

华润三九 (000999)  
 买入/维持评级  
 股价: RMB16.17

分析师  
 胡骥  
 SAC 执业证书编号:s1000511110003  
 0755-83201063  
 huji@mail.htlhsc.com.cn

联系人  
 朱建华  
 (0755)8212 5071  
 zhujh@mail.htlhsc.com.cn

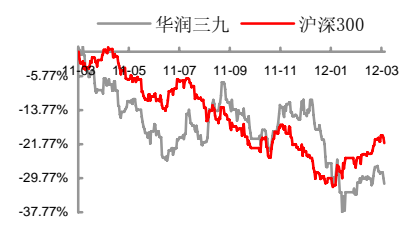
相关研究

- 《雨露滋润 香飘九里》2010-11
- 《法国认证, 一箭双雕》2011-01
- 《行业变革可靠之选》2011-03
- 《成本上升, 稳定增长趋势不变》2011-04
- 《收入利润同步增长可期》2011-10

基础数据

总股本 (百万股)	979
流通 A 股 (百万股)	979
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	15,829

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

# 成本税收拖累业绩, 恢复性增长可期

事件: 华润三九 2011 年实现营业收入 55.25 亿元, 同比增长 26.6%; 归属于上市公司股东净利润 7.60 亿元, 同比下降 6.8%, EPS 为 0.78 元。

- 成本上升拖累利润:** 中药材及白糖价格自 2010 年 7 月份开始大幅上涨, 受其影响, 2011 年公司中药材及白糖成本处于高位, 表现为营业收入增长 26.6% 的同时营业成本增长 34.5%, 医药工业毛利率由 66.9% 下降至 64.2%。中药材价格及糖价自 2011 年 8 月份开始回落, 考虑到消化库存时间, 我们认为 2012 年公司成本压力将得到缓解, 收入与利润将同步增长。
- 税收影响超 5000 万:** 营业税金及附加为 7078 万元, 较去年同期增加 5018 万元, 直接影响公司 EPS0.05 元。销售费用率为 31.83%, 保持稳定; 管理费用率为 9.18%, 有所增加, 主要是由于新合并的本溪三药等四家企业管理费用率较高影响所致。
- 外延式发展提供增长新动力:** 2011 年公司完成收购集团下属本溪三药等四家企业, 为公司提供 4.37 亿元营业收入增量。公司已于今年 2 月初与顺峰药业签订股权合同, 将完善公司皮肤用药产品线, 构建公司在皮肤用药领域的领导地位。通过外延式发展, 公司获得的温胃舒、养胃舒、气滞胃痛颗粒、舒血宁、顺峰康王等多个优势品种, 借助于公司的渠道和品牌优势, 有望实现协同效应, 成为公司增长的新动力。
- 产品亮点纷呈:** 核心品种三九胃泰, 及强力枇杷露、小儿感冒系列及皮肤要新品实现超过 50% 增长。OTC 业务实现收入 31.77 亿元, 同比增长 24.89%, 处方药业务实现收入 15.25 亿元, 同比增长 30.35%。以产品、品牌及渠道优势为基础, 在新增加品种的带动下公司有望保持较高增长。
- 盈利预测及估值:** 由于中药材及白糖价格开始回落, 顺峰药业的收购也有望于上半年完成, 我们预测公司 2012~2014 年营业收入为 66.66、80.58 和 95.52 亿元, EPS 为 0.95、1.13 和 1.37 元, 对应 PE 分别为 17.0、14.3 和 11.8 倍, 维持“买入”评级。
- 风险提示:** 业务整合存在不确定性; 原材料价格上涨; 药品价格下降。

经营预测与估值	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入(百万元)	5525.2	6665.8	8058.1	9551.9
(+/-%)	26.58%	20.64%	20.89%	18.54%
归属母公司净利润(百万元)	760.4	927.9	1111.0	1343.2
(+/-%)	-6.81%	22.02%	19.73%	20.90%
EPS(元)	0.78	0.95	1.13	1.37
P/E(倍)	20.7	17.0	14.3	11.8

