

# 华润三九 (000999)

## 预计8-9月华润系并购有实质进展

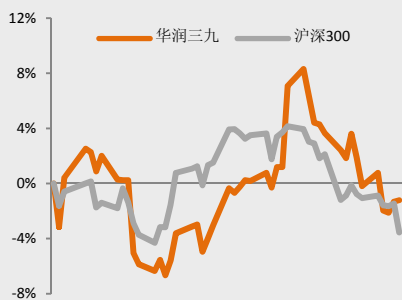
### 推荐(下调)

现价: 18.47 元

#### 主要数据

所属行业	中药
公司网址	www.999.com.cn
大股东/持股	华润医药控股有限公司 /63.48%
实际控制人/持股	中国华润总公司 /63.48%
总股本(百万股)	978.90
流通 A 股(百万股)	355.24
流通 B 股(百万股)	0
总市值(亿元)	180.80
流通 A 股市值(亿元)	65.61
每股净资产(元)	4.41
资产负债率(%)	25.66

#### 行情走势图 (2011.6.1 至今)



#### 相关研究报告

#### 证券分析师

凌军 S1060209110193  
0755-22624694  
lingjun004@pingan.com.cn

### 投资要点

#### ■ 中报简况——业绩低于预期

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 24.53 亿元和 3.97 亿元, 同比增长分别为 23.98%和 1.90%。扣非后净利润为 3.91 亿元, 同比增加 6.64%, 实现每股收益为 0.41 元, 业绩增长低于我们和市场的预期。

#### ■ 制药业务保持稳定增长

公司制药业务保持 24%稳定增长水平。其中, OTC 业务及中药配方颗粒业务实现了快速增长, 营业收入分别较去年同期增长 28.62%及 44.18%, 中药处方药业务由于市场竞争激烈及部分进入医保目录产品的使用范围受限, 增速略低于预期, 抗生素业务由于受到抗菌药物临床应用管理政策的影响, 销售出现了明显下滑。

#### ■ 原料人工成本上升吞噬利润

自 2010 年以来公司成本费用控制面临较大大压力, 原材料价格居高不下, 尤其是中药材及白糖价格同比涨幅在 30%以上。成本上升导致公司毛利率持续下降, 2011 年上半年公司整体毛利率同比下降 2.62 个百分点。

#### ■ 预计 8-9 月华润系并购有实质进展

2011 年以来, 公司积极在重点关注品类中寻找并购对象, 加快已筛选目标企业的谈判进度, 加速符合企业战略的并购, 补充并丰富公司产品组合。在大股东华润医药的协调下, 尽快完成与华润医药内部中药业务的整合。我们预计华润系内部天然药公司的并购将在 8-9 月有实质进展。

#### ■ 下调至“推荐”评级

我们下调 2011-2013 年 EPS 预测分别至 0.93、1.14 和 1.38 元, 对应 8 月 5 日收盘价 18.47 元, 2011-2013 年的市盈率为 19.9 倍、16.1 倍和 13.4 倍。考虑到白糖等原料价格持续高企, 下调评级至“推荐”。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,853	4,365	5,183	6,297	7,520
YoY(%)	12.4	-10.0	18.7	21.5	19.4
净利润(百万元)	709	816	908	1,121	1,347
YoY(%)	41.9	15.0	11.3	23.4	20.2
毛利率(%)	50.6	61.4	60.7	60.7	61.1
净利率(%)	14.6	18.7	17.5	17.8	17.9
ROE(%)	19.2	19.4	18.8	20.0	20.6
EPS(摊薄/元)	0.72	0.83	0.93	1.14	1.38
P/E(倍)	25.5	22.2	19.9	16.1	13.4
P/B(倍)	4.9	4.3	3.7	3.2	2.8

## 一、 中报简况——低于预期

2011 上半年公司实现收入和归属于母公司净利润分别为 24.53 亿元和 3.97 亿元，同比增长分别为 23.98%和 1.90%。扣非后净利润为 3.91 亿元，同比增加 6.67%，实现每股收益为 0.41 元，业绩增长低于我们和市场的预期。

