

中药  
署名人: 周锐  
S0960511020007  
0755-82026719  
zhourui@china-invs.cn  
参与人: 王威  
S0960512090001  
0755-82026824  
wangwei5@china-invs.cn

**6-12个月目标价: 34.00元**

当前股价: 27.00元

评级调整: 维持

**基本资料**

上证综合指数	2325.68
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	96
EPS	0.76
每股净资产(元)	5.16
资产负债率	30.8%

**股价表现**

(%)	1M	3M	6M
华润三九	23.01%	12.83%	26.43%
医药生物	13.71%	4.18%	2.12%
上证指数	8.14%	10.82%	6.39%

**相关报告****华润三九****000999****推荐****并购拓展骨科产品线，巩固 otc 优势**

1月15日晚，公司公告拟收购桂林天和药业股份有限公司97.18%股份，交易价格为人民币5.83亿元。

**投资要点:**

- **天和药业是国内外用贴膏领先企业。**拥有天和牌骨通贴膏、天和牌PIB骨通贴膏、天和追风膏等知名品种，以及麝香壮骨膏、精制狗皮膏、关节止痛膏、伤湿止痛膏等一系列贴膏产品。核心品种骨通贴膏2011年销售收入1.92亿元，为骨质增生细分类别第一品牌；天和追风膏在骨关节炎细分市场也具有较好基础，2011年销售收入为0.52亿元；
- **并购对公司业绩略有增厚。**2011年天和药业收入和净利润分别为3.44亿和0.45亿，2012年1-9月份收入和利润分别为2.3亿和0.116亿（2012年度净利润同比下滑是由于2012年调整渠道库存使收入同比下滑及发生部分一次性费用支出所致，2012年下半年渠道库存已恢复正常）。2012年三九净利润有望接近10亿，并购对13年业绩提升接近5%（按2011年0.45亿利润考虑）；
- **并购弥补骨科短板，巩固综合竞争力。**公司除传统的感冒、胃肠和皮肤强势领域外，骨科、妇科、止痛、止咳等也是公司重点拓展品类，骨科方面目前已拥有壮骨关节丸、尪痹胶囊等品种，但尚未形成骨科专业品牌和优势品种，此次并购能够进一步弥补短板。天和药业品牌、产品和管理基础较好，但营销能力较弱，收购完成后有望借助三九大平台提升市场份额，获得1+1>2的效果；
- **13年经营环境总体较好。**1) Otc领域由于康泰克、白加黑等含麻黄碱感冒将转为处方药管理，预计公司OTC业务增速有望提升到近20%；2) 中药配方颗粒13年产能瓶颈缓解；3) 并购增厚业绩；4) 中药注射剂我们整体依然看好，参附注射剂存在进基药可能，参麦因为竞争面临一定价格压力；5) 抗生素经过2012年40%的高增长后，2013年仍然有望维持20%的增长；
- **推荐投资评级。**公司作为白马企业，竞争力强，增长稳健。预测12-14年eps为1.01、1.28、1.56元，对于PE为26.6、21.1、17.3倍，12个月目标价31元。
- **风险提示：**  
短期市场预期过高带来的估值风险

**主要财务指标**

单位: 百万元	2011	2012E	2013E	2014E
营业收入	5525	6837	8544	10256
收入同比(%)	27%	24%	25%	20%
归属母公司净利润	760	993	1253	1530
净利润同比(%)	-7%	31%	26%	22%
毛利率(%)	59.0%	59.4%	59.6%	59.8%
ROE(%)	16.7%	18.7%	20.0%	20.6%
每股收益(元)	0.78	1.01	1.28	1.56
P/E	34.76	26.61	21.09	17.27
P/B	5.82	4.98	4.22	3.57
EV/EBITDA	24	18	14	12

资料来源: 中投证券研究所

## 附：财务预测表

## 资产负债表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>流动资产</b>				
现金	4146	4903	6256	7874
应收账款	2023	2051	2737	3643
其它应收款	443	554	695	831
预付账款	53	71	87	105
存货	69	222	276	330
其他	684	849	1050	1257
<b>非流动资产</b>				
长期投资	875	1155	1413	1708
固定资产	3453	3552	3469	3320
无形资产	1347	1595	1636	1565
其他	1288	1301	1301	1301
<b>资产总计</b>	7599	8455	9725	11194
<b>流动负债</b>				
短期借款	2636	2685	2926	3143
应付账款	61	214	0	0
其他	629	818	986	1197
<b>非流动负债</b>				
长期借款	799	1654	1940	1946
其他	1946	1654	1940	1946
<b>负债合计</b>	113	99	94	95
少数股东权益	2748	2785	3020	3239
股本	4	4	4	4
资本公积	109	95	90	91
留存收益	4545	5302	6258	7412
<b>负债和股东权益</b>	7599	8455	9725	11194

