

中航证券金融研究所 张绍坤  
 证券执业证书号: S0640511040001  
 电话: 0755-83689524  
 邮箱: zskscstock@yahoo.com.cn

股市有风险 入市须谨慎

## 华润三九（000999）季报点评： 业绩增长稳健，OTC 增速小幅上升

行业分类：医药

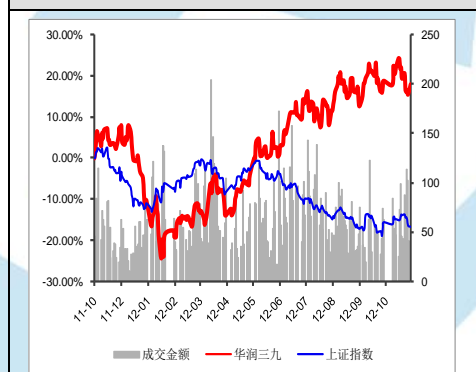
2012 年 10 月 30 日

公司投资评级	买入
6-12 个月目标价	25.50
当前股价（12.10.29）	22.72

### 基础数据

上证指数	2058.94
总股本（亿）	9.79
流通 A 股（亿）	3.55
流通 B 股（亿）	0
流通 A 股市值（亿）	80.71
每股净资产（元）	5.16
ROE（2012Q3）	15.44%
资产负债率	30.76%
动态市盈率	22.27
市净率	4.40

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

### 2012 年三季度报告：

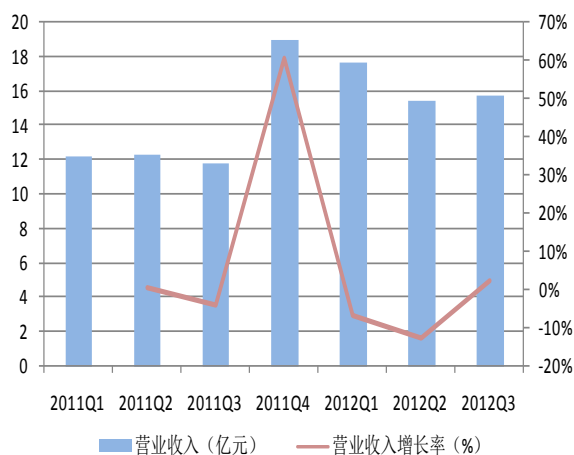
- 公司三季度实现营业收入157,558.64万元，同比增长22.94%；利润总额28,150.35万元，同比增长25.11%；归属于上市公司股东的净利润22,504.29万元，同比增长23.48%。
- 处方药业务继续快速增长。三季度，公司的处方药业务依然保持着快速增长的趋势，预计在 50%左右，主要系：1）核心的注射液类产品参附、参麦、华蟾素等继续保持着同比 50%以上的高增长势头，使得中药处方药业务收入大幅增长；2）限抗政策确定之后，公司的抗生素业务今年回暖，而由于今年抗生素原材料的价格一直在低位运行，我们预计今年抗生素业务的毛利率也会有所反弹；3）中药配方颗粒业务继续快速增长，之前由于产能限制，其增长速度有所下滑，但随着新增 300 吨产能逐步投产，产能限制得到有效缓解，我们预计未来该项业务能继续保持在 30%左右的增速。
- OTC 业务同比增长加速。上半年，由于基数较大，公司的 OTC 业务同比增速为 11.79%，相对较低。但考虑到公司销售推广力度的加强及并入管理后的产品销售的快速增长，OTC 业务的同比增速加快，我们预计三季度的同比增长率在 13%-20%之间。
- 顺峰药业销售良好。通过收购顺峰药业，公司的皮肤类药品得到完善，顺峰药业没有自建的销售渠道，收购完成后，公司将相关产品纳入到了现有的销售体系中，增长迅速，我们预计在 30%左右。我们看好顺峰旗下的药品在华润三九的销售体系中焕发青春，保持年 30%的增长速度。
- 品类规划或释放潜在的并购需求。公司的 OTC 业务下的八大品类，目前经营规模和品牌知名度比较靠前的是感冒、皮肤和胃肠，余下的五个品类相比较之下，规模较小，仍需要进一步的完善和发展，这也是公司未来发展的重心，当前公司的现金流比较充裕，我们预计公司未来会大概率通过自主研发或外部并购等手段完善品类规划。
- 风险因素：药品降价的风险；中药材价格上涨的风险；白糖价格波动的风险。
- 我们维持原来的收入预测，预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.19 元和 1.33 元，对应的动态市盈率分别为 22.27 倍、19.09 倍和 17.08，考虑到公司的成长性比较确定及未来的并购预期，我们给予公司 25 倍的市盈率，目标价 25.50 元，维持买入评级。