图表1 Wind和平安证券全年预测（单位：元）

	2010	2011E	2012E	2013E
平安证券-新预测	0.83	0.93	1.14	1.38
平安证券-原预测	0.83	1.04	1.26	1.54
Wind 资讯	0.83	1.05	1.29	1.56

资料来源：Wind资讯、平安证券研究所

## 二、 收入成本分析——原料人工成本增长吞噬利润

### ■ 收入——保持稳定增长

公司制药业务保持 24%稳定增长水平。其中，OTC 业务及中药配方颗粒业务实现了快速增长，营业收入分别较去年同期增长 28.62%及 44.18%，中药处方药业务由于市场竞争激烈及部分进入医保目录产品的使用范围受限，增速略低于预期，抗生素业务由于受到抗菌药物临床应用管理政策的影响，销售出现了明显下滑。

图表2 中报收入及成本明细表（单位：百万元）

	金额	收入 同比增长	占比	金额	成本 同比增长	占比
<b>主营业务分行业情况</b>						
医药行业	2,080.56	24.04%	84.83%	747.12	39.22%	74.69%
包装印刷	185.10	13.52%	7.55%	130.32	5.80%	13.03%
医疗服务	121.37	45.61%	4.95%	90.11	51.38%	9.01%
房地产	29.38	1242.93%	1.20%	7.91	315.77%	0.79%
海外贸易	26.80	-37.04%	1.09%	19.93	-31.57%	1.99%
<b>主营业务分产品情况</b>						
OTC	1,488.31	28.62%	60.68%	555.19	48.89%	55.50%
处方药	592.24	13.85%	24.15%	191.93	17.21%	19.19%

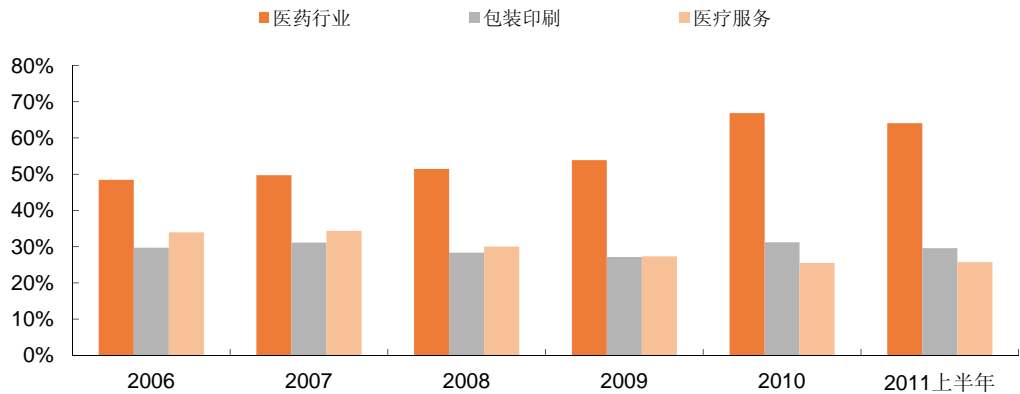
资料来源：公司资料、平安证券研究所

OTC 业务中，三九胃泰、正天丸继续保持了快速增长，增速均超过 40%，感冒品类亦实现了良好增长，皮肤药品类由于季节性因素影响收入增速略低，新产品中强力枇杷露、小儿感冒药继续维持了高速增长势头，分别比去年同期增长 123%、67%。处方药业务中参附、参麦收入增长符合预期，其中参麦进入基药目录后增长迅猛。

■ 成本——原料人工成本大幅上升

报告期内，公司成本费用控制面临很大压力，原材料价格居高不下，尤其是中药材及白糖价格同比涨幅在 30% 以上。成本上升导致公司毛利率持续下降，2011 年上半年公司整体毛利率同比下降 2.62 个百分点。

图表3 主要行业毛利率变化



资料来源：公司资料、平安证券研究所

### 三、 预计华润系并购 8-9 月有实质进展

2011 年以来，公司积极在重点关注品类中寻找并购对象，加快已筛选目标企业的谈判进度，加速符合企业战略的并购，补充并丰富公司产品组合。在大股东华润医药的协调下，尽快完成与华润医药内部中药业务的整合。我们预计华润系内部天然药公司的并购将在 8-9 月有实质进展。

