

审慎推荐-A (维持)

华润三九 000999.SZ

目标估值: N.A.
当前股价: 28.25 元
2017 年 05 月 02 日

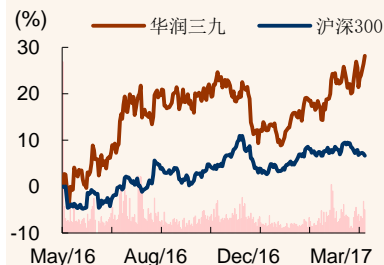
费用控制提升业绩 期待易善复放量

基础数据

上证综指	3144
总股本(万股)	97890
已上市流通股(万股)	97840
总市值(亿元)	277
流通市值(亿元)	276
每股净资产(MRQ)	9.2
ROE(TTM)	14.0
资产负债率	34.6%
主要股东	华润医药控股有限公
主要股东持股比例	63.6%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	3	6	27
相对表现	4	3	18



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《华润三九(000999)——销售费用波动影响利润 看好并购整合后产品放量》2017-03-13
- 2、《华润三九(000999)——中报增长平稳, 未来提升空间较大》2015-08-26

李珊珊

0755-83734347
lishsh@cmschina.com.cn
S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
liyj10@cmschina.com.cn
S1090515080002

研究助理

李点典
liandiandian@cmschina.com.cn

公司发布 2017 年一季度报, 收入、归母净利润和扣非归母净利润分别为 24.56 元、3.74 亿元和 3.53 亿元, 同比+15.24%、+19.95%和+14.25%, 基本符合我们的一季报前瞻。我们估计 OTC 业务平稳增长, 感冒和儿科产品继续保持较快增速。公司代理的赛诺菲全球旗舰 OTC 产品易善复于 2017 年初开始销售, 我们估计一季度销售额超过 6000 万元。处方药在圣火并表和公司大力推广中药配方颗粒的情况下保持较快增长。管理费用控制良好, 对净利润提升贡献显著。我们看好公司强大的渠道和终端资源, 期待易善复和与赛诺菲合资子公司产品的放量, 维持“审慎推荐-A”评级。

- **OTC 业务平稳增长, 期待易善复亮眼表现。**我们估计公司 OTC 产品一季度实现了平稳增长。公司 17 年初开始代理赛诺菲 OTC 全球旗舰产品易善复, 基于原销售规模我们预计一季度销售额已经超过 6000 万元: 该品种 16 年全球销售额 1.46 亿欧元; 我们估计国内原来易善复的销售主要在医院终端, OTC 较少, 预计国内原销售额不超过 4 亿元。我们认为公司代理该产品后, 可以通过自身强大的渠道和终端优势, 在医院和药店同时发力, 实现该产品的迅速放量。此外, 我们预计公司与赛诺菲成立的合资子公司 5 月份可以开始销售产品, 期待公司接手太阳石相关品牌后儿科和妇科 OTC 产品的快速成长。
- **处方药保持高速增长。**由于处方药有圣火的并表, 我们预计一季度处方药收入仍然保持高速增长, 但是由于圣火一季度相对来说属于销售淡季, 所以二季度处方增速有望加快。虽然部分省份在中药配方颗粒方面出台了地方保护政策, 但是公司近年来加大了配方颗粒的推广力度, 目前已经在全国 20 多个省都有销售, 我们估计一季度配方颗粒收入增速保持在 20%左右的水平。我们估计公司中药注射剂受大环境影响, 收入同比微降, 但是目前该部分收入占比已经只有 10%左右, 对公司业绩影响有限。
- **管理费用控制良好, 对净利润提升贡献显著。**公司 17Q1 整体毛利率 61.69%, 与上年同期的 61.84%基本持平。销售费用 8.82 亿元, 同比+18.06%, 我们估计主要是圣火销售费用率较高, 并表后所致; 管理费用 1.69 亿元, 同比-0.06%, 对净利润提升贡献显著。报告期末应收账款 15.43 亿元, 较期初增

