

2007-08-30

制药

S 三九 000999.SZ

## 经营平稳，重组还需等待

报告起因：公司公布中报  
潜在催化因素：重组完成、股改

### 公司业绩平稳增长，胃泰和枇杷露成为 OTC 新增长点：

公司 2007 年中期实现营业收入 15.56 亿元，同比增长 16.57%；净利润 8817 万元，同比增长 1.9%；EPS0.09 元。公司上半年经营情况整体比较平稳，巨额的财务费用依然是公司业绩提升的主要瓶颈。公司 OTC 销售收入稳定增长的趋势不变，两大主力品种感冒灵和皮炎平销售保持稳定，胃泰和枇杷露在上半年显示出强劲的销售势头，销售同比分别增长 55%和 358%。预计全年胃泰销售约 1.8 亿元，琵琶露约 5000 万元，成为公司 07 年 OTC 增长的主要亮点。

### 大股东占款产生财务费用依然对公司业绩影响较大：

公司中报显示，财务费用依然高达 9000 多万元，其中约 6000 多万元是大股东占款产生的财务费用。我们预计公司全年财务费用全年约 1.9 亿元，对公司业绩增长的影响还是比较大的。如果剔除大股东占款的财务费用，公司正常经营所需的财务费用大约在 6000 万左右，因此一旦大股东资金占用问题解决，那么公司 08 年财务费用将大幅下降。（大股东占款产生的财务费用大约在 1.3 亿元左右）。

### 清欠方案基本不变，但仍需等待：

公司清欠的具体方案基本没有变化，战略投资者（华润）归还现金约 23 亿元、集团以资抵债约 11 亿元、通过债务重组解决约 3 - 4 亿元、全部解决三九医药 37.4 亿元非经营性资金占用问题。公司清欠方案现金比例较高，“999”商标注入，将提高公司业务和资产的完整性、独立性。但是公司重组依然需要等待，我们乐观预计年底会有定论。

### 估值和投资建议：

由于公司重组时间晚于预期，公司财务费用的降低在 07 年较难体现，因此我们调低公司 07 年盈利预测至 EPS0.22 元，维持公司 08 年盈利预测 EPS0.38 元。我们认为影响公司发展的几个不确定因素在 07 年将得到较好的解决。同时公司自身经营调整到位，主营制药业务保持稳定增长，三九医药的品牌优势将成为公司在 OTC 领域最强的核心竞争力，我们认为拥有品牌优势（企业品牌 + 产品品牌）的企业应该得到一定的溢价。我们倾向以公司 2008 年业绩 45 倍 PE 定价，公司合理股价为 17 元，考虑到公司股改含权溢价 30%，则公司合理股价为 22 元。我们认为公司目前股价短期基本合理，未来的投资机会主要来自于股改和华润入主后带来的整合预期。我们维持公司增持的评级。

**风险提示：**重组完成的时间依然具有不确定性

维持

增持

当前价格	18.35 元
目标价格	22.00 元
目标期限	6 个月

分析师：

姚杰

021-50818887 - 272

yaoj@ebsecn.com

张美云

021-50818887 - 238

zhangmy@ebsecn.com

### 市场数据

总股本(万股)	97890
总市值(万元)	1796282.00
流通比例(%)	26.56%
12 个月最高/最低(元)	21.57/5.12
近 3 月日均成交量(万股)	501
主要股东	深圳三九药业有限公司

### 股价表现(12 个月)



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	-21.02	-26.78	58.62
绝对收益	-2.18	-0.34	272.14

### 相关报告：

三九医药：清欠方案基本落实，现金比例超过 70%

..... 2007-04-29

三九医药（000999）OTC 品牌龙头，长线持有

..... 2007-01-19

清欠 + 股改，能否重塑 OTC 龙头

..... 2006-12-13

销售经理：

陈扬 杨日昕 王莉本

(8621)50818887

### 业绩预测和估值指标

(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
主营业务收入	2,969	2,868	3,212	2,554	2,886
净利润	120	165	219	374	456
每股收益(元)	0.12	0.17	0.22	0.38	0.47
市盈率(X)	149.77	108.92	81.93	48.07	39.35
每股净资产(元)	2.28	2.45	2.67	3.05	3.52
市净率(X)	8.05	7.49	6.87	6.01	5.21