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

## 目 录

收入利润同步增长可期.....	4
费用控制良好.....	5
风险提示.....	6

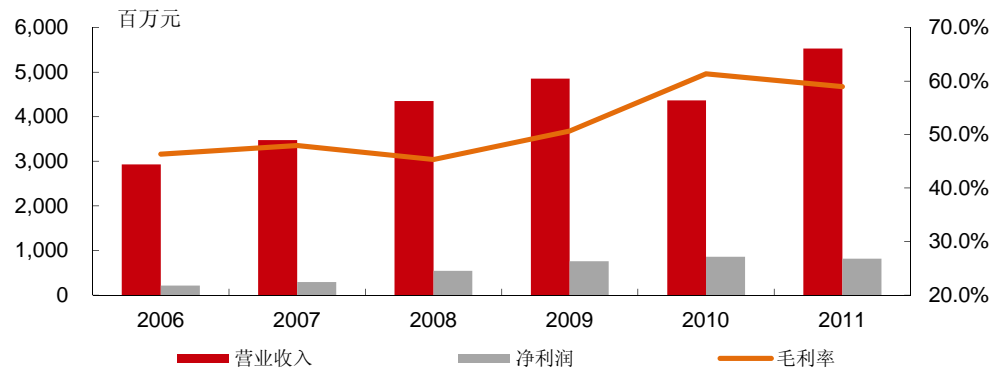
## 图表目录

图表 1 收入保持稳定，毛利率继续下降 .....	4
图表 2 白糖价格开始下降 .....	4
图表 3 中药材价格迅速回落 .....	5
图表 4 销售费用率及管理费用率略有升高 .....	5
图表 5 营业税金及附加大幅增加 .....	6

## 收入利润同步增长可期

2011 年华润三九实现营业收入 55.25 亿元，同比增长 26.6%；归属于上市公司股东净利润 7.60 亿元，同比下降 6.8%，EPS 为 0.78 元。剔除新合并本溪三药等四家企业 4.37 亿元的收入后，公司 2011 年收入 50.88 亿元，同比增长 16.56%。

图表 1 收入保持稳定，毛利率继续下降



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

白糖、中药材价格自 2010 年 7 月开始迅速上涨，在 2011 年 8 月份开始回落，考虑到消化库存时间，2011 年公司中药材及白糖成本处于高位，受其影响，公司在营业收入增长 26.6% 的同时营业成本增长 34.5%，医药工业毛利率由 66.9% 下降至 64.2%。我们认为 2012 年公司成本压力将得到缓解，利润增长有望超过收入增长。

公司的核心品种，三九感冒灵、三九胃泰及中药配方颗粒等均需使用大量白糖，白糖是公司主要原料之一。白糖价格自 8 月份达到 7750 元/吨后，开始稳步下降，现已降至 6480 元/吨。我们认为当前糖价仍处于相对高位，未来糖价再大幅上涨是小概率事件，2012 年白糖成本与去年持平甚至略低。

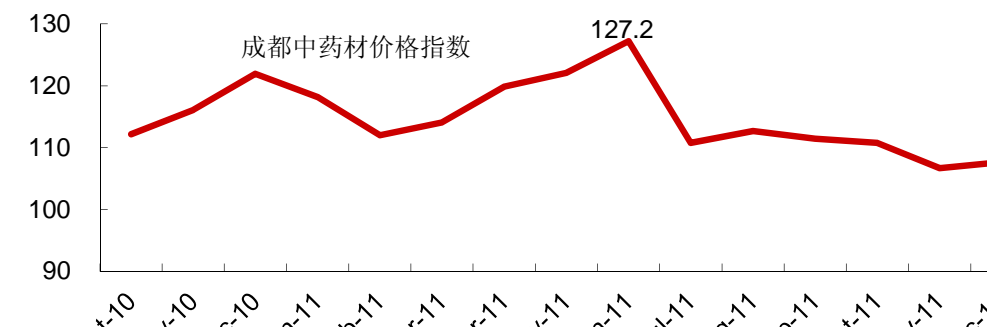
图表 2 白糖价格开始下降



数据来源：wind，华泰联合证券研究所

中药材价格大幅上涨对中成药生产企业影响同样显著。随着发改委限制囤积及游资炒作，中药材价格指数已迅速回落。公司已建有麦冬、附子、鱼腥草及红花 GAP 种植基地，GAP 基地数量在国内位居第三位。同时，公司开始对核心品种的中药材进行实验性种植，一方面可以保证中药材的来源及品质，另一方面也有利于应对中药材的价格波动，中药材成本压力有望得到缓解。

