

2011年10月28日

华润三九

销售增速下降，成本压力依然持续

买入

A 000999.SZ - 人民币 18.91

目标价格: 人民币 26.00

胡文洲, CFA*

(8621) 6860 8520

eric.hu@bocigroup.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300200010035

股价相对指数表现



资料来源: 彭博及中银国际研究

股价表现

	今年至今	1个月	3个月	12个月
绝对(%)	(26)	(5)	(2)	(23)
相对新华富时A50指数(%)	(15)	(9)	5	(1)

资料来源: 彭博及中银国际研究

重要数据

发行股数(百万)	979
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	6,665
3个月日均交易额(人民币 百万)	63
净负债比率(%)	净现金
主要股东(%)	64
华润医药控股有限公司	

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究

*焦阳是本报告重大贡献者

中银国际证券有限责任公司
 具备证券投资咨询业务资格

2011年第三季度, 公司实现销售收入 11.8 亿元, 同比增长 11.0%, 净利润 1.7 亿元, 同比下降 14.2%, 每股收益 0.18 元, 低于我们的预期。盈利增速低于预期的主要原因是销售收入增长缓慢、成本费用增幅较大以及去年同期非经常性损益较高。我们调低公司 2011-2013 年每股盈利预测 3.4%、0.8%、0.9%至 0.842、1.091、1.351 元, 仍给予公司 26.00 元的目标价, 维持买入评级。

支撑评级的要点

- 公司第三季度销售收入同比增长 11.0%, 主营成本增长 20.8%, 管理费用增长 27.4%, 导致净利润下降 14.2%。
- 尽管公司 4 季度的盈利增速仍不乐观, 但中药材及其他原材料价格的下滑将极大地缓解公司 2012 年的成本压力。
- 公司收购北药集团下属 4 家公司将产生一定的业绩增厚。

影响评级的主要风险

- 原材料价格维持高位将影响公司的盈利。
- 公司未来的并购进程存在不确定性。

估值

- 我们调低公司 2011-2013 年每股盈利预测 3.4%、0.8%、0.9%至 0.842、1.091、1.351 元, 仍给予公司 26.00 元的目标价, 相当于 24 倍左右 2012 年市盈率。基于对公司长期发展的看好, 我们仍维持公司的**买入**评级。

图表 1. 投资摘要

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入(人民币 百万)	4,853	4,365	5,172	6,628	8,210
变动(%)	12	(10)	18	28	24
净利润(人民币 百万)	709	816	824	1,068	1,322
全面摊薄每股收益(人民币)	0.725	0.834	0.842	1.091	1.351
变动(%)	42	15	1	30	24
先前预测每股收益(人民币)	-	-	0.871	1.100	1.363
调整幅度(%)	-	-	(3.4)	(0.8)	(0.9)
全面摊薄市盈率(倍)	26.1	22.7	22.5	17.3	14.0
每股现金流量(人民币)	0.873	0.867	0.863	1.272	1.573
价格/每股现金流量(倍)	21.6	21.8	21.9	14.9	12.0
企业价值/息税折旧前利润(倍)	17.5	16.5	15.1	11.5	8.9
每股股息(人民币)	0.300	0.300	0.337	0.436	0.540
股息率(%)	1.6	1.6	1.8	2.3	2.9

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

前三季度营业收入增长 9.5%，净利润同比下滑 3.6%

2011 年前三季度，公司营业收入达到 36.3 亿元，同比增长 19.5%，实现净利润 5.7 亿元，同比下滑 3.6%，其中 2011 年第三季度公司实现销售收入 11.8 亿元，同比增长 11.0%，净利润 1.7 亿元，同比下降 14.2%。公司第三季度实现每股收益 0.18 元，低于我们的预期。

我们认为，第三季度业绩低于预期的主要原因下三点：

1. 2011 年第三季度公司的主营业务收入增速仅为 11.0%，显著低于第一、二季度的 15.1% 和 34.2%。考虑到公司的皮肤系列新产品在去年下半年正式开始推广，我们认为这些新产品销售带来的高基数使得本季度收入增速降低。此外，抗生素行业的持续低迷也在一定程度上拖累了公司的抗生素业务；
2. 公司的成本和管理费用增速较高，分别达到了 20.8% 和 27.4%，拖累了公司的业绩。我们认为中药材和白糖价格的高位运行是公司成本增长的主要推手，管理费用的大幅增长可能与公司加大研发投入有关。
3. 去年同期净利润包括一定的非经常性损益。去年由于收回大篷车飞机租赁款，公司冲减已计提的资产减值准备导致同期公司资产减值损失为 1,226 万元，本季度公司资产减值损失达到 449 万元，一定程度上影响了公司的净利润。