联系人：沈文文 联系人电话：0755-83688575  
 联系人邮箱：leechun6@gmail.com

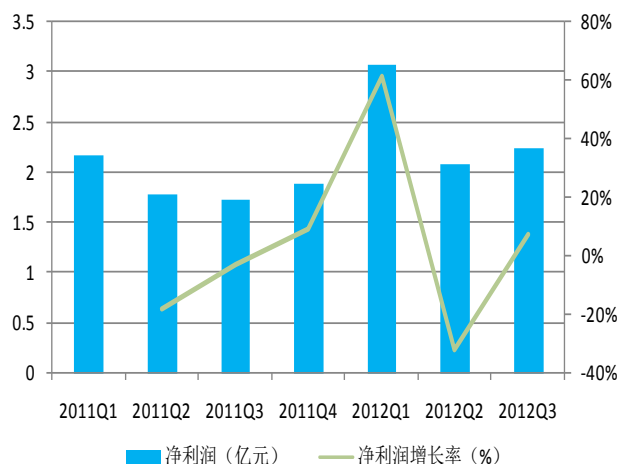
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

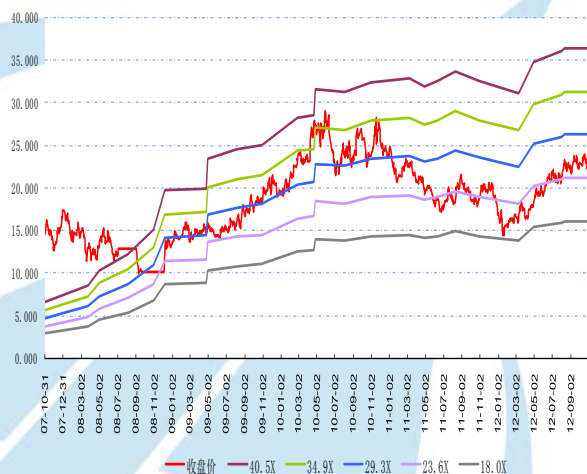
联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼  
 公司网址：www.avicsec.com  
 联系电话：0755-83692635  
 传真：0755-83688539