我们预计华润北药天然药收入规模约 3-4 亿之间，主要为合肥神鹿、双鹤高科、本溪三药等公司，主导产品为心脑血管和胃药为主，如温胃舒、养胃舒、气滞胃痛、舒血宁等。该类品种将纳入公司强大的 OTC 渠道，尤其是公司品类规划的计划中。

### 四、 盈利预测和投资评级

预计 2011-2013 年全面摊薄后 EPS 分别 0.93、1.14 和 1.38 元，对应 8 月 5 日收盘价 18.47 元，2011-2013 年的市盈率为 19.9 倍、16.1 倍和 13.4 倍。考虑到白糖等原料价格持续高企，下调评级至“推荐”。

图表4 相对估值表 (单位: 元)

	每股收益/EPS			市盈率/PE		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
云南白药	1.33	1.78	2.33	46.85	35.13	26.85
天士力	0.87	1.28	1.57	51.49	35.08	28.57
同仁堂	0.26	0.32	0.40	63.70	52.37	42.32
康缘药业	0.43	0.58	0.74	38.41	28.27	22.06
<b>平均</b>				<b>50.11</b>	<b>37.71</b>	<b>29.95</b>
华润三九	0.83	0.93	1.14	22.16	19.91	16.13

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表5 收入明细预测表 (单位: 百万元)

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医药行业	3,352.04	4,176.61	3,712.59	4,470.34	5,489.81	6,603.47
YOY (%)	15.9%	24.6%	-11.1%	20.4%	22.8%	20.3%
包装印刷	288.70	311.73	343.49	378.49	417.05	459.54
YOY (%)		8.0%	10.2%	10.2%	10.2%	10.2%
医疗服务	119.67	159.27	203.17	243.80	292.56	351.07
YOY (%)	53.0%	33.1%	27.6%	20.0%	20.0%	20.0%
其他	559.56	179.39	83.87	90.57	97.82	105.65
YOY (%)		-67.9%	-53.2%	8.0%	8.0%	8.0%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表6 盈利预测总表 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,852.72	4,365.15	5,183.20	6,297.24	7,519.73
营业成本	2,396.07	1,686.23	2,039.19	2,471.80	2,923.25
营业税金及附加	20.35	20.59	24.45	29.71	35.48
销售费用	1,165.87	1,355.67	1,609.73	1,955.71	2,335.38
销售费用率	24.03%	31.06%	31.06%	31.06%	31.06%
管理费用	367.63	385.53	457.78	556.18	664.15
管理费用率	7.58%	8.83%	8.83%	8.83%	8.83%
财务费用	-0.20	-14.56	-38.87	-54.25	-71.64
利润总额	904.46	1,034.03	1,142.82	1,415.20	1,697.62
所得税	142.87	174.92	186.92	235.44	280.05
所得税率	15.80%	16.92%	16.36%	16.64%	16.50%
净利润	761.59	859.10	955.89	1,179.76	1,417.57
少数股东损益	52.10	43.12	47.65	59.01	70.79
归属于母公司所有者的净利润	709.49	815.98	908.24	1,120.75	1,346.78
每股收益(摊薄, 元)	0.72	0.83	0.93	1.14	1.38
同比	41.87%	15.01%	11.31%	23.40%	20.17%

