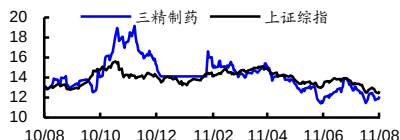


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
三精制药(600829)
2011 半年报点评
谨慎推荐

(维持评级)

2011 年 8 月 24 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	579.9/579.9
总市值 (百万元)	7,028.2/7,028.2
沪深 300/深圳成指	2,554.02/11,243.42
12 个月最高/最低 (元)	28.75/11.41

相关研究报告:

《三精制药-600829-未来业绩将保持平稳增长》——2011-4-1

《三精制药-600829-2010 中报点评: 保健品业务恢复性高增长》——2010-8-23

《三精制药 09 年报&10 年一季报点评: 2010 年恢复性增长》——2010-4-18

《三精制药 09 年三季报点评: Q3 单季收入恢复两位数增长》——2009-10-19

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

半年报点评

西药业务表现优异

● 主业较快增长 26%略超预期

公司 11H1 收入 18.03 亿元 (+17.96%), 归母公司净利润 2.15 亿元 (+22.80%), EPS0.37 元略超我们预期的 0.36 元; 扣非后净利润 2.09 亿元 (+26.16%), 合每股 0.36 元。ROE 为 12.64%, 经营性现金流 0.27 元/股 (-50.43%)。11Q2 收入 8.53 亿元增长 11.10%, 净利润 1.07 亿元增长 20.73%。

● 西药业务表现优异

公司通过销售策略调整和加强县级销售网络建设等措施, 使收入保持平稳增长, 主导产品钙口、锌口保持稳定增长。三大业务中: 1) 西药 (葡萄糖酸钙口服液、司乐平、阿奇霉素、阿莫西林、磷霉素钠等) 收入 10.58 亿元同比增长 24.21%, 毛利率因产品结构优化和原料药价格下降而提升 6.06 个百分点至 53.53%, 表现优异。2) 中药 (双黄连口服液、逐瘀通脉、清开灵、柴连口服液等) 同比下降 6.25%至 3.58 亿元, 毛利率因中药材价格上涨而下降 3.14 个百分点至 43.18%。3) 保健品 (葡萄糖酸锌口服液等) 收入 2.40 亿元同比持平, 毛利率 79.21%保持稳定。

● 新产品不断推出, 中长期有望构成业绩加速器

10 年至今公司不断推出新产品, 包括双黄连中药牙膏等 5 个日化产品、古稀钙片等 5 个保健食品、香橼饮等 8 个大规格口服液。同时葡萄糖酸锌口服液 (老年型) 已获生产批件, 下半年将成立商超事业部, 向商超和孕婴两个销售渠道推出盖宜生牌葡萄糖酸钙口服液 (婴幼儿+成人型) 等产品。11H1 公司剔除西药、中药、保健品的其他产品增长 168%至 1.47 亿元, 增量主要来自新产品。新产品虽然短期内亏损, 但中长期有望丰富公司产品线, 构成业绩加速器。

● 略提高盈利预期, 估值安全, 维持“谨慎推荐”评级

略提高 11-13EPS 至 0.69/0.79/0.91 元/股的预测 (原预测 0.68/0.78/0.90), 同比增长 20%、15%、15%。公司身为国内 OTC 龙头企业, 现有业务稳定增长且提供稳定现金流, 新品不断丰富, 经过前期调整, 目前 11-12PE18X、15X, 估值安全。维持“谨慎推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,638.25	3,005.09	3,597	4,076	4,669
(+/-%)	1.69%	13.90%	19.7%	13.3%	14.5%
净利润(百万元)	278.79	333.82	400	460	529
(+/-%)	3.53%	19.74%	20.0%	14.8%	15.1%
每股收益 (元)	0.72	0.86	0.69	0.79	0.91
EBIT Margin	13.67%	14.12%	13.5%	13.6%	13.7%
净资产收益率 (ROE)	18.69%	20.97%	22.3%	22.7%	23.1%
市盈率 (PE)	16.81	14.04	17.5	15.3	13.3
EV/EBITDA	10.90	9.56	15.9	14.3	12.9
市净率 (PB)	3.14	2.94	3.92	3.48	3.07

独立性声明:

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, 特此声明。

表 1: 2006~2011H1 三精制药上下半年分业务经营情况

	2006H1	2006H2	2007H1	2007H2	2008H1	2008H2	2009H1	2009H2	2010H1	2010H2	2011H1
收入 (百万元)											
西药	624	789	633	778	780	845	717	801	852	848	1058
中药	183	117	175	197	264	251	363	354	382	417	358
保健品	135	162	116	258	152	226	84	231	240	99	240
其他	22	36	64	47	32	45	47	41	55	112	147
合计	964	1104	988	1280	1228	1366	1211	1427	1528	1477	1803
收入同比增长											
西药	5.66%	31.33%	1.34%	-1.35%	23.20%	8.56%	-8.02%	-5.13%	18.85%	5.77%	24.21%
中药	90.12%	-36.23%	-4.58%	69.05%	50.66%	27.41%	37.84%	40.77%	5.06%	17.91%	-6.25%
保健品	-6.32%	37.10%	-13.54%	59.10%	30.86%	-12.44%	-44.96%	2.38%	185.99%	-56.96%	0.10%
其他	89.98%	35.12%	142.79%	33.88%	-37.47%	-4.84%	44.59%	-8.39%	16.95%	174.34%	168.11%
合计	14.54%	19.01%	2.49%	16.00%	24.27%	6.74%	-1.37%	4.45%	26.21%	3.46%	17.96%
毛利率											
西药	36.13%	41.04%	41.43%	41.54%	45.14%	52.79%	38.53%	49.50%	47.46%	45.31%	53.53%
中药	52.03%	50.65%	48.84%	45.98%	46.72%	39.14%	45.47%	48.02%	46.32%	48.87%	43.18%
保健品	75.48%	79.57%	74.79%	80.41%	76.63%	83.31%	73.33%	80.92%	79.17%	79.17%	79.21%
其他	57.60%	89.22%	15.92%	66.98%	29.63%	77.21%	43.74%	62.77%	50.26%	22.72%	23.70%
合计	45.13%	49.29%	45.02%	50.98%	48.98%	56.12%	43.22%	54.60%	52.25%	46.88%	52.47%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