财务数据与估值

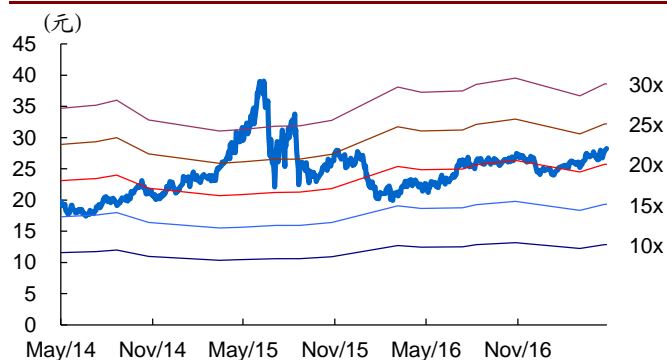
会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	7900	8982	10509	12085	13656
同比增长	9%	14%	17%	15%	13%
营业利润(百万元)	1443	1294	1696	1952	2215
同比增长	17%	-10%	31%	15%	13%
净利润(百万元)	1249	1198	1426	1640	1860
同比增长	21%	-4%	19%	15%	13%
每股收益(元)	2.40	1.22	1.46	1.68	1.90
PE	11.8	23.1	19.4	16.9	14.9
PB	1.9	3.2	2.9	2.6	2.4

资料来源: 公司数据、招商证券

加 2 亿元左右, 我们估计主要是圣火并表和中药配方颗粒销售增速较高导致。

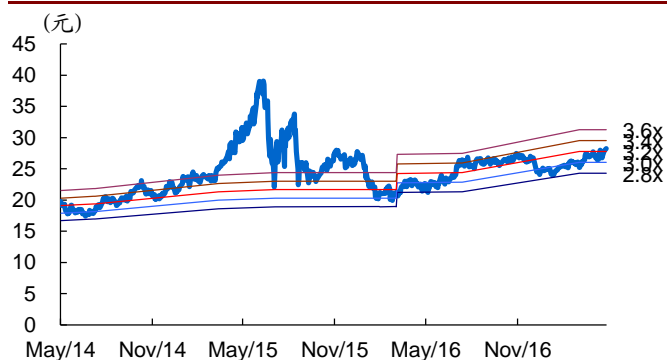
- **维持“审慎推荐-A”评级:** 我们预计公司 17-19 年归母净利润增速分别为 19%、15%和 13%，对应 EPS 为 EPS1.46 元、1.68 元和 1.90 元。当前市值对应 17pe 估值 19 倍,安全边际明显,同时 OTC 业务受益消费升级趋势,维持“审慎推荐-A”评级。
- **风险提示:** 产品销售不达预期, 并购公司的整合不达预期, 中药注射剂下滑超预期。

图 1: 华润三九历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 华润三九历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	5213	5082	7077	8262	9638
现金	973	911	2227	2684	3335
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	1456	1382	1617	1860	2102
应收款项	887	1346	1552	1784	2016
其它应收款	47	57	67	77	87
存货	911	905	1051	1209	1366
其他	939	482	564	649	733
非流动资产	6806	8469	8206	7969	7757
长期股权投资	15	6	6	6	6
固定资产	2714	2947	2876	2811	2751
无形资产	1731	1811	1630	1467	1320
其他	2346	3705	3694	3686	3679
资产总计	12019	13552	15283	16232	17394
流动负债	3301	3787	4570	4579	4686
短期借款	0	20	600	400	300
应付账款	626	574	673	774	875
预收账款	337	265	310	357	403
其他	2339	2928	2987	3047	3108
长期负债	1044	1043	1043	1043	1043
长期借款	1	0	0	0	0
其他	1043	1043	1043	1043	1043
负债合计	4345	4830	5614	5622	5729
股本	979	979	979	979	979
资本公积金	1099	1091	1091	1091	1091
留存收益	5494	6545	7481	8408	9448
少数股东权益	102	106	118	132	147
归属于母公司所有者权益	7572	8615	9551	10478	11518
负债及权益合计	12019	13552	15283	16232	17394