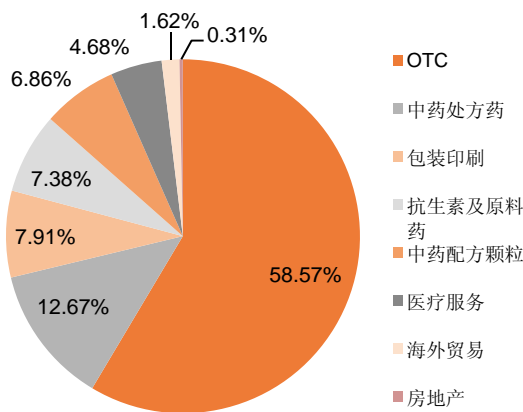
资料来源: Wind, 平安证券研究所

## 五、核心信息附录

### 5.1 公司业务概要

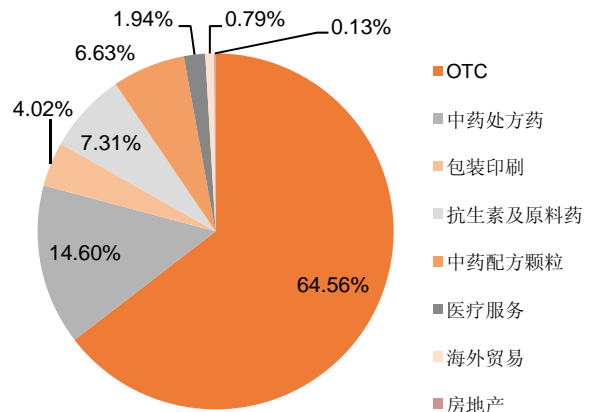
2010年制药业务中 OTC 销售额同比增长 15.3%，新产品增长迅速，新品数量已增至 45 个，覆盖感冒、皮肤、止咳、妇科等多个品类，实现销售收入 3.7 亿元，三年复合增长率为 76%。其中小儿感冒药、皮肤药新品及强力枇杷露销售额增长尤其快速。核心品类中感冒品类、皮肤药品类及三九胃泰销售额增长 20%左右，正天丸增长 81%；壮骨关节丸及补裨益肠丸出现一定下滑。中药处方药销售额同比增长 31%；中药配方颗粒销售额同比增长 40%；抗生素及原料药业务销售额同比增长 23%。

图表7 2010年分产品收入占比



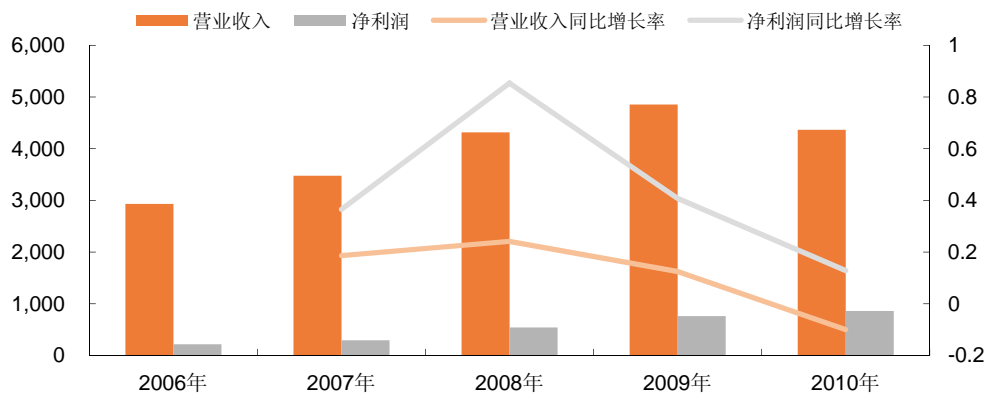
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表8 2010年分产品毛利占比



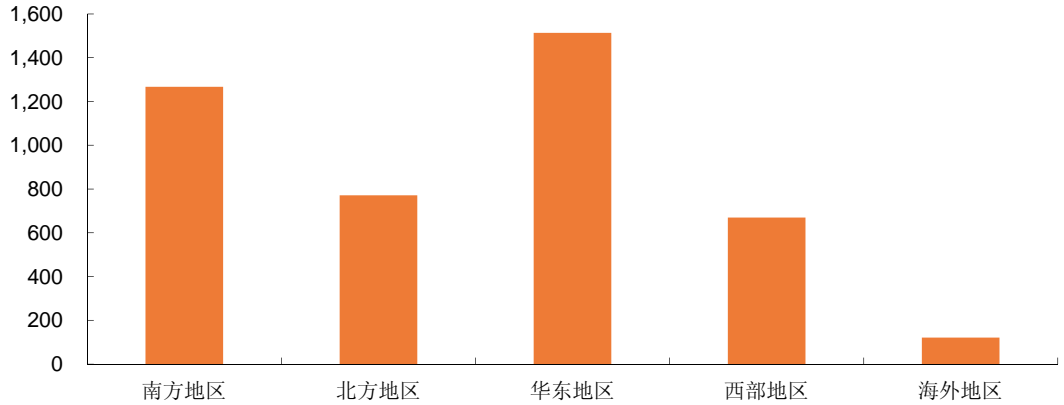
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表9 06-10年公司营业收入和净利润增长情况（单位：百万元）