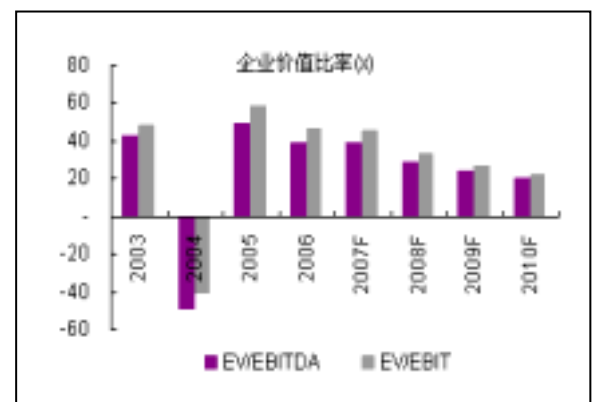
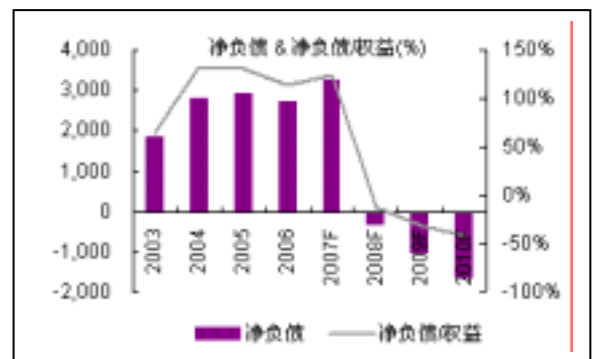
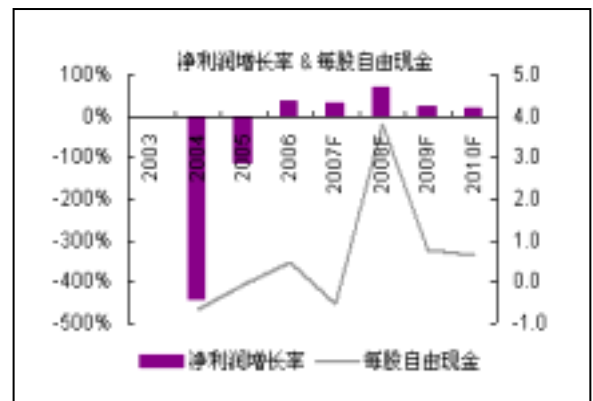
## 财务报表预测

利润表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
<b>主营业务收入</b>	<b>2,969</b>	<b>2,868</b>	<b>3,212</b>	<b>2,554</b>	<b>2,886</b>
主营业务成本	1,559	1,551	1,739	1,013	1,144
<b>主营业务利润</b>	<b>1,397</b>	<b>1,303</b>	<b>1,461</b>	<b>1,532</b>	<b>1,731</b>
<b>毛利率 (%)</b>	<b>47.1%</b>	<b>45.4%</b>	<b>45.5%</b>	<b>60.0%</b>	<b>60.0%</b>
其他业务利润	27	36	5	5	5
营业费用	695	639	739	741	808
管理费用	328	241	257	268	289
<b>EBIT</b>	<b>354</b>	<b>445</b>	<b>467</b>	<b>534</b>	<b>630</b>
财务费用	161	187	200	80	75
<b>营业利润</b>	<b>240</b>	<b>271</b>	<b>271</b>	<b>448</b>	<b>565</b>
投资收益	-47	-13	-4	6	-10
<b>利润总额</b>	<b>175</b>	<b>209</b>	<b>269</b>	<b>456</b>	<b>557</b>
<b>净利润</b>	<b>120</b>	<b>165</b>	<b>219</b>	<b>374</b>	<b>456</b>