图表 3 中药材价格迅速回落

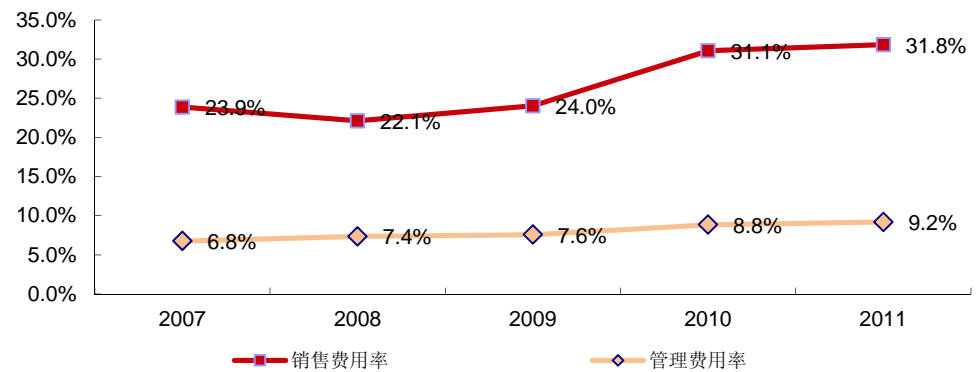


数据来源: wind, 华泰联合证券研究所

## 费用控制良好

2011 年管理费用率和销售费用率分别为 31.8%和 9.2%，有不同程度升高，主要原因是新纳入合并范围的本溪三药等四家企业管理费用率及销售费用率较高。

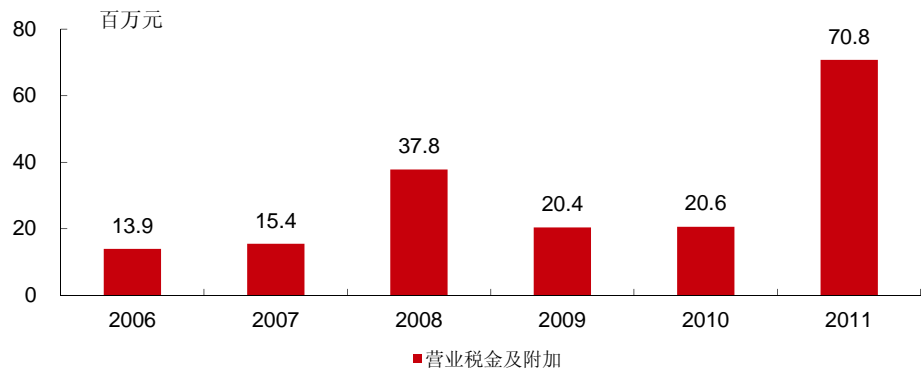
图表 4 销售费用率及管理费用率略有升高



数据来源: 公司历年年报、中报, 华泰联合证券研究所

受销售收入增长及城建税率提高影响，2011 年公司营业税金及附加达到 7078 万元，较去年同期的 2059 万元，大幅增加 5018 万元，增幅达到 244%，直接影响 EPS 约为 0.05 元。

图表 5 营业税金及附加大幅增加



数据来源：公司公告，华泰联合证券研究所

## 风险提示

业务整合的效果存在不确定性；  
白糖、中药材等原材料价格继续上涨；  
药品价格继续下降。

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
	2011	2012E	2013E	2014E		2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>	4146	4192	4844	6102	<b>营业收入</b>	5525	6666	8058	9552
现金	2023	1509	1619	2164	营业成本	2267	2785	3486	4214
应收账款	443	559	613	793	营业税金及附加	71	80	99	116
其他应收款	53	72	84	101	营业费用	1759	2066	2417	2770
预付账款	69	97	132	195	管理费用	507	567	661	764
存货	684	823	1037	1251	财务费用	-16	-7	-8	-9
其他流动资产	875	1132	1359	1598	资产减值损失	12	11	7	10
<b>非流动资产</b>	3453	4075	4795	5337	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	19	19	19	19	投资净收益	2	0	0	0
固定资产	1347	2228	2943	3520	<b>营业利润</b>	927	1163	1396	1686
无形资产	1288	1275	1341	1368	营业外收入	42	0	0	0
其他非流动资产	799	553	492	431	营业外支出	21	0	0	0
<b>资产总计</b>	7599	8267	9639	11439	<b>利润总额</b>	948	1163	1396	1686
<b>流动负债</b>	2636	2364	2542	2921	所得税	133	174	209	253
短期借款	61	0	0	0	<b>净利润</b>	815	989	1187	1433
应付账款	629	760	918	1089	少数股东损益	55	61	76	90
其他流动负债	1946	1604	1624	1832	<b>归属母公司净利润</b>	760	928	1111	1343
<b>非流动负债</b>	113	62	69	57	EBITDA	911	1259	1538	1871
长期借款	4	4	4	2	EPS (元)	0.78	0.95	1.13	1.37
其他非流动负债	109	57	65	55					
<b>负债合计</b>	2748	2426	2611	2978	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	306	366	442	532		<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>
股本	979	979	979	979	<b>成长能力</b>				
资本公积	1207	1207	1207	1207	营业收入	26.6%	20.6%	20.9%	18.5%
留存收益	2367	3295	4406	5749	营业利润	-3.7%	25.5%	20.0%	20.8%
归属母公司股东权益	4545	5475	6586	7929	归属于母公司净利润	-6.8%	22.0%	19.7%	20.9%
<b>负债和股东权益</b>	7599	8267	9639	11439	<b>获利能力</b>				
					毛利率(N)	59.0%	58.2%	56.7%	55.9%
<b>现金流量表</b>					净利率(N)	13.8%	13.9%	13.8%	14.1%
					ROE(%)	16.7%	16.9%	16.9%	16.9%
					ROIC(%)	30.5%	25.1%	23.6%	24.2%
<b>经营活动现金流</b>	955	405	972	1275	<b>偿债能力</b>				
净利润	815	989	1187	1433	资产负债率(N)	36.2%	29.3%	27.1%	26.0%
折旧摊销	0	102	150	193	净负债比率(N)	2.38%	0.18%	0.16%	0.14%
财务费用	-16	-7	-8	-9	流动比率	1.57	1.77	1.91	2.09
投资损失	-2	0	0	0	速动比率	1.31	1.42	1.49	1.65
营运资金变动	0	-983	-425	-555	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	158	304	68	213	总资产周转率	0.81	0.84	0.90	0.91
<b>投资活动现金流</b>	-385	-864	-870	-740	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	410	866	792	700	应付账款周转率	4.02	4.01	4.15	4.20
长期投资	-5	0	0	0	<b>每股指标(元)</b>				
其他投资现金流	20	2	-77	-40	每股收益(最新摊薄)	0.78	0.95	1.13	1.37
<b>筹资活动现金流</b>	-345	-55	8	9	每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.41	0.99	1.30
短期借款	41	-61	0	0	每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.59	6.73	8.10
长期借款	1	0	0	-2	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	20.82	17.06	14.25	11.78
资本公积增加	-143	0	0	0	P/B	3.48	2.89	2.40	2.00
其他筹资现金流	-245	7	8	12	EV/EBITDA	15	11	9	8
<b>现金净增加额</b>	224	-514	110	545					



