

**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

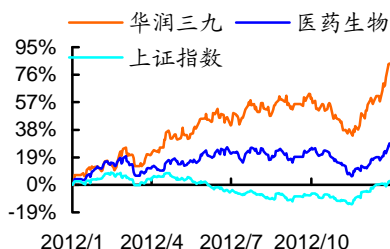
评级调整: 维持

**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、尕痹胶囊等品种, 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          |      |       |       |       | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度            | 2011        | 2012E        | 2013E        | 2014E        |
| <b>流动资产</b>    | 4146 | 4903  | 6256  | 7874  | <b>营业收入</b>     | 5525        | 6837         | 8544         | 10256        |
| 现金             | 2023 | 2051  | 2737  | 3643  | 营业成本            | 2267        | 2775         | 3448         | 4123         |
| 应收账款           | 443  | 554   | 695   | 831   | 营业税金及附加         | 71          | 88           | 109          | 131          |
| 其它应收款          | 53   | 71    | 87    | 105   | 营业费用            | 1759        | 2176         | 2719         | 3265         |
| 预付账款           | 69   | 222   | 276   | 330   | 管理费用            | 507         | 581          | 726          | 872          |
| 存货             | 684  | 849   | 1050  | 1257  | 财务费用            | -16         | -30          | -40          | -63          |
| 其他             | 875  | 1155  | 1413  | 1708  | 资产减值损失          | 12          | 1            | 0            | 0            |
| <b>非流动资产</b>   | 3453 | 3552  | 3469  | 3320  | 公允价值变动收益        | 0           | 0            | 0            | 0            |
| 长期投资           | 19   | 0     | 0     | 0     | 投资净收益           | 2           | 0            | 0            | 0            |
| 固定资产           | 1347 | 1595  | 1636  | 1565  | <b>营业利润</b>     | 927         | 1246         | 1580         | 1929         |
| 无形资产           | 1288 | 1301  | 1301  | 1301  | 营业外收入           | 42          | 15           | 0            | 0            |
| 其他             | 799  | 657   | 532   | 454   | 营业外支出           | 21          | 9            | 0            | 0            |
| <b>资产总计</b>    | 7599 | 8455  | 9725  | 11194 | <b>利润总额</b>     | 948         | 1252         | 1580         | 1929         |
| <b>流动负债</b>    | 2636 | 2685  | 2926  | 3143  | 所得税             | 133         | 196          | 248          | 303          |
| 短期借款           | 61   | 214   | 0     | 0     | <b>净利润</b>      | 815         | 1056         | 1332         | 1627         |
| 应付账款           | 629  | 818   | 986   | 1197  | 少数股东损益          | 55          | 63           | 79           | 96           |
| 其他             | 1946 | 1654  | 1940  | 1946  | <b>归属母公司净利润</b> | 760         | 993          | 1253         | 1530         |
| <b>非流动负债</b>   | 113  | 99    | 94    | 95    | EBITDA          | 1050        | 1354         | 1704         | 2042         |
| 长期借款           | 4    | 4     | 4     | 4     | <b>EPS (元)</b>  | 0.78        | 1.01         | 1.28         | 1.56         |
| 其他             | 109  | 95    | 90    | 91    |                 |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 2748 | 2785  | 3020  | 3239  | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| 少数股东权益         | 306  | 368   | 447   | 544   | <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%       | 23.7%        | 25.0%        | 20.0%        |
| 留存收益           | 2367 | 3125  | 4081  | 5235  | 营业利润            | -3.7%       | 34.5%        | 26.8%        | 22.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 4545 | 5302  | 6258  | 7412  | 归属于母公司净利润       | -6.8%       | 30.6%        | 26.2%        | 22.1%        |
| <b>负债和股东权益</b> | 7599 | 8455  | 9725  | 11194 | <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           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 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 年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。

## 免责声明

本报告由中国中投证券有限责任公司（以下简称“中投证券”）提供，旨在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