资产负债表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
<b>资产</b>					
<b>流动资产总额</b>	<b>5,577</b>	<b>5,703</b>	<b>6,409</b>	<b>2,557</b>	<b>4,230</b>
货币资金	364	547	505	1,280	2,831
应收帐款	401	363	546	460	491
存货	430	407	540	434	476
<b>固定资产原价</b>	<b>1,139</b>	<b>1,160</b>	<b>1,327</b>	<b>1,328</b>	<b>1,327</b>
累计折旧	393	461	540	620	700
<b>固定资产净额</b>	<b>746</b>	<b>700</b>	<b>786</b>	<b>708</b>	<b>628</b>
<b>总资产</b>	<b>7,043</b>	<b>7,055</b>	<b>7,950</b>	<b>4,940</b>	<b>6,281</b>
<b>负债和股东权益</b>	<b>7,043</b>	<b>7,055</b>	<b>7,950</b>	<b>4,940</b>	<b>6,281</b>
<b>流动负债总额</b>	<b>4,588</b>	<b>4,464</b>	<b>5,120</b>	<b>1,728</b>	<b>2,605</b>
短期债务	3,245	3,233	3,726	894	1,731
应付帐款	515	443	504	243	275
其他流动负债	803	763	803	511	519
<b>长期负债总额</b>	<b>63</b>	<b>45</b>	<b>59</b>	<b>59</b>	<b>59</b>
长期负债	35	25	32	32	32
应付债券	0	0	0	0	0
其他长期负债	28	21	27	27	27
<b>负债总额</b>	<b>4,651</b>	<b>4,509</b>	<b>5,179</b>	<b>1,787</b>	<b>2,664</b>
<b>股东权益</b>	<b>2,233</b>	<b>2,397</b>	<b>2,616</b>	<b>2,990</b>	<b>3,446</b>
股本	979	979	979	979	979
<b>负债与股东权益</b>	<b>7,043</b>	<b>7,055</b>	<b>7,950</b>	<b>4,940</b>	<b>6,281</b>

现金流量表(百万元)	2005	2006	2007F	2008F	2009F
<b>息税前经营利润</b>	<b>354</b>	<b>445</b>	<b>467</b>	<b>534</b>	<b>630</b>
息税前经营利润的税赋	122	90	75	88	104
扣除调整税的净营业利润	233	355	392	446	526
折旧	68	79	80	80	80
流动资金增加	406	48	641	-4,120	110
<b>经营活动产生的现金流量</b>	<b>-106</b>	<b>386</b>	<b>-169</b>	<b>4,646</b>	<b>496</b>
资本支出	-81	-24	-169	1	2
其他资产-负债增加	109	125	-200	-923	250
<b>投资活动产生的现金流量</b>	<b>28</b>	<b>101</b>	<b>-369</b>	<b>-921</b>	<b>252</b>
自由现金流量	-78	487	-538	3,725	748
股东权益增加/减少	119	164	219	374	456
红利	0	0	0	0	0
银行借款和应付债券	-169	-22	500	-2,832	838
<b>融资活动的现金流量</b>	<b>-474</b>	<b>184</b>	<b>460</b>	<b>-1,691</b>	<b>2,764</b>

数据来源：光大证券研究所



## 分析师声明

姚杰、张美云：

- 1) 本人在此申明，本报告所陈述的所有观点准确地反映了本人对上述公司或其证券的研究观点。
- 2) 本人薪金的任何部分不曾经与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点直接或间接相关。

## 行业及公司评级体系

买入—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

行业以及上海证券交易所上市公司市场基准指数为上证综指，深圳证券交易所上市公司市场基准指数为深圳综指。

## 目标价格

目标价格是目前股票应当在市场上交易的水平，如果市场接受分析师的观点，假设引起这种变化的必要的催化剂在市场表现范围内已经具备。因此，目标价格是对市场和行业的需求的提炼。如果人们觉得改变股票重新评级到它应有价值的催化剂还不是完整的话，目标价格将会不同于它的“公正”价值。

## 特别声明

光大证券股份有限公司即其关联机构在法律许可的情况下可能与本报告所分析的企业存在业务关系，并且继续寻求这些发展关系。因此，投资者不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

## 光大证券股份有限公司

上海市浦东南路528号证券大厦南塔15F.16F. 邮编：200120  
电话：021-68816000 传真：021-68818550

## 光大证券研究所

上海市浦东新区浦电路438号双鸽大厦17楼A-C座  
电话：021-50818887（总机） 传真：021-50816915

### 免责声明

本研究报告仅供光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。

本报告由光大证券股份有限公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。光大证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，供投资者参考。

在任何情况下，本报告中的信息或所表达的建议并不构成对任何投资人的投资建议，光大证券有限责任公司及其附属机构（包括研究所）不对投资者买卖有关公司股份而产生的盈亏承担责任。

本报告的版权仅归本公司所有，任何机构和个人未经书面许可不得以任何形式翻版，复制，刊登，发表或者引用。