



华润三九 (000999): 业绩低于预期, 成长确定

行业分类: 医药

2012. 03. 07

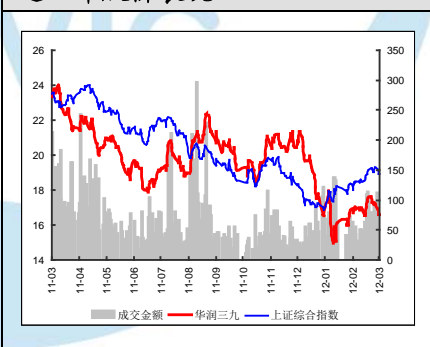
研究员: 张绍坤
(执业证书编号: S0640511010008)
联系人: 刁志学, 沈文文
电话: 0755-83520492、83688575
Email: diaozhixue@163.com

6 个月目标价	19.00
当前股价	16.17
投资评级	买入

基础数据

上证指数	2410.45
总股本 (亿)	9.79
流通 A 股 (亿)	3.55
流通 A 股市值 (亿)	57.44
总市值 (亿)	158.29
ROE	17.36%
资产负债率	36.17%
动态市盈率	17.02
动态市净率	3.48

近一年股价表现



事件回顾:

2011 年的年报显示, 公司年度营业收入为 552,522.29 万元, 同比增长 26.58%; 营业利润 92,683.79 万元, 同比减少 3.72%; 归属于上市公司股东的净利润 760,44.76 万元, 同比减少 6.81%; 归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为 733,73.99 万元, 同比减少 0.06%。

投资要点:

◆ 营业收入增速平稳, 整合效应初现

华润三九 2011 年营业收入同比实现了 26.58% 的增长, 其中公司自身销售业绩的部分为 50.88 亿元, 和我们此前的预期基本一致; 去年收购的本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科和北京北贸四家公司并入合并报表, 贡献的营业收入总和为 4.37 亿元, 占公司去年营业收入的 10.01 个百分点。从业务分类的角度分析的话, 主营的医药行业的收入为 470,158.87 万元, 同比增长了 26.64%; 包装印刷业务的收入为 41,091.58 万元, 同比增长了 19.63%; 医疗服务业务的收入为 29,424.95 万元, 同比增长了 44.83%; 海外贸易业务的收入为 6,893.61 万元, 同比减少了 1.79%。考虑到公司医药业务的进一步整合及公司于最近收购了顺峰药业, 我们预计公司的成长性从根本上得到了保证, 公司能够继续保持快速增长。

◆ 主营成本上升侵蚀净利润

公司的营业收入平稳增长, 但净利润却同比下滑了 6.81%, 基本每股收益为 0.78 元, 低于我们此前的预期。公司主营的制药业务中, OTC 业务的销售收入 31.77 亿元, 同比增长 24.89%, 毛利率为 63.07%, 同比下滑了 4.61 个百分点。其中, 核心的感冒品类、皮肤药品类及胃肠品类均保持着快速增长的势头。处方药业务的销售收入为 15.25 亿元, 同比增长 30.45%, 毛利率为 66.54%, 同比下滑了 4.19 个百分点。核心品种参附注射液、参麦注射液收入增长迅速。中药配方颗粒业务继续保持快速增长。抗生素业务受政策的影响, 业绩下滑在预料之中。综合以上各项业务, 制药业务的综合毛利率为 64.20%, 同比下滑了 2.68 个百分点, 这是导致公司净利润出现负增长的根本原因。进一步来说, 中药及白糖等原材料价格的上涨是关键因素。尤其是公司单一用量较大的白糖, 年用量在 3 万吨左右, 其价格在去年 8 月份达到高点, 然后开始回落, 低位运行了一段时间后, 又有所反弹。

◆ 积极进行成本控制

针对原材料成本的大幅上升, 公司积极应对, 包括: 第一, 加强价格监控, 搭建大宗采购平台, 灵活采购, 摊低原材料成本; 第二,

自建中药的 GAP 种植基地，实现部分原材料的自给自足，公司已建有麦冬、附子、鱼腥草、红花的 GAP 种植基地。

◆ 加大研发投入

2011 年，公司研发支出为 1.13 亿元，同比增长 39.49%，主要用于核心产品的二次开发及新产品的开发，其中在研新产品项目共计 35 项。

投资评级：

我们预计公司 12-14 年 EPS 分别为 0.95 元、1.12 元、1.25 元，对应的动态市盈率分别为 17.02 倍、14.44 倍和 12.94 倍，考虑到公司内部整合及外部并购顺峰药业之后能够带来的增长潜力，我们给予公司 20 倍的 PE，目标价 19.00 元，维持买入评级。