第四季度盈利增速不容乐观，2012 年将迎来转机

考虑到去年第四季度公司皮肤系列产品销售放量带来较高基数，且目前抗生素行业尚未见到明显转机，预计公司第四季度的销售收入增速可能继续保持较低水平。同时，去年同期公司有 6,725 万元的营业外收入，占当期利润总额的 23.3%，因此我们认为公司今年第四季度的净利润增速不容乐观。

不过目前中药材价格已呈回落态势，白糖价格未来下降的可能性也正在增加，预计公司 2012 年的成本压力将大大缓解，业绩有望迎来转机。

并购活动将产生业绩增厚

近日公司股东大会已审议通过关于购买本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京北贸四家公司 100% 股权的议案。其中本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科三家工业企业拥有气滞胃痛颗粒、温胃舒、养胃舒、舒血宁、茵栀黄口服液等多个具有潜力的优秀品种，丰富补充了公司的产品线。三家公司 2010 年的净利润总计超过 1,900 万元，收购并表后可以给公司带来一定的业绩增厚。同时，三家企业的营业利润率显著低于华润三九，未来存在较大改善空间，短期的高速增长值得期待。

图表 2. 营业利润率比较

(%)	2008 年	2009 年	2010 年
本溪三药	4.3	4.0	7.9
合肥神鹿	2.6	10.5	13.1
双鹤高科	1.1	6.5	9.8
华润三九	14.7	18.2	22.1

资料来源：公司数据

风险因素

中药材和白糖等原材料价格如继续上涨，公司的盈利能力将受到影响。

公司未来的并购进程存在不确定性。

下调盈利预测，维持买入评级

公司是医药板块中非常优秀的长期投资标的，尽管目前受到收入增速下滑和成本上升的双重不利影响导致盈利增速大幅下降，但我们认为该情况将在 2012 年显著好转。基于第三季度低于预期以及对第四季度业绩的担忧，我们下调公司 2011-2013 年盈利预测 3.4%、0.8%、0.9% 至 0.842、1.091、1.351，但仍维持公司 26.00 元的目标价，相当于 24 倍左右 2012 年市盈率为，并维持买入评级。

图表 3.业绩摘要

(人民币, 百万)	2010 第三季度	2011 第三季度	同比变动(%)
营业收入	1061.7	1178.9	11.0
营业成本	(414.5)	(500.9)	20.8
营业税	(4.5)	(16.8)	276.6
毛利润	642.7	661.2	2.9
销售费用	(327.1)	(360.1)	10.1
管理费用	(78.9)	(100.6)	27.4
营业利润	236.7	200.5	(15.3)
资产减值损失	12.3	(4.5)	
投资收益	1.0	4.9	420.0
财务费用	3.5	8.7	145.5
营业外收入	5.1	16.7	227.3
营业外支出	(0.7)	(6.2)	790.0
税前利润	257.9	220.1	(14.6)
所得税	(38.0)	(34.4)	(9.5)
少数股东权益	(17.0)	(11.6)	(31.8)
归属上市公司股东净利润	202.9	174.2	(14.2)
主要比率(%)			
毛利率	61.0	57.5	
经营利润率	22.3	17.0	
净利率	20.7	15.8	

资料来源: 公司数据

损益表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
销售收入	4,853	4,365	5,172	6,628	8,210
销售成本	(2,396)	(1,686)	(2,181)	(2,794)	(3,488)
运营费用	(1,448)	(1,644)	(1,843)	(2,383)	(2,940)
息税折旧前利润	1,008	1,035	1,148	1,451	1,783
折旧与摊销	(106)	(117)	(152)	(174)	(194)
营业利润(息税前利润)	903	917	996	1,277	1,589
净利息收入(费用)	0	15	18	18	18
其它盈利/(亏损)	1	102	26	46	51
税前利润	904	1,034	1,040	1,342	1,658
所得税	(143)	(175)	(156)	(201)	(249)
少数股东损益	(52)	(43)	(60)	(72)	(87)
净利润	709	816	824	1,068	1,322
核心净利润	715	753	810	1,037	1,286
每股收益(人民币)	0.72	0.83	0.84	1.09	1.35
核心每股收益(人民币)	0.73	0.77	0.83	1.06	1.31
每股股息(人民币)	0.30	0.30	0.34	0.44	0.54
收入增长(%)	12	(10)	18	28	24
息税前利润增长(%)	38	2	9	28	24
息税折旧前利润增长(%)	37	3	11	26	23
每股收益增长(%)	42	15	1	30	24
核心每股收益增长(%)	40	5	8	28	24