**华泰联合证券评级标准:**

时间段 报告发布之日起6个月内  
 基准市场指数 沪深300(以下简称基准)

**股票评级**

买入 股价超越基准20%以上  
 增持 股价超越基准10%-20%  
 中性 股价相对基准波动在±10%之间  
 减持 股价弱于基准10%-20%  
 卖出 股价弱于基准20%以上

**行业评级**

增持 行业股票指数超越基准  
 中性 行业股票指数基本与基准持平  
 减持 行业股票指数明显弱于基准

**深圳**

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦25层  
 邮政编码: 518048  
 电话: 86 755 8249 3932  
 传真: 86 755 8249 2062  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**上海**

上海浦东银城中路68号时代金融中心45层  
 邮政编码: 200120  
 电话: 86 21 5010 6028  
 传真: 86 21 6849 8501  
 电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

**免责声明**

本报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合”)签约客户使用。华泰联合不因接收到本报告而视其为华泰联合的客户。客户应当认识到有关本报告的短信、邮件提示及电话推荐仅为研究观点的简要沟通,对本报告的参考使用须以本报告的完整版本为准。

本报告是基于华泰联合认为可靠的、已公开的信息编制,但华泰联合不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告最初出具日的观点和判断,本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会出现不同程度的波动,涉及证券或投资标的的以往表现不应作为日后表现的保证。在不同时期,或因使用不同假设和标准,采用不同观点和分析方法,致使华泰联合发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告,对此华泰联合可不发出特别通知。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给了华泰联合客户作参考之用,在任何情况下并不构成私人咨询建议,也没有考虑到个别客户的投资目标或财务状况;同时并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的广告、要约或向人作出的要约邀请。

市场有风险,投资需谨慎。本报告中所述证券不一定能在所有的国家和地区向所有类型的投资者销售,投资者应当对本报告中的信息和意见进行独立评估,并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求,必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专业顾问的意见。在任何情况下,华泰联合不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

华泰联合是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资咨询、投资管理等多项业务的全国性综合类证券公司。在法律许可的情况下,华泰联合投资业务部门可能会持有报告中提及公司所发行的证券头寸并进行交易,可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务,可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。华泰联合的投资顾问、销售人员、交易人员以及其他类别专业人士可能会依据不同的信息来源、不同假设和标准,采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。华泰联合没有将此意见及建议向本报告所有接收者进行更新的义务。华泰联合利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门、集团或关联机构间的信息流动。撰写本报告的证券分析师的薪酬由研究部门管理层和公司高级管理层全权决定,分析师的薪酬不是基于华泰联合投资银行收入而定,但是分析师的薪酬可能与投行整体收入有关,其中包括投行、销售与交易业务。

华泰联合的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。华泰联合向所有客户同时分发电子版研究报告。华泰联合对本报告具有完全知识产权,未经华泰联合事先书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式转发、翻版、复制、刊登、发表或引用。若华泰联合以外的机构向其客户发放本报告,则由该机构独自为此发送行为负责,华泰联合对此等行为不承担任何责任。本报告同时不构成华泰联合向发送本报告的机构之客户提供的投资建议。