资料来源：平安证券研究所

图表10 2010年主营业务分地区情况（单位：百万元）

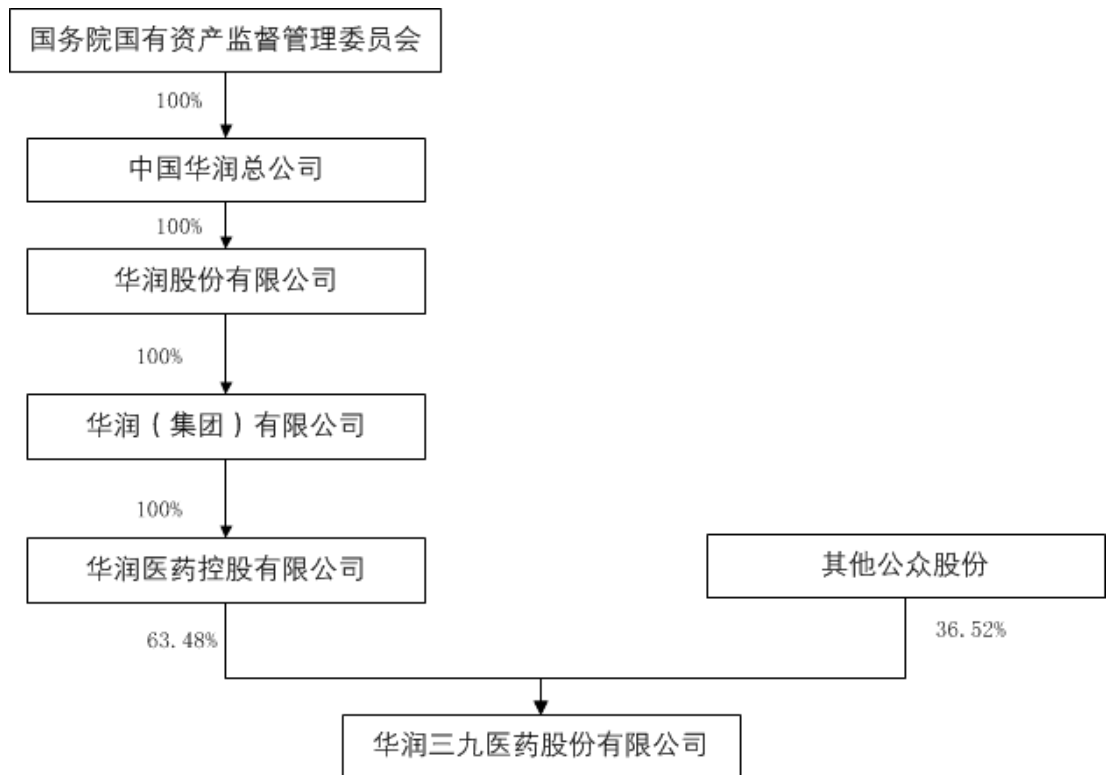


资料来源：平安证券研究所

## 5.2 股权结构

华润医药控股有限公司持有公司 63.48% 的股份，为公司的控股股东；中国华润总公司间接持有华润医药控股有限公司 100% 的股份，为本公司的实际控制人。

图表11 公司股权结构



资料来源：公司年报，平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>流动资产</b>	3505	4382	5663	7050	<b>营业收入</b>	4365	5183	6297	7520
现金	1731	2434	3194	4173	营业成本	1686	2039	2472	2923
应收账款	308	375	450	541	营业税金及附加	21	24	30	35
其他应收款	47	69	75	95	营业费用	1356	1610	1956	2335
预付账款	115	103	147	161	管理费用	386	458	556	664
存货	490	475	647	723	财务费用	-15	-39	-54	-72
其他流动资产	813	926	1149	1358	资产减值损失	-4	11	4	8
<b>非流动资产</b>	2586	2469	2338	2203	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	18	18	18	投资净收益	27	18	23	20
固定资产	1048	1088	1044	959	<b>营业利润</b>	963	1097	1357	1646
无形资产	1141	1133	1125	1117	营业外收入	80	55	67	61
其他非流动资产	379	230	151	109	营业外支出	8	10	9	9
<b>资产总计</b>	6091	6850	8001	9253	<b>利润总额</b>	1034	1143	1415	1698
<b>流动负债</b>	1573	1682	1998	2254	所得税	175	187	235	280
短期借款	20	0	0	0	<b>净利润</b>	859	956	1180	1418
应付账款	501	492	665	746	少数股东损益	43	48	59	71
其他流动负债	1052	1189	1332	1508	<b>归属母公司净利润</b>	816	908	1121	1347
<b>非流动负债</b>	55	42	49	46	EBITDA	1072	1178	1432	1709
长期借款	3	3	3	3	EPS (元)	0.83	0.93	1.14	1.38
其他非流动负债	52	40	46	43					
<b>负债合计</b>	1627	1724	2046	2300					
少数股东权益	251	299	358	428	<b>主要财务比率</b>				
股本	979	979	979	979	<b>会计年度</b>	<b>2010A</b>	<b>2011E</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>
资本公积	1350	1350	1350	1350	<b>成长能力</b>				
留存收益	1888	2503	3272	4200	营业收入	-10.0%	18.7%	21.5%	19.4%
归属母公司股东权益	4213	4827	5597	6525	营业利润	8.8%	14.0%	23.6%	21.3%
<b>负债和股东权益</b>	6091	6850	8001	9253	归属于母公司净利润	15.0%	11.3%	23.4%	20.2%
					<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	61.4%	60.7%	60.7%	61.1%