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
现金及等价物	1,166	1,687	1,529	2,238	3,175
应收帐款	1,268	1,168	1,264	1,370	1,485
库存	418	490	539	593	653
其它流动资产	185	160	160	160	160
流动资产合计	3,037	3,505	3,493	4,362	5,473
固定资产	1,352	1,340	1,877	1,922	1,927
无形资产	1,137	1,141	1,162	1,173	1,174
其它长期资产	105	105	110	114	118
长期资产合计	2,594	2,586	3,150	3,210	3,220
总资产	5,631	6,091	6,642	7,571	8,692
应付账款	896	816	695	695	695
短期债	12	20	20	20	20
其它流动负债	705	737	814	932	1,071
流动负债合计	1,613	1,573	1,529	1,647	1,786
长期债	40	3	3	3	3
其它长期负债	27	52	56	56	56
股本	979	979	979	979	979
资本公积	2,709	3,238	3,768	4,506	5,401
股东权益	3,686	4,213	4,743	5,481	6,376
少数股东权益	265	251	311	384	471
负债权益总计	5,631	6,091	6,642	7,571	8,692
每股账面价值(人民币)	3.8	4.3	4.8	5.6	6.5
每股有形资产(人民币)	2.0	2.6	3.1	3.8	4.7
净负债(现金)(人民币)	(1.1)	(1.7)	(1.5)	(2.3)	(3.2)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表 (人民币 百万)

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
税前利润	904	1,034	1,040	1,342	1,658
折旧与摊销	106	117	152	174	194
净利息费用	(0)	(15)	(18)	(18)	(18)
营运资本变动	(35)	(37)	(164)	(41)	(36)
支付所得税	(143)	(175)	(156)	(201)	(249)
其它经营现金流	23	(77)	(9)	(9)	(9)
经营活动产生的现金流	855	848	845	1,245	1,540
购建固定资产净额	(193)	(270)	(710)	(230)	(200)
投资减少/(增加)	6	184	0	0	0
其它投资现金流	93	18	6	5	5
投资活动产生的现金流	(93)	(68)	(704)	(225)	(195)
净股本增加	0	0	0	0	0
净负债增加	(59)	7	(23)	0	0
支付股息	(196)	(294)	(294)	(330)	(427)
其它筹资现金流	41	30	18	18	18
筹资活动产生的现金流	(213)	(257)	(298)	(311)	(409)
现金余额变动	549	524	(158)	709	936
年初现金	617	1,166	1,687	1,529	2,238
公司自由现金流	765	780	161	1,041	1,365
股权自由现金流	780	786	136	1,039	1,363

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

主要比率

年结日: 12月31日	2009	2010	2011E	2012E	2013E
盈利能力(%)					
息税折旧前利润率	20.8	23.7	22.2	21.9	21.7
息税前利润率	18.6	21.0	19.3	19.3	19.3
税前利润率	18.6	23.7	20.1	20.2	20.2
净利率	14.6	18.7	15.9	16.1	16.1
流动性(倍)					
流动比率	1.9	2.2	2.3	2.6	3.1
利息覆盖倍数	69.9	240.7	261.4	335.2	416.9
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率	1.6	1.9	1.9	2.3	2.7
估值(倍)					
市盈率	26.1	22.7	22.5	17.3	14.0
核心业务市盈率	25.9	24.6	22.9	17.8	14.4
目标价对应核心业务市盈率	34.6	32.8	30.5	23.8	19.2
市净率	5.0	4.4	3.9	3.4	2.9
价格/现金流	21.6	21.8	21.9	14.9	12.0
企业价值/息税折旧前利润	17.5	16.5	15.1	11.5	8.9
周转率					
存货周转天数	68.8	98.4	86.2	74.0	65.2
应收帐款周转天数	98.2	101.8	85.8	72.5	63.5
应付帐款周转天数	69.7	71.6	53.3	38.3	30.9
回报率(%)					
股息支付率	41.4	36.0	40.0	40.0	40.0
净资产收益率	20.6	20.7	18.4	20.9	22.3
资产收益率	14.3	14.7	13.9	16.0	17.3
已运用资本收益率	24.3	22.0	21.2	23.7	25.2

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人士，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自转载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东
银城中路 200 号
中银大厦 39 楼
邮编 200121
电话: (8621) 6860 4866
传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
致电香港免费电话:
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065
新加坡客户请拨打: 800 852 3392
传真: (852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号
中银大厦二十楼
电话: (852) 3988 6333
传真: (852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区
金融大街 28 号
盈泰中心 2 号楼 15 层
邮编: 100032
电话: (8610) 6622 9000
传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

英国伦敦嘉能街 90 号
EC4N 6HA
电话: (4420) 7022 8888
传真: (4420) 7022 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室
NY 10020
电话: (1) 212 259 0888
传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z
新加坡百得利路四号
中国银行大厦四楼(049908)
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371