现金流量表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	1260	1392	1400	1549	1735
净利润	1249	1198	1426	1640	1860
折旧摊销	257	306	456	429	406
财务费用	26	26	11	15	2
投资收益	(194)	(29)	(29)	(29)	(29)
营运资金变动	(137)	(123)	(480)	(524)	(523)
其它	59	15	16	18	20
投资活动现金流	(790)	(1224)	(192)	(192)	(192)
资本支出	(331)	(354)	(192)	(192)	(192)
其他投资	(459)	(870)	0	0	0
筹资活动现金流	(643)	(224)	109	(899)	(893)
借款变动	(561)	102	580	(200)	(100)
普通股增加	0	0	0	0	0
资本公积增加	(38)	(8)	0	0	0
股利分配	(260)	(312)	(489)	(713)	(820)
其他	217	(7)	18	14	27
现金净增加额	(173)	(56)	1316	458	650

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位：百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	7900	8982	10509	12085	13656
营业成本	3067	3362	3941	4532	5121
营业税金及附加	110	151	147	169	191
营业费用	2677	3280	3699	4254	4807
管理费用	774	874	1019	1172	1325
财务费用	4	14	11	15	2
资产减值损失	20	37	25	20	25
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	194	29	29	29	29
营业利润	1443	1294	1696	1952	2215
营业外收入	110	186	60	70	80
营业外支出	23	27	25	30	35
利润总额	1529	1453	1731	1992	2260
所得税	254	245	293	338	384
净利润	1275	1208	1437	1653	1875
少数股东损益	25	10	12	14	15
归属于母公司净利润	1249	1198	1426	1640	1860
EPS (元)	2.40	1.22	1.46	1.68	1.90

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	9%	14%	17%	15%	13%
营业利润	17%	-10%	31%	15%	13%
净利润	21%	-4%	19%	15%	13%
获利能力					
毛利率	61.2%	62.6%	62.5%	62.5%	62.5%
净利率	15.8%	13.3%	13.6%	13.6%	13.6%
ROE	16.5%	13.9%	14.9%	15.7%	16.1%
ROIC	15.3%	12.4%	13.8%	14.8%	15.3%
偿债能力					
资产负债率	36.2%	35.6%	36.7%	34.6%	32.9%
净负债比率	0.0%	0.2%	3.9%	2.5%	1.7%
流动比率	1.6	1.3	1.5	1.8	2.1
速动比率	1.3	1.1	1.3	1.5	1.8
营运能力					
资产周转率	0.7	0.7	0.7	0.7	0.8
存货周转率	3.5	3.7	4.0	4.0	4.0
应收帐款周转率	11.1	8.0	7.3	7.2	7.2
应付帐款周转率	5.4	5.6	6.3	6.3	6.2
每股资料 (元)					
每股收益	2.40	1.22	1.46	1.68	1.90
每股经营现金	2.42	1.42	1.43	1.58	1.77
每股净资产	14.54	8.80	9.76	10.70	11.77
每股股利	0.60	0.50	0.73	0.84	0.95
估值比率					
PE	11.8	23.1	19.4	16.9	14.9
PB	1.9	3.2	2.9	2.6	2.4
EV/EBITDA	16.6	17.6	12.7	11.5	10.5

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

吴斌，中科院大学管理科学与工程硕士，武汉大学生物技术学士，8年证券从业经验，2017年加入招商证券，任医药行业联席首席分析师。

李珊珊 CPA，厦门大学工商管理硕士，10年证券从业经验，注册会计师。2010年加入招商证券，目前为招商证券医药行业联席首席分析师。

张同，天津大学制药工程系硕士，2年医药行业经验，2011年3月加入招商证券，任医药行业分析师。

李勇剑，北京大学医学部药物化学系硕士，1年医药行业经验，2013年7月加入招商证券，任医药行业分析师。

蒋一樊，法国波城大学硕士，1年海外一级市场投资经验，3年证券从业经验，2017年4月加入招商证券，任医药行业分析师。

李点典，香港科技大学生化系硕士，2016年加入招商证券，任医药行业分析师助理。

团队荣誉：2011年新财富最佳分析师第3名，证券业金牛分析师第2名，卖方分析师水晶球奖第3名。2012年新财富最佳分析师第4名，2014年新财富最佳分析师第2名。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。