风险提示：

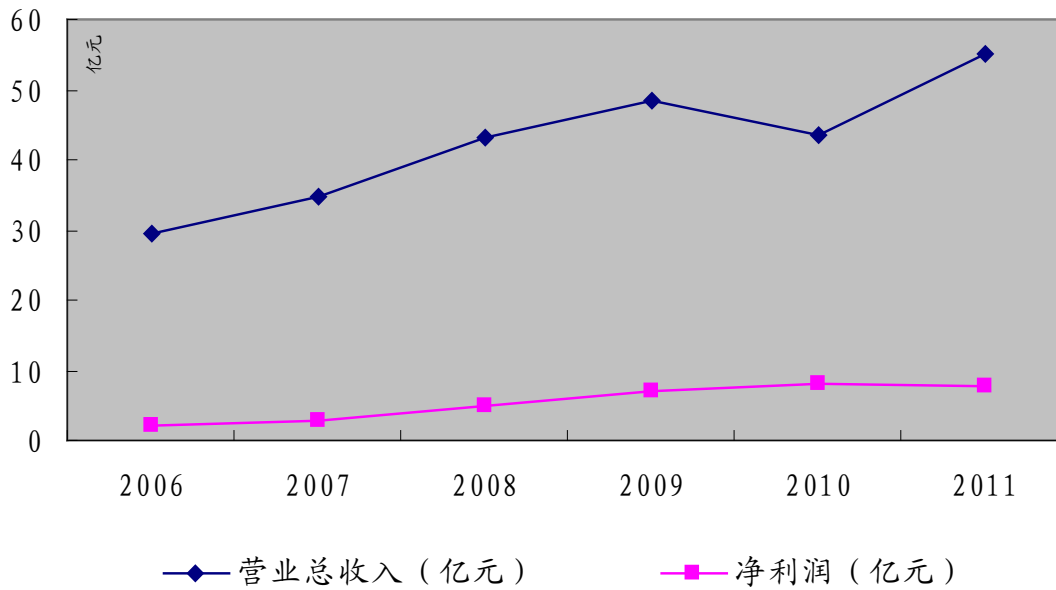
中药材原料和白糖价格上涨；药品降价；OTC 业务竞争日趋激烈。

图表 1：2011 年公司损益项目分析

损益项目	2011 年度	2010 年度	变动情况	原因
营业总收入	5,525,222,936.30	4,365,153,315.73	26.58%	公司自身销售增长；本溪三药、合肥神鹿、双鹤高科、北京北贸四家公司并入合并报表
营业税金及附加	70,775,974.39	20,593,208.96	243.69%	深圳市企业城市维护建设税税率由 1%上调至 7%，并从 2011 年开始征收地方教育附加费
销售费用	1,758,953,072.45	1,355,672,626.13	29.75%	主要是工资福利、市场推广费用增加及并表的四家企业的销售费率过高所致。
管理费用	507,390,738.27	385,533,706.11	31.61%	主要是由于研发投入、工资福利及其它费用的增加所致
资产减值损失	11,799,934.62	-3,721,773.35	-417.05%	主要由于计提的存货及固定资产减值准备增加所致
投资收益	2,238,919.32	27,225,979.43	-91.78%	主要是由于处置子公司产生的收益大幅减少所致
营业外收入	42,054,731.99	79,587,285.35	-47.16%	非流动资产处置利得大幅减少，主要是固定资产处置利得大幅减少
营业外支出	20,780,714.30	8,191,761.67	153.68%	主要是固定资产处置损失及赔偿损失大幅增加所致
所得税费用	132,986,186.40	174,923,119.80	-23.97%	主要是部分子公司所得税税率降低及递延所得税的影响
少数股东损益	54,678,168.96	43,118,190.26	26.81%	主要是非全资子公司净利润有所增长所致
其他综合收益	-4,138,054.88	-1,910,517.83	116.59%	由于外币报表折算差额所致

