

处方药业务快速增长至收入超预期

华润三九 (000999.SZ)

谨慎推荐 维持评级

投资要点:

1. 事件

公司发布 2012 年一季报: 报告期内, 公司实现营业收入 17.64 亿元, 同比增长 32.48%; 归属上市公司股东的净利润 3.07 亿元, 同比增长 36.90%, 每股收益 0.31 元。

2. 我们的分析与判断

(一)、处方药业务快速增长至收入超预期

报告期内, 公司实现营业收入 17.64 亿元, 同比增长 32.48%, 主要是处方药业务快速增长致使收入增速超预期。我们认为, 公司 OTC 产品增速超过 20%, 中药配方颗粒增速超过 30%。在处方药业务板块, 中药注射剂和抗生素产品由于去年同期基数较低实现了较好的增长, 是收入超预期的主要贡献来源。

(二)、毛利率压力有所缓解

报告期内, 公司综合毛利率 60.09%, 去年同期为 59.68%, 同比略有提升。2011 年公司受药材及辅料成本提升的影响, 毛利率水平受到较大压制, 影响了公司利润增速。今年一季度中药材价格有所回落, 未来仍有下降的趋势, 毛利率压力将有所缓解, 未来利润增速有望高于收入增速。

(三)、费用率降低显现规模优势

报告期内, 公司销售费用率为 29.78%, 同比下降 1.2 个百分点, 管理费用率为 6.6%, 同比下降 0.5 个百分点。我们认为, 随着公司规模扩张, 规模效应所带来的优势将继续显现, 未来销售费用率和管理费用率仍有下降的空间。

3. 投资建议

我们认为公司作为我国 OTC 领域的龙头企业, 具有很好的品牌优势和渠道优势, 收入规模将继续保持较快增长, 未来随着成本压力的缓解, 净利润增速将高于收入增速。此外, 公司的中药注射剂也是我们看好的板块之一。暂不考虑后续的外延式收购, 我们预测 2012~2013 年每股盈利 1.02 元和 1.23 元, 对应当前 PE18X 和 15X, 维持“谨慎推荐”评级。

分析师

黄国珍 行业分析师

☎: (8621) 2025 2609

✉: huangguozhen@chinastock.com.cn

执业证书编号: S0130511100004

特此鸣谢

郭思捷 ☎: (8610) 8357 4110

✉: guosijie@chinastock.com.cn

对此报告编制提供信息

市场数据 时间 2012.04.26

A 股收盘价(元)	18.01
A 股一年内最高价(元)	18.74
A 股一年内最低价(元)	14.27
上证指数	2404.70
市净率	3.88
总股本(万股)	97890.00
实际流通 A 股(万股)	35524.35
限售的流通 A 股(万股)	62365.65
流通 A 股市值(亿元)	63.98