**图表 1：公司营业收入的季度变化状况**


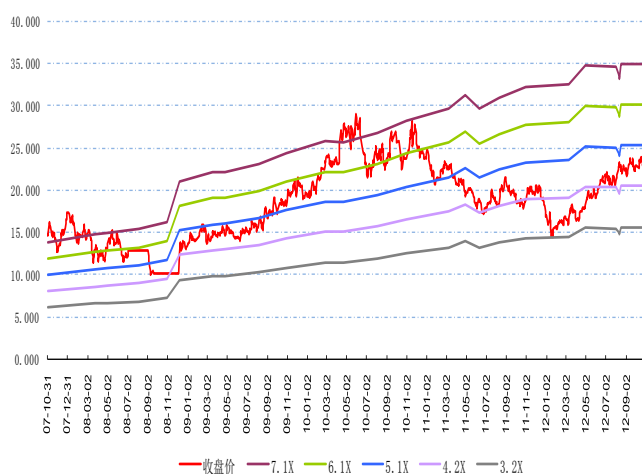
资料来源：wind、中航证券金融研究所

**图表 2：公司净利润的季度变化状况**


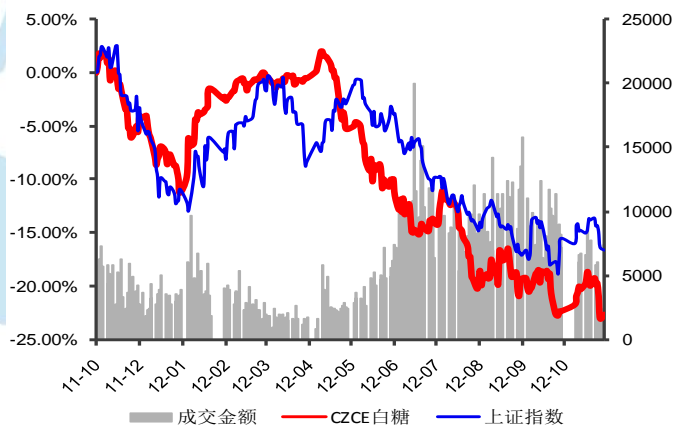
资料来源：wind、中航证券金融研究所

**图表 3：公司的 PE Band**


资料来源：wind、中航证券金融研究所

**图表 4：公司的 PB Band**


资料来源：wind、中航证券金融研究所

**图表 5：白糖期货的价格走势**


资料来源：wind、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
<b>流动资产</b>	4146	4502	5883	7443	<b>营业收入</b>	5525	6945	8277	9519
现金	2023	2105	3139	4385	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	2163	2578	2965
预付账款	69	129	155	173	管理费用	507	597	712	819
存货	684	821	1030	1198	财务费用	-16	-81	-105	-152
其他流动资产	875	847	850	853	资产减值损失	12	9	9	10
<b>非流动资产</b>	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	<b>营业利润</b>	927	1221	1427	1606
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
<b>资产总计</b>	7599	8505	9891	11374	<b>利润总额</b>	948	1260	1467	1648
<b>流动负债</b>	2636	2514	2879	3191	所得税	133	191	221	247
短期借款	61	39	43	45	<b>净利润</b>	815	1069	1246	1401
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	<b>归属母公司净利润</b>	760	997	1160	1302
<b>非流动负债</b>	113	67	78	84	EBITDA	1050	1308	1541	1700
长期借款	4	4	4	4	EPS (元)	0.78	1.02	1.19	1.33
其他非流动负债	109	64	75	80					
<b>负债合计</b>	2748	2581	2957	3275	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	306	378	464	562	<b>会计年度</b>	<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%	25.7%	19.2%	15.0%
留存收益	2367	3364	4289	5356	营业利润	-3.7%	31.7%	16.9%	12.6%
归属母公司股东权益	4545	5546	6470	7537	归属于母公司净利润	-6.8%	31.1%	16.4%	12.2%
<b>负债和股东权益</b>	7599	8505	9891	11374	<b>获利能力</b>				
					毛利率 (%)	59.0%	57.3%	56.7%	56.0%
<b>现金流量表</b>					净利率 (%)	13.8%	14.4%	14.0%	13.7%
单位: 百万元					ROE (%)	16.7%	17.98%	17.9%	17.3%
<b>会计年度</b>	<b>2011</b>	<b>2012E</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	ROIC (%)	30.6%	28.3%	31.8%	35.1%
<b>经营活动现金流</b>	955	909	1245	1422	<b>偿债能力</b>				
净利润	815	1069	1246	1401	资产负债率 (%)	36.2%	30.3%	29.9%	28.8%
折旧摊销	139	168	220	246	净负债比率 (%)	2.38%	1.67%	1.60%	1.49%
财务费用	-16	-81	-105	-152	流动比率	1.57	1.79	2.04	2.33
投资损失	-2	-12	-11	-10	速动比率	1.31	1.46	1.68	1.95
营运资金变动	-15	-576	-117	-103	<b>营运能力</b>				
其他经营现金流	34	341	13	40	总资产周转率	0.81	0.86	0.90	0.90
<b>投资活动现金流</b>	-385	-885	-85	-95	应收账款周转率	7	7	7	7
资本支出	410	826	0	0	应付账款周转率	4.02	4.16	4.01	3.92
长期投资	-5	-0	-1	1	<b>每股指标 (元)</b>				
其他投资现金流	20	-59	-87	-94	每股收益 (最新摊薄)	0.78	1.02	1.19	1.33
<b>筹资活动现金流</b>	-345	59	-126	-81	每股经营现金流 (最新摊薄)	0.98	0.93	1.27	1.45
短期借款	41	-22	4	2	每股净资产 (最新摊薄)	4.64	5.67	6.61	7.70
长期借款	1	-0	0	0	<b>估值比率</b>				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	27.32	20.89	17.91	16.02
资本公积增加	-143	0	0	0	P/B	4.59	3.76	3.22	2.77
其他筹资现金流	-245	81	-130	-83	EV/EBITDA	18	15	12	11
<b>现金净增加额</b>	224	83	1034	1245					

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

## 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：S0640511040001，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

## 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。

### 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。