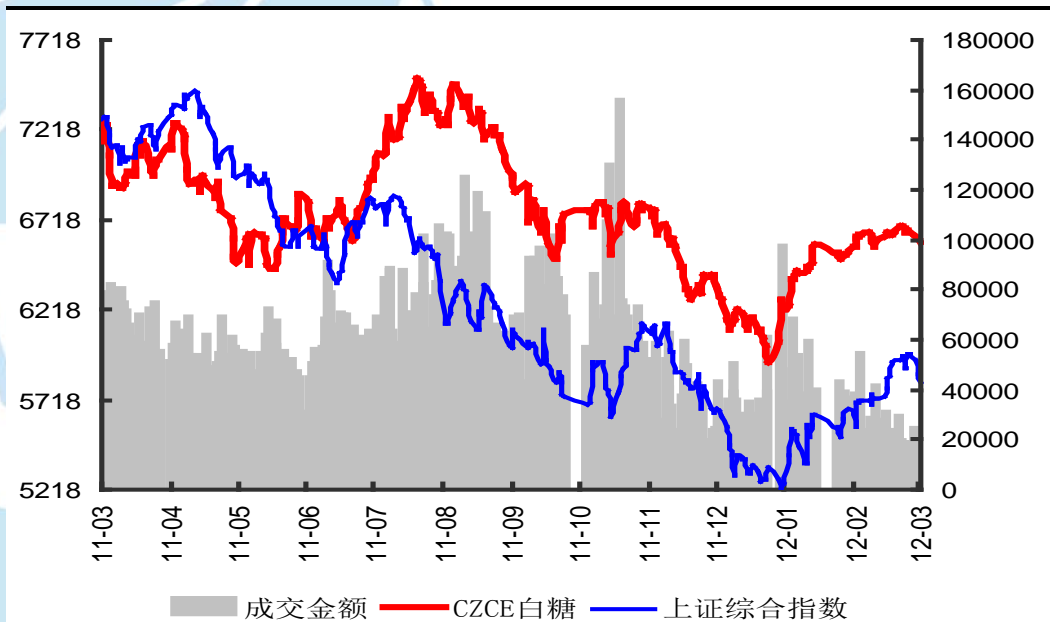
数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

图表 2: 公司历年营业收入和净利润走势图



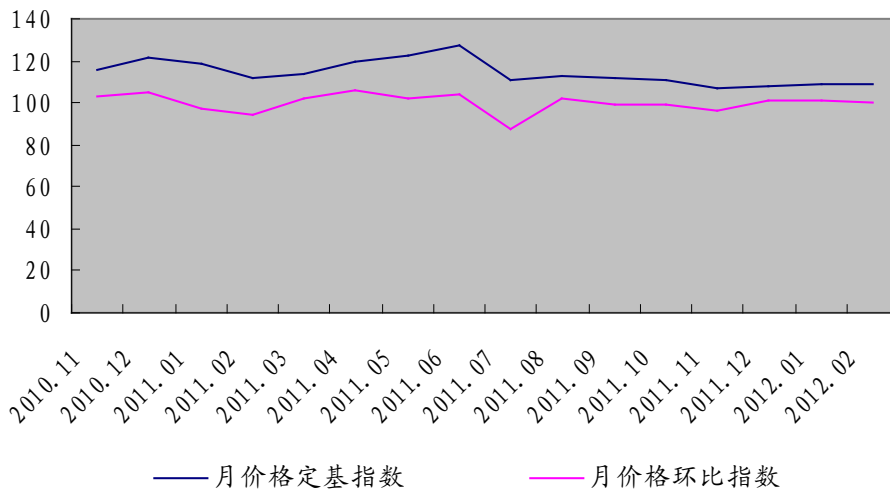
数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 3: 白糖期货价格走势图谱