					净利率(%)	18.7%	17.5%	17.8%	17.9%
					ROE(%)	19.4%	18.8%	20.0%	20.6%
					ROIC(%)	18.1%	17.8%	18.8%	19.5%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	26.7%	25.2%	25.6%	24.9%
					净负债比率(%)	2.82%	1.50%	1.27%	1.13%
					流动比率	2.23	2.61	2.83	3.13
					速动比率	1.92	2.32	2.51	2.81
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.74	0.80	0.85	0.87
					应收账款周转率	13	15	15	15
					应付账款周转率	3.56	4.11	4.27	4.14
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	0.83	0.93	1.14	1.38
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	0.99	1.06	1.34
					每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.93	5.72	6.67
					<b>估值比率</b>				
					P/E	22.16	19.91	16.13	13.42
					P/B	4.29	3.75	3.23	2.77
					EV/EBITDA	15.51	14.11	11.60	9.72

现金流量表				
单位:百万元				
会计年度	2010A	2011E	2012E	2013E
<b>经营活动现金流</b>	848	965	1041	1311
净利润	859	956	1180	1418
折旧摊销	124	120	130	135
财务费用	-15	-39	-54	-72
投资损失	-27	-18	-23	-20
营运资金变动	-48	-39	-199	-147
其他经营现金流	-45	-14	7	-4
<b>投资活动现金流</b>	-68	12	17	15
资本支出	270	0	0	0
长期投资	-12	0	0	0
其他投资现金流	190	12	17	15
<b>筹资活动现金流</b>	-257	-275	-297	-347
短期借款	8	-20	0	0
长期借款	-37	0	0	0
普通股增加	0	0	0	0
资本公积增加	9	0	0	0
其他筹资现金流	-237	-255	-297	-347
<b>现金净增加额</b>	521	702	761	978



## 平安证券综合研究所投资评级：

### 股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在  $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

### 行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在  $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

### 分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。市场有风险，投资需谨慎。

### 免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

**中国平安 PINGAN**

**平安证券综合研究所**

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257