## 现金流量表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>经营活动现金流</b>				
净利润	955	293	1160	1218
折旧摊销	815	1056	1332	1627
财务费用	139	138	164	176
投资损失	-16	-30	-40	-63
营运资金变动	799	-1013	-361	-677
其他	-2	0	0	0
<b>投资活动现金流</b>				
资本支出	-385	-212	-3	1
长期投资	410	0	0	0
其他	-5	-24	0	0
<b>筹资活动现金流</b>				
短期借款	20	-236	-3	1
长期借款	-345	-52	-472	-313
普通股增加	-19	152	-214	0
资本公积增加	0	0	0	0
其他	-410	0	0	0
<b>现金净增加额</b>	85	-205	-258	-313
	224	29	685	906

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 利润表

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>营业收入</b>	5525	6837	8544	10256
营业成本	2267	2775	3448	4123
营业税金及附加	71	88	109	131
营业费用	1759	2176	2719	3265
管理费用	507	581	726	872
财务费用	-16	-30	-40	-63
资产减值损失	12	1	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	2	0	0	0
<b>营业利润</b>	927	1246	1580	1929
营业外收入	42	15	0	0
营业外支出	21	9	0	0
<b>利润总额</b>	948	1252	1580	1929
所得税	133	196	248	303
<b>净利润</b>	815	1056	1332	1627
少数股东损益	55	63	79	96
<b>归属母公司净利润</b>	760	993	1253	1530
EBITDA	1050	1354	1704	2042
<b>EPS (元)</b>	0.78	1.01	1.28	1.56

## 主要财务比率

会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
<b>成长能力</b>				
营业收入	26.6%	23.7%	25.0%	20.0%
营业利润	-3.7%	34.5%	26.8%	22.1%
归属于母公司净利润	-6.8%	30.6%	26.2%	22.1%
<b>获利能力</b>				
毛利率	59.0%	59.4%	59.6%	59.8%
净利率	13.8%	14.5%	14.7%	14.9%
ROE	16.7%	18.7%	20.0%	20.6%
ROIC	30.6%	28.2%	33.8%	37.3%
<b>偿债能力</b>				
资产负债率	36.2%	32.9%	31.1%	28.9%
净负债比率	2.38%	7.83%	0.14%	0.13%
流动比率	1.57	1.83	2.14	2.50
速动比率	1.31	1.50	1.77	2.10
<b>营运能力</b>				
总资产周转率	0.78	0.85	0.94	0.98
应收账款周转率	7	7	7	7
应付账款周转率	3.93	3.84	3.82	3.78
<b>每股指标(元)</b>				
每股收益(最新摊薄)	0.78	1.01	1.28	1.56
每股经营现金流(最新摊薄)	0.98	0.30	1.19	1.24
每股净资产(最新摊薄)	4.64	5.42	6.39	7.57
<b>估值比率</b>				
P/E	34.76	26.61	21.09	17.27
P/B	5.82	4.98	4.22	3.57
EV/EBITDA	24	18	14	12

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐：预期未来6~12个月内股价升幅30%以上  
推荐：预期未来6~12个月内股价升幅10%~30%  
中性：预期未来6~12个月内股价变动在±10%以内  
回避：预期未来6~12个月内股价跌幅10%以上

### 行业评级

看好：预期未来6~12个月内行业指数表现优于市场指数5%以上  
中性：预期未来6~12个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看淡：预期未来6~12个月内行业指数表现弱于市场指数5%以上

## 研究团队简介

周锐，中投医药团队荣誉：2007—2012年连续6年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜，2008年和2011在卖方分析师水晶球奖中获得第2名，2012年获第1名。

### 中投医药团队成员：

周锐，医药行业首席分析师，理学博士，3年医药行业从业经验，10年证券行业从业经验，整体负责中投医药团队研究工作；  
余方升，医药行业分析师，理学学士，经济学硕士，2009年加入中投证券研究所，负责中药研究；

余文心，医药行业分析师，北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010年加入中投证券研究所，负责化学药、医疗服务及政策研究；

江琦，医药行业分析师，上海交大生物工程学士，金融学硕士，2010年加入中投证券研究所，负责生物制药及医药流通研究；

王威，医药行业分析师，工学硕士，5年医疗器械行业从业经验，2010年加入中投证券研究所，负责医疗器械及部分中药股研究。

## 免责条款

本报告由中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨为派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，由公司授权机构承担相关刊载或转发责任，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料，但我们将对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也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。

本报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

## 中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站：<http://www.china-invs.cn>

### 深圳市

深圳市福田区益田路6003号荣超商务  
中心A座19楼  
邮编：518000  
传真：(0755) 82026711

### 北京市

北京市西城区太平桥大街18号丰融国际  
大厦15层  
邮编：100032  
传真：(010) 63222939

### 上海市

上海市静安区南京西路580号南证大厦16楼  
邮编：200041  
传真：(021) 62171434