

## 公司研究

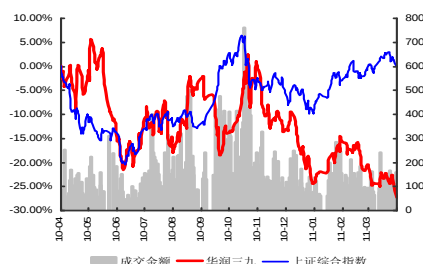
# 成本压力有待化解 并购打开估值空间

## 生物医药

2011 年 4 月 26 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](mailto:zhoujing@glsc.com.cn)

[yangyang@glsc.com.cn](mailto:yangyang@glsc.com.cn)

相关报告

《看好未来 OTC 类产品整合机会》

2010-11-23

《成本压力制约业绩快速提升》

2011-3-7

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）2011 年一季报分析

### 经营数据：

2011 年一季度公司实现营业总收入 12.23 亿元，同比增加 15.14%。实现营业利润、利润总额和归属于母公司净利润分别为 2.67 亿元、2.74 亿元和 2.18 亿元，同比减少 9.34%、8%和 9.55%，实现每股收益 0.22 元。业绩低于我们之前的预期。

### 分析结论：

➤ **收入自然增长，成本上升吞噬毛利。**公司收入同比增长正常，止咳类及皮肤类新品增速较快，其中皮肤类新品自去年三月份开始推进以来渠道铺货已基本到位，受产品季节性带动因素，皮肤类用药将在 6 月份进入销售旺季。成本方面，由于中药材及糖辅料价格截止目前仍维持高位，同比有较大幅度上升，使得综合毛利率下降 3.02 个百分点。公司拳头产品如三九胃泰和感冒灵系列多为颗粒剂，糖作为辅料在成本中占据一定比例（产品自身成本 15%左右），因此未来糖价以及核心产品中药材原料价格的走势将影响公司的利润率水平。

➤ **营业税金及附加同比上升，销售费用率增加。**由于城建税率的提高和销售的增加，营业税金及附加同比增加 321.98%，同时公司在感冒灵、胃泰系列以及皮肤类新品方面广告投放的加大也使得销售费用率同比增加 1.17 个百分点，预计随着皮肤新品销售旺季的到来，本年销售费用率仍将维持一个较高的水平。

➤ **管理驱动向战略驱动转变，整合有望加快。**公司将实现由管理驱动向战略驱动转变，加快外部并购及内部中药资产的整合进度，从而使得产品线进一步丰富。同时，皮肤类新品、小儿感冒、止咳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 20 倍、16 倍和 14 倍，估值处在低位，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       |
|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <b>成长能力</b> |             |             |             |             |
| 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%       |
| <b>获利能力</b> |             |             |             |             |
| 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%       |
| <b>偿债能力</b> |             |             |             |             |
| 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%       |
| <b>营运能力</b> |             |             |             |             |
| 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       |
| <b>每股收益</b> | <b>0.83</b> | <b>1.04</b> | <b>1.26</b> | <b>1.49</b> |
| 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           |
| <b>流动资产总额</b>  | <b>3,505</b> | <b>4,616</b> | <b>6,337</b> | <b>7,972</b>  |
| 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            |
| <b>资产总额</b>    | <b>6,091</b> | <b>7,136</b> | <b>8,572</b> | <b>10,282</b> |
| 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         |
| <b>流动负债</b>    | <b>1,573</b> | <b>1,726</b> | <b>2,082</b> | <b>2,533</b>  |
| 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           |
| <b>负债总额</b>    | <b>1,627</b> | <b>1,805</b> | <b>2,185</b> | <b>2,661</b>  |
| 少数股东权益         | 251          | 303          | 370          | 438           |
| 股东权益           | 4,213        | 5,028        | 6,017        | 7,184         |
| <b>负债和股东权益</b> | <b>6,091</b> | <b>7,136</b> | <b>8,572</b> | <b>10,282</b> |

| 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           |
| <b>经营活动现金流</b> | <b>893</b>  | <b>1,236</b> | <b>1,396</b> | <b>1,631</b> |
| 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         |
| <b>投资活动现金流</b> | <b>-103</b> | <b>-245</b>  | <b>-195</b>  | <b>-145</b>  |
| 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           |
| <b>融资活动现金流</b> | <b>-332</b> | <b>-217</b>  | <b>-247</b>  | <b>-250</b>  |
| <b>现金净变动额</b>  | <b>458</b>  | <b>774</b>   | <b>953</b>   | <b>1,235</b> |

**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<br>投资<br>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<br>投资<br>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。