表 1: 华润三九 (000999.SZ) 财务报表预测

资产负债表						利润表					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
货币资金	173,121	202,257	212,476	309,694	427,276	营业收入	436,515	552,522	708,255	847,731	1,012,326
应收票据	81,301	87,410	141,651	169,546	202,465	营业成本	168,623	226,739	288,674	344,901	409,241
应收账款	30,791	44,306	70,825	84,773	101,233	营业税金及附加	2,059	7,078	9,072	10,859	12,968
预付款项	11,547	6,929	8,822	10,540	12,506	销售费用	135,567	175,895	219,559	262,797	313,821
其他应收款	4,680	5,334	6,838	8,184	9,773	管理费用	38,553	50,739	63,743	76,296	91,109
存货	49,044	68,353	87,024	103,975	123,371	财务费用	(1,456)	(1,569)	(525)	(718)	(1,105)
长期股权投资	1,811	1,888	1,888	1,888	1,888	资产减值损失	(372)	1,180	1,180	1,180	1,180
固定资产净额	104,798	134,720	122,082	138,731	124,668	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
在建工程	29,179	61,514	91,514	61,514	61,514	投资收益	2,723	224	200	200	200
无形资产净值	114,062	128,764	128,456	128,136	127,804	营业利润	96,263	92,684	126,752	152,617	185,312
递延所得税资产	4,751	5,964	5,964	5,964	5,964	营业外净收入	7,140	2,127	0	0	0
资产总计	609,116	759,904	895,706	1,047,199	1,229,297	税前利润	103,403	94,811	126,752	152,617	185,312
短期借款	2,000	6,126	6,126	6,126	6,126	所得税	17,492	13,299	20,280	24,419	29,650
应付票据	10,531	17,593	17,320	20,694	24,554	净利润	85,910	81,513	106,472	128,198	155,662
应付账款	50,071	62,854	80,829	96,572	114,588	归属母公司净利润	81,598	76,045	100,134	120,567	146,396
预收款项	10,264	18,884	24,207	28,974	34,599	少数股东损益	4,312	5,468	6,338	7,631	9,266
应付职工薪酬	18,108	25,085	28,848	33,175	38,151	基本每股收益	0.83	0.78	1.02	1.23	1.50
应交税费	11,524	11,269	11,269	11,269	11,269	摊薄每股收益	0.83	0.78	1.02	1.23	1.50
其他应付款	20,984	120,591	120,591	120,591	120,591						
一年内到期的非	2,300	0	0	0	0						
长期借款	295	426	426	426	426						
长期应付款	0	0	0	0	0						
专项应付款	0	299	299	299	299						
其他非流动负债	4,520	8,759	14,450	19,547	25,561						
负债合计	162,739	274,848	311,167	338,836	377,328						
所有者权益合计	446,377	485,056	583,376	701,561	845,166						
现金流量表						财务指标					
	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E		2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
净利润	85,910	81,513	106,472	128,198	155,662	成长性					
折旧与摊销	0	0	14,003	14,188	14,929	营业收入增长率	-10%	27%	28%	20%	19%
经营活动现金流	76,889	81,410	42,507	107,312	128,834	EBIT 增长率	2%	0%	38%	20%	21%
投资活动现金流	0	0	(30,300)	(800)	(300)	净利润增长率	15%	-7%	32%	20%	21%
融资活动现金流	0	0	(7,626)	(9,295)	(10,952)	盈利能力					
净现金流	76,889	81,410	4,581	97,217	117,582	毛利率	61%	59%	59%	59%	60%
期初现金余额	127,325	173,121	202,257	212,476	309,694	净利率	19%	14%	14%	14%	14%
期末现金余额	204,213	254,532	206,837	309,694	427,276	EBITDA/营业收入	24%	19%	20%	20%	20%
						ROE	19%	17%	18%	18%	18%
						ROIC	17%	16%	18%	18%	18%
						估值指标					
						PE	22	23	18	15	12
						P/S	4	3	2	2	2
						P/B	4	4	3	3	2
						EV/EBITDA	16	15	11	9	7
						股息收益率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%

资料来源: 中国银河证券研究部

评级标准

银河证券行业评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）超越交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报。该评级由分析师给出。

中性：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）与交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：行业指数（或分析师团队所覆盖公司组成的行业指数）低于交易所指数（或市场中主要的指数）平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

银河证券公司评级体系：推荐、谨慎推荐、中性、回避

推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 20% 及以上。该评级由分析师给出。

谨慎推荐：是指未来 6-12 个月，公司股价超越分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% - 20%。该评级由分析师给出。

中性：是指未来 6-12 个月，公司股价与分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报相当。该评级由分析师给出。

回避：是指未来 6-12 个月，公司股价低于分析师（或分析师团队）所覆盖股票平均回报 10% 及以上。该评级由分析师给出。

黄国珍，行业分析师。本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，本人承诺，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接受到任何形式的补偿。本人承诺不利用自己的身份、地位和执业过程中所掌握的信息为自己或他人谋取私利。

免责声明

本报告由中国银河证券股份有限公司（以下简称银河证券，银河证券已具备中国证监会批复的证券投资咨询业务资格）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于银河证券。未经银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询证券投资顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的银河证券网站以外的地址或超级链接，银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给银河证券客户的，属于机密材料，只有银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非银河证券客户，请及时退回并删除。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为银河证券的商标、服务标识及标记。

银河证券版权所有并保留一切权利。

联系

中国银河证券股份有限公司 研究部

北京市西城区金融街35号国际企业大厦C座

上海浦东新区富城路99号震旦大厦26楼

深圳市福田区福华一路中心商务大厦26层

公司网址：www.chinastock.com.cn

机构请致电：

北京地区：傅楚雄 010-83574171 fuchuxiong@chinastock.com.cn

上海地区：于淼 021-20257811 yumiao_jg@chinastock.com.cn

深广地区：詹璐 0755-83453719 zhanlu@chinastock.com.cn