使二级企业改变小和散的现状，扩大原料集中度，加大一次原料采购量规避涨价风险，积极建立主要原料 GAP 种植基地建设。

人力资源：实施人力资源战略，梳理组织架构和关键岗位，建立战略评价和激励体系，开展第一期高级人才发展计划，为实现战略目标做好人才准备工作。

运营管控：强化运营中心管控力度，建立战略管控体系，对战略执行实施监控，管理建立 ERP 系统对以上目标的实现，分品牌建设，完善品牌管理，有针对性的做市场，达到 1+1 大于 2 的效果。

盈利预测和估值

尽管公司面对中药原料涨价压力犹存，但从中长期来看，我们认为公司核心竞争优势突出，内外部整合收购进程将会加快，再加上新产品的持续推出，公司业绩持续增长的动力较足，预计未来两年 EPS 分别为 1.04 元和 1.28 元，目前公司股价对应 2011 年和 2012 年动态 PE 分别只有 22 倍和 18 倍，估值偏低，所以给予公司“买入”的投资评级，6 个月目标价格 28 元。

盈利预测简表

万元	2010	2011E	2012E
营业收入	436515	528183	628538
增长率	-10%	21%	19%
毛利率	38.63%	39.00%	39.50%
净利润	81598	101998	125457
增长率	15%	25%	23%
每股收益（元）	0.83	1.04	1.28

作者简介

李伟志: 东海证券医药行业高级分析师, 英国理学优秀硕士, 拥有四年证券行业从业经历, 对医药上市公司的核心竞争力和投资价值研究较深, 主要负责中药和生物制药子行业的研究。重点跟踪公司: 康恩贝, 仁和药业, 胜利股份, 丰原药业, 兰生股份等。

袁舰波: 东海证券医药行业首席分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克等。

评级定义

市场指数评级	看多——未来 6 个月内上证综指上升幅度达到或超过 20%
	看平——未来 6 个月内上证综指波动幅度在-20%—20%之间
	看空——未来 6 个月内上证综指下跌幅度达到或超过 20%
行业指数评级	超配——未来 6 个月内行业指数相对强于上证指数达到或超过 10%
	标配——未来 6 个月内行业指数相对上证指数在-10%—10%之间
	低配——未来 6 个月内行业指数相对弱于上证指数达到或超过 10%
公司股票评级	买入——未来 6 个月内股价相对强于上证指数达到或超过 15%
	增持——未来 6 个月内股价相对强于上证指数在 5%—15%之间
	中性——未来 6 个月内股价相对上证指数在-5%—5%之间
	减持——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数 5%—15%之间
	卖出——未来 6 个月内股价相对弱于上证指数达到或超过 15%

风险提示

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用, 并不构成对客户的投资建议, 并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证, 建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。

免责条款

本报告基于本公司研究所及研究人员认为可信的公开资料或实地调研的资料, 但对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告仅反映研究员个人出具本报告当时的分析和判断, 并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间等因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

资格说明

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 已经具备证券投资咨询业务资格。我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

联系方式

北京 东海证券研究所	上海 东海证券研究所
中国 北京 100089	中国 上海 200122
西三环北路 87 号国际财经中心 D 座 15F	世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11F
电话: (8610) 66216231	电话: (8621) 50586660
传真: (8610) 59707100	传真: (8621) 50819897