数据来源: wind, 中航证券金融研究所

图表 4：成都中药材价格指数走势图



数据来源：成都中药材指数网，中航证券金融研究所



图表 5：公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
医药行业						
营业收入(百万元)	4176.61	3712.59	4701.59	6029.79	7235.75	8331.97
增加额(百万元)	824.57	-464.02	989.00	1328.20	1205.96	1096.22
增长幅度(%)	24.60	-11.11	26.64	28.25	20.00	15.15
毛利率(%)	53.86	66.88	64.20	61.85	61.00	60.25
包装印刷						
营业收入(百万元)	311.73	343.49	410.92	455.09	504.01	558.19
增加额(百万元)	23.03	31.76	67.43	44.17	48.92	54.18
增长幅度(%)	7.98	10.19	19.63	10.75	10.75	10.75
毛利率(%)	27.17	31.24	28.71	27.75	27.15	26.50
医疗服务						
营业收入(百万元)	159.27	203.17	294.25	355.31	426.90	512.92
增加额(百万元)	39.60	43.90	91.08	61.06	71.59	86.02
增长幅度(%)	33.09	27.56	44.83	20.75	20.15	20.15
毛利率(%)	27.35	25.52	25.01	25.01	25.01	25.01
其它业务						
营业收入(百万元)	179.39	83.86	99.71	104.70	109.93	115.43
增加额(百万元)	-376.38	-95.53	15.85	4.99	5.23	5.50
增长幅度(%)	-67.72	-53.25	18.90	5.00	5.00	5.00
毛利率(%)	31.55	29.45	37.39	31.55	31.55	31.55
其他假设						
营业费用/营业收入(%)	24.03	31.06	31.83	32.15	32.04	32.08
管理费用/营业收入(%)	7.58	8.83	9.18	8.75	8.60	8.60
税率(%)	15.80	16.92	14.03	15.14	15.14	15.00

数据来源：公司年报，中航证券金融研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	4146	4433	5747	7226	营业收入	5525	6945	8277	9519
现金	2023	2036	3004	4168	营业成本	2267	2968	3585	4186
应收账款	443	520	620	732	营业税金及附加	71	80	83	95
其他应收款	53	79	87	101	营业费用	1759	2233	2652	3054
预付账款	69	129	155	173	管理费用	507	608	712	819
存货	684	821	1030	1198	财务费用	-16	-80	-101	-145
其他流动资产	875	847	850	853	资产减值损失	12	9	9	10
非流动资产	3453	4003	4008	3932	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	18	19	19	投资净收益	2	12	11	10
固定资产	1347	1955	2148	2125	营业利润	927	1140	1348	1510
无形资产	1288	1362	1445	1534	营业外收入	42	53	54	56
其他非流动资产	799	667	396	254	营业外支出	21	13	13	14
资产总计	7599	8436	9755	11157	利润总额	948	1179	1389	1552
流动负债	2636	2514	2879	3191	所得税	133	178	209	233
短期借款	61	39	43	45	净利润	815	1000	1179	1319
应付账款	629	797	990	1146	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1946	1677	1845	1999	归属母公司净利润	760	933	1098	1227
非流动负债	113	67	78	84	EBITDA	1050	1228	1467	1611
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.78	0.95	1.12	1.25
其他非流动负债	109	64	75	80					
负债合计	2748	2581	2957	3275	主要财务比率				
少数股东权益	306	373	454	547	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积	1207	1207	1207	1207	营业收入	26.6%	25.7%	19.2%	15.0%
留存收益	2367	3299	4163	5154	营业利润	-3.7%	22.9%	18.3%	12.0%
归属母公司股东权益	4545	5481	6344	7335	归属于母公司净利润	-6.8%	22.6%	17.8%	11.7%
负债和股东权益	7599	8436	9755	11157	获利能力				
					毛利率 (%)	59.0%	57.3%	56.7%	56.0%
					净利率 (%)	13.8%	13.4%	13.3%	12.9%
					ROE (%)	16.7%	17.01%	17.3%	16.7%
					ROIC (%)	30.6%	26.3%	30.0%	32.9%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	36.2%	30.6%	30.3%	29.4%
					净负债比率 (%)	2.38%	1.67%	1.60%	1.49%
					流动比率	1.57	1.76	2.00	2.26
					速动比率	1.31	1.43	1.63	1.88
					营运能力				
					总资产周转率	0.81	0.87	0.91	0.91
					应收账款周转率	7	7	7	7
					应付账款周转率	4.02	4.16	4.01	3.92
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.78	0.95	1.12	1.25
					每股经营现金流 (最新摊薄)	0.98	0.86	1.21	1.38
					每股净资产 (最新摊薄)	4.64	5.60	6.48	7.49
					估值比率				
					P/E	21.06	17.17	14.58	13.06
					P/B	3.52	2.92	2.52	2.18
					EV/EBITDA	14	12	10	9

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容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。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。