表 2: 三精制药分业务收入-成本预测 (单位: 百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
西药						
收入	1624	1518	1700	2091	2300	2599
增长率	15.1%	-6.5%	11.9%	23.0%	10.0%	13.0%
毛利率	49.1%	44.3%	46.4%	52.5%	52.0%	52.0%
中药						
收入	515	717	799	799	903	1020
增长率	38.3%	39.3%	11.4%	0.0%	13.0%	13.0%
毛利率	43.0%	46.7%	47.7%	43.5%	43.5%	43.5%
保健品						
收入	378	315	339	390	429	472
增长率	1.0%	-16.7%	7.7%	15.0%	10.0%	10.0%
毛利率	80.6%	78.9%	79.2%	79.3%	79.4%	79.5%
其他						
收入	77	88	167	317	444	578
增长率	-30.5%	13.8%	90.5%	90.0%	40.0%	30.0%
毛利率	57.2%	52.6%	31.7%	25.0%	33.0%	35.0%
收入合计	2594	2638	3005	3597	4076	4669
增长率	14.4%	1.7%	13.9%	19.7%	13.3%	14.5%
毛利率	52.74%	49.38%	49.61%	50.98%	50.93%	50.82%

数据来源: 公司资料, 国信证券经济研究所整理

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E	利润表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	347	516	730	978	营业收入	3005	3597	4076	4669
应收款项	1130	1353	1533	1756	营业成本	1514	1764	2000	2296
存货净额	506	498	565	650	营业税金及附加	26	34	38	44
其他流动资产	103	124	140	160	销售费用	845	1007	1133	1289
流动资产合计	2087	2491	2968	3545	管理费用	246	307	349	401
固定资产	1048	1049	1033	1012	财务费用	(0)	1.7	(3)	(6)
无形资产及其他	112	109	105	101	投资收益	3	4	4	4
投资性房地产	51	51	51	51	资产减值及公允价值变动	(7)	(6)	(6)	(6)
长期股权投资	23	25	26	27	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3321	3724	4183	4736	营业利润	371	483	557	644
短期借款及交易性金融负债	123	60	60	60	营业外净收支	49	20	20	20
应付款项	600	705	799	919	利润总额	420	503	577	664
其他流动负债	793	943	1067	1223	所得税费用	81	95	110	126
流动负债合计	1516	1708	1926	2202	少数股东损益	6	7	8	9
长期借款及应付债券	6	6	6	6	归属于母公司净利润	334	400	460	529
其他长期负债	61	66	71	76					
长期负债合计	67	72	77	82					
负债合计	1582	1779	2003	2284					
少数股东权益	147	152	158	165	现金流量表 (百万元)	2010	2011E	2012E	2013E
股东权益	1592	1792	2022	2287	净利润	334	400	460	529
负债和股东权益总计	3321	3724	4183	4736	资产减值准备	1	(6)	0	0
					折旧摊销	73	69	78	84
					公允价值变动损失	7	6	6	6
					财务费用	(0)	2	(3)	(6)
					营运资本变动	(16)	18	(40)	(47)
					其它	2	12	6	7
					经营活动现金流	400	499	510	579
					资本开支	(152)	(65)	(65)	(65)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(145)	(67)	(66)	(66)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	(16)	0	0	0
					支付股利、利息	(169)	(200)	(230)	(265)
					其它融资现金流	139	(63)	0	0
					融资活动现金流	(231)	(263)	(230)	(265)
					现金净变动	23	169	214	248
					货币资金的期初余额	324	347	516	730
					货币资金的期末余额	347	516	730	978
					企业自由现金流	207	416	423	490
					权益自由现金流	330	352	426	495

关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E
每股收益	0.86	0.69	0.79	0.91
每股红利	0.10	0.35	0.40	0.46
每股净资产	4.12	3.09	3.49	3.94
ROIC	18%	22%	25%	28%
ROE	21%	22%	23%	23%
毛利率	50%	51%	51%	51%
EBIT Margin	12%	14%	14%	14%
EBITDA Margin	15%	15%	16%	16%
收入增长	14%	20%	13%	15%
净利润增长率	20%	20%	15%	15%
资产负债率	52%	52%	52%	52%
息率	3.6%	4.3%	4.9%	5.6%
P/E	14.0	17.5	15.3	13.3
P/B	2.9	3.9	3.5	3.1
EV/EBITDA	14.0	15.9	14.3	12.9

资料来源: 国信证券经济研究所预测

请务必阅读正文之后的免责条款部分

全球视野 本土智慧

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

风险提示

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或询价。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。本报告版权归国信证券所有，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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340		
				技术分析	
				闫 莉	010-88005316
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
周 俊	0755-82130833-6215				
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
杨敬梅	021-60933160	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
张 弢	010-88005311	刘 明	010-88005319	龙 飞	
电力与公用事业		非银行金融		通信	
谢达成	021-60933161	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706			欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304				
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098
		孙 伟	010- 66026320	余 辉	0755-82130741
				王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		

彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165
秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦 敏	0755-82130833-3772	袁 剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833- 1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏 宁	0755-82133492 13823515980 weinling@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
焦 戡	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑 灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn