



**买入** **20% ↑**  
目标价格: 人民币 33.00

000999.CH

股价: 人民币 27.50

目标价格基础: 25 倍左右 2013 年市盈率

板块评级: 增持

**本报告要点**

- 与增速相比, 公司未来 2 年的增长将更注重质量, 这意味着公司在 OTC 和处方药两大领域的核心竞争力将进一步增强。

**主要催化剂/事件**

- 公司的并购活动
- 未来业绩超预期

**股价表现**



(%)	今年至今	1 个月	3 个月	12 个月
绝对	-	16	21	76
相对新华富时 A50 指数	-	5	(5)	59

发行股数(百万)	979
流通股(%)	36
流通股市值(人民币 百万)	9,801
3 个月日均交易额(人民币 百万)	76
净负债比率(%) (2012E)	净现金
主要股东(%)	
华润医药控股有限公司	64

资料来源: 公司数据, 彭博及中银国际研究  
以 2013 年 2 月 1 日收市价为标准

中银国际证券有限责任公司  
具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang\_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

# 华润三九

## 提升经营质量是 2013 年的核心任务

近期我们参加了公司的股东大会, 与公司的总经理等管理层做了深入的交流。总体来看, 2012 年公司 OTC 业务的竞争优势进一步增强, 处方药业务快速增长, 使得公司整体业绩增速回归到了较高水平。展望 2013 年, 公司将会把工作重心放在经营质量的提升上, OTC 方面将更重视渠道和终端的掌控, 处方药将更重视产品质量和推广能力的提升, 同时中药配方颗粒业务产能瓶颈解除后的规模效应也将有所体现。我们认为公司内生性增长将维持在 20% 以上, 连同收购天和药业带来的业绩增厚, 公司 2013 年增速将在 25-30% 之间, 我们仍维持公司 2012-2014 年 1.046、1.315、1.666 元的每股盈利预测, 维持 33.00 元的目标价, 相当于 25 倍左右 2013 年市盈率, 维持买入评级。

### 支撑评级的要点

- 受 OTC 行业增速略有下降的影响, 我们估计 2012 年公司的 OTC 业务收入增速在 10-15% 之间, 但仍高于上半年的 11.79%。在处方药行业高速增长背景下, 公司以中药注射剂为主的处方药板块收入增速在 40% 左右, 是公司全年业绩高速增长的主要原因。
- 展望 2013 年, 我们预计 2013 年公司的 OTC 业务增速将继续超越行业, 保持 15% 左右的增速; 处方药业务将延续高速增长趋势, 预计全年增速达到 30%, 依旧是拉动公司整体业绩的重要力量; 近期并购的天和药业以及公司持续的并购战略将为业绩增长提供额外动力。
- 在 OTC 方面, 经营质量的提升意味着品种的潜在增速将有所提升, 且通过收购获得的品种和公司将拥有更好的盈利能力。在处方药领域, 经营质量的提升将使得公司产品的学术推广基础更为牢固, 从而拥有更强的能力抢占更高的市场份额, 同时中药配方颗粒业务的增速和盈利水平也将有所提高。

### 评级面临的主要风险

- 公司主要产品原材料价格大幅上涨。

### 估值

- 我们维持公司 2012-2014 年 1.046、1.315、1.666 元的每股盈利预测以及 33.00 元的目标价, 相当于 25 倍左右 2013 年市盈率, 仍然维持买入评级。

### 图表 1. 投资摘要

年结日: 12 月 31 日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入(人民币 百万)	4,365	5,525	6,828	8,318	10,195
变动(%)	(10)	27	24	22	23
净利润(人民币 百万)	816	760	1,024	1,287	1,631
全面摊薄每股收益(人民币)	0.834	0.777	1.046	1.315	1.666
变动(%)	15	(7)	35	26	27
全面摊薄市盈率(倍)	33.0	35.4	26.3	20.9	16.5
每股现金流量(人民币)	0.867	0.975	1.260	1.355	1.731
价格/每股现金流量(倍)	31.7	28.2	21.8	20.3	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	24.0	18.1	14.0	10.7
每股股息(人民币)	0.300	0.240	0.314	0.394	0.500
股息率(%)	1.1	0.9	1.1	1.4	1.8

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 提升经营质量是 2013 年的核心任务

作为 OTC 行业的引领者，经营质量的提升将是公司未来 2-3 年的核心任务。从业务的角度来看，经营质量的提升意味着公司在生产管理、渠道和终端掌控、产品梯队、产品质量、推广能力等多方面能力的提升；从财务的角度来看，经营质量的提升意味着毛利率的提升、费用率的降低以及盈利质量的提升。

长期以来，在 OTC 行业的规模优势使得公司拥有良好的渠道和终端掌控力，而且这种能力随着公司实力的提升而不断增强。不过随着公司产品线的丰富以及覆盖区域的不断扩张，公司在渠道和终端管理方面也需要引入新的方式和变化。为此公司成立了营销中心，整合传统的市场部和销售部，以形成公司、渠道、终端之间的双向反馈机制。我们认为，优化营销管理将增强公司长期的增长潜力，其产生的积极效果将在未来较长时间内慢慢显现。

在处方药业务方面，公司除了遵从既有的行业游戏规则之外，还更加注重在产品质量和学术推广投入资源。通过开展核心品种的基础研究，并积极开展中药的再评价工作，公司产品在目标市场的认可度正在提升。

## OTC 业务将继续“1+N”战略

感冒类、胃肠类、皮肤类是公司传统的优势品类，并已经在“1+N”战略下形成了较为完整的产品梯队。目前感冒类和皮肤类产品的增长主要由二线品种拉动，胃肠类在 2011 年收购获得温胃舒/养胃舒和气滞胃痛颗粒两大产品线后，正向着不同的细分市场稳步有序发展。

在收购顺峰药业相对完整的皮肤类产品线之后，公司正在形成对不同定位市场的“1+N”覆盖。一方面顺峰的优势品种弥补了公司传统产品在抗真菌方面的不足，另一方面顺峰的其他品种填补了公司传统产品在二线市场的空白。可以说顺峰药业的收购丰富了公司“1+N”战略的内容。

收购天和药业对于公司骨科的产品线而言，更是一次脱胎换骨般的提升。公司原有骨科产品线较为薄弱，整体规模偏小。收购的天和药业，其骨科产品线销售规模相当于公司原有品种的 4-6 倍。收购之后，公司的骨科品种将在更高的起点快速发展，“1+N”战略将可以更好地开展。

我们认为，2013 年公司感冒类、胃肠类、皮肤类产品将保持 15-20% 的增速，相应的整体 OTC 业务的内生性增速在 15% 左右。考虑到天和药业并购的影响，公司 OTC 业务的增速在 23-25% 之间。

## 处方药业务重在能力提升

公司对处方药业务中各个品种的定位明确，其中独家品种参附注射液、华蟾素以及市场空间巨大的中药配方颗粒是公司处方药业务的核心品种。

目前国内处方药市场的游戏规则非常明确，不过公司仍然非常注重产品的品质和专业的学术推广。公司对参附注射液做了详细深入的基础研究，并以此开展学术推广，参附注射液的快速增长也回报了公司在相关领域的努力。目前华蟾素的基础研究已取得阶段性成果，我们认为下一阶段公司将大力开展华蟾素的临床推广。

由于产能限制，过去2年公司的中药配方颗粒业务增长慢于行业，且盈利能力也落后于竞争对手。随着2012年第四季度新产能的投产，公司的中药配方颗粒业务将开始高速增长。同时，公司也将给予中药配方颗粒销售更灵活的业务模式以及更充分的资源，我们估计该业务的盈利水平也将大幅度提升。

我们估计，2013年公司的处方药业务将保持30%左右的增长，核心品种参附注射液、华蟾素的增长将更快，中药配方颗粒的收入增速和盈利水平都将有所提升，其他品种的增速也将在20%以上。

### 维持盈利预测、目标价和买入评级

我们预计2013年公司OTC业务将保持15%左右的增速，处方药业务增速在30%左右，年初收购的天和药业将提升业绩增速4-5个百分点。我们维持公司2012-2104年1.046、1.315、1.666元的每股盈利预测，2011-2014年复合增速达29%，我们维持33.00元的目标价，相当于25倍左右2013年市盈率，仍然维持**买入**评级。

**损益表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
销售收入	4,365	5,525	6,828	8,318	10,195
销售成本	(1,686)	(2,267)	(2,751)	(3,323)	(4,036)
经营费用	(1,644)	(2,203)	(2,686)	(3,252)	(3,968)
<b>经营利润(息税前利润)</b>	<b>1,035</b>	<b>1,055</b>	<b>1,391</b>	<b>1,742</b>	<b>2,192</b>
折旧及摊销	(118)	(135)	(143)	(169)	(196)
<b>息税折旧前利润</b>	<b>917</b>	<b>921</b>	<b>1,248</b>	<b>1,573</b>	<b>1,996</b>
净利息收入/(费用)	15	16	16	16	16
其他收益/(损失)	102	12	18	18	18
<b>税前利润</b>	<b>1,034</b>	<b>948</b>	<b>1,281</b>	<b>1,607</b>	<b>2,030</b>
所得税	(175)	(133)	(192)	(241)	(304)
少数股东权益	(43)	(55)	(66)	(79)	(94)
<b>净利润</b>	<b>816</b>	<b>760</b>	<b>1,024</b>	<b>1,287</b>	<b>1,631</b>
<b>核心净利润</b>	<b>734</b>	<b>734</b>	<b>1,010</b>	<b>1,272</b>	<b>1,617</b>
每股收益(人民币)	0.83	0.78	1.05	1.31	1.67
核心每股收益(人民币)	0.75	0.75	1.03	1.30	1.65
每股股息(人民币)	0.30	0.24	0.31	0.39	0.50
收入增长(%)	(10)	27	24	22	23
息税前利润增长(%)	2	0	36	26	27
息税折旧前利润增长(%)	3	2	32	25	26
每股收益增长(%)	15	(7)	35	26	27
核心每股收益增长(%)	40	(0)	38	26	27

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**资产负债表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
现金及现金等价物	1,687	1,962	2,165	2,988	4,099
应收帐款	1,168	1,371	1,480	1,599	1,730
库存	490	684	752	827	910
其他流动资产	160	130	130	130	130
<b>流动资产总计</b>	<b>3,505</b>	<b>4,146</b>	<b>4,527</b>	<b>5,544</b>	<b>6,868</b>
固定资产	1,340	1,978	2,642	2,681	2,694
无形资产	1,141	1,288	1,288	1,288	1,288
其他长期资产	105	187	194	200	206
<b>长期资产总计</b>	<b>2,586</b>	<b>3,453</b>	<b>4,124</b>	<b>4,168</b>	<b>4,187</b>
<b>总资产</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,651</b>	<b>9,713</b>	<b>11,055</b>
应付帐款	816	2,010	2,131	2,131	2,131
短期债务	20	61	61	61	61
其他流动负债	737	564	632	635	638
<b>流动负债总计</b>	<b>1,573</b>	<b>2,636</b>	<b>2,825</b>	<b>2,827</b>	<b>2,831</b>
长期借款	3	4	4	4	4
其他长期负债	52	109	117	117	117
股本	979	979	979	979	979
储备	3,238	3,574	4,363	5,343	6,587
<b>股东权益</b>	<b>4,213</b>	<b>4,545</b>	<b>5,334</b>	<b>6,314</b>	<b>7,559</b>
少数股东权益	251	306	371	450	544
<b>总负债及权益</b>	<b>6,091</b>	<b>7,599</b>	<b>8,651</b>	<b>9,713</b>	<b>11,055</b>
每股帐面价值(人民币)	4.3	4.6	5.4	6.4	7.7
每股有形资产(人民币)	2.6	2.7	3.5	4.5	5.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.7)	(1.9)	(2.1)	(3.0)	(4.1)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**现金流量表 (人民币 百万)**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
税前利润	1,034	948	1,281	1,607	2,030
折旧与摊销	118	135	143	169	196
净利息费用	(15)	(16)	(16)	(16)	(16)
运营资本变动	(37)	(17)	18	(192)	(210)
税金	(175)	(133)	(192)	(241)	(304)
其他经营现金流	(78)	38	(1)	(1)	(1)
<b>经营活动产生的现金流</b>	<b>848</b>	<b>955</b>	<b>1,234</b>	<b>1,327</b>	<b>1,695</b>
购买固定资产净值	(270)	(410)	(808)	(208)	(208)
投资减少/增加	184	12	0	0	0
其他投资现金流	18	13	(4)	(4)	(5)
<b>投资活动产生的现金流</b>	<b>(68)</b>	<b>(385)</b>	<b>(812)</b>	<b>(212)</b>	<b>(213)</b>
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	(6)	(29)	0	0	0
支付股息	(196)	(294)	(235)	(307)	(386)
其他融资现金流	(55)	(23)	16	16	16
<b>融资活动产生的现金流</b>	<b>(257)</b>	<b>(345)</b>	<b>(219)</b>	<b>(291)</b>	<b>(370)</b>
现金变动	524	225	203	823	1,111
期初现金	1,166	1,687	1,962	2,165	2,988
公司自由现金流	780	569	448	1,140	1,508
权益自由现金流	786	529	437	1,130	1,497

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

**主要比率**

年结日: 12月31日	2010	2011	2012E	2013E	2014E
<b>盈利能力</b>					
息税折旧前利润率(%)	23.7	19.1	20.4	20.9	21.5
息税前利润率(%)	21.0	16.7	18.3	18.9	19.6
税前利润率(%)	23.7	17.2	18.8	19.3	19.9
净利率(%)	18.7	13.8	15.0	15.5	16.0
<b>流动性</b>					
流动比率(倍)	2.2	1.6	1.6	2.0	2.4
利息覆盖率(倍)	240.7	78.4	106.3	134.0	170.0
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.9	1.3	1.3	1.7	2.1
<b>估值</b>					
市盈率(倍)	33.0	35.4	26.3	20.9	16.5
核心业务市盈率(倍)	36.7	36.7	26.7	21.2	16.7
目标价对应核心业务市盈率(倍)	44.0	44.0	32.0	25.4	20.0
市净率(倍)	6.4	5.9	5.0	4.3	3.6
价格/现金流(倍)	31.7	28.2	21.8	20.3	15.9
企业价值/息税折旧前利润(倍)	24.6	24.0	18.1	14.0	10.7
<b>周转率</b>					
存货周转天数	98.4	94.5	95.2	86.7	78.5
应收帐款周转天数	101.8	83.8	76.2	67.6	59.6
应付帐款周转天数	71.6	93.4	110.7	93.5	76.3
<b>回报率</b>					
股息支付率(%)	36.0	30.9	30.0	30.0	30.0
净资产收益率(%)	20.7	17.4	20.7	22.1	23.5
资产收益率(%)	14.7	11.9	13.4	14.9	16.6
已运用资本收益率(%)	22.0	20.1	23.9	25.4	27.0

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，其本人或其关联人士都没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向其本人或其关联人士提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司声明，其员工均没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；在本报告发布前的十二个月内，与本报告评论的上市公司不存在投资银行业务关系；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向中银国际证券有限责任公司提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明，未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

### 公司投资评级：

买入：预计该公司股价在未来 12 个月内上涨 10%以上；  
持有：预计该公司股价在未来 12 个月内在上下 10%区间内波动；  
卖出：预计该公司股价在未来 12 个月内下降 10%以上；  
未有评级（NR）。

### 行业投资评级：

增持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现强于有关基准指数；  
中立：预计该行业指数在未来 12 个月内表现基本与有关基准指数持平；  
减持：预计该行业指数在未来 12 个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括：恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户；2) 中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
金融大街 28 号  
盈泰中心 2 号楼 2 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 6622 9000  
传真: (8610) 6657 8950

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室  
NY 10020  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371