

中药

署名人: 王威

S0960512090001

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

华润三九

000999

推荐

年报略超预期，处方药和并购提供业绩弹性

公司3月27日晚公布年报: 收入68.91亿, 同比增24.72%; 净利润10.14亿, 同比增33.35%, eps1.04元, 略超市场预期; 分配方案: 拟10派2.6元。

投资要点:

- **利润较快增长。**收入68.91亿, 同比增24.72%; 净利润10.14亿, 同比增33.35%; 扣非后净利润9.96亿, 同比增长35.7%, 略超市场预期。工业收入规模60亿, 占比87%。总毛利率61.14%, 较11年大幅提升了2.18个百分点, 主要因为糖和中药材等原材料成本下降导致占比最大的OTC业务毛利率大幅提升了2.89个百分点; 公司13年计划的的经营目标是实现营业收入82.7亿, 较2012年增长20%;
- **OTC业务平稳增长。**OTC业务收入36.99亿, 同比增长16.43%, 保持平稳增长态势。估计感冒类药品增速在17%-20%左右; 皮肤药品类由于顺峰产品并表增长较快, 估计25%左右; 胃肠用药品类总体增长平稳其中三九胃泰增长较快; 另外, 强力枇杷露、气滞胃痛颗粒有较快增长;
- **处方药高速增长, 13年有望在30%左右。**处方药收入22.95亿, 同比增长50.54%, 1、抗生素增速最高, 估计至少50-60%, 跟限抗之后恢复性增长有关, 预计13年增速在20%左右; 2、中药配方颗粒12年增长估计在20-30%左右, 13年300吨的淮北生产基地能大幅缓解产能但考虑到中短期公司重点在产品质量提升上(已建立79个中药配方颗粒质量标准), 13年配方颗粒增速有望在40%左右; 3、中药注射剂12年增速估计略低于50%, 其中核心品种参附注射液、华蟾素注射液(估计增速在30%左右)均实现快速增长; 参附和参脉增速均在50%以上。
- **并购持续巩固竞争优势。**12年收购皮肤用药企业顺峰, 13年收购桂林天和。并购使产品不断丰富, otc竞争优势不断加强。预计未来并购将会常态化, 发债申请13年3月份获批, 有望给潜在并购提升资金支持。12年顺峰较11年的收入略有增长, 利润约10%增长, 跟公司并购初期清理渠道等有较大关系。
- **推荐投资评级。**三九是我们最看好的 otc 医药企业, 预测13-15年EPS 1.29、1.59、1.95元, 对应PE 24.5、20、16.19, 考虑到 otc 竞争优势明显、处方药和并购提供业绩弹性且13年有望继续管理层激励, 推荐评级, 给予12个月目标价37元。

**风险提示:** 中药材涨价, 产品降价, 并购整合进度低于预期, 中药注射剂不良反应风险

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6891	8425	10067	12038
收入同比(%)	25%	22%	19%	20%
归属母公司净利润	1014	1261	1557	1910
净利润同比(%)	33%	24%	23%	23%
毛利率(%)	61.1%	61.2%	61.3%	61.5%
ROE(%)	19.1%	19.2%	20.1%	20.8%
每股收益(元)	1.04	1.29	1.59	1.95
P/E	30.49	24.52	19.86	16.19
P/B	5.82	4.71	3.99	3.36
EV/EBITDA	20	17	14	12

资料来源: 中投证券研究所

6-12个月目标价: 37.00元

当前股价: 30.48元

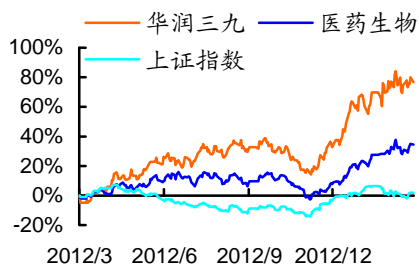
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2297.67
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	108
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	3.67%	29.59%	34.63%
医药生物	3.58%	24.05%	26.69%
上证指数	0.19%	3.54%	14.64%



相关报告

华润三九一并购拓展骨科产品线, 巩固 otc 优势 2013-1-16

## 一、收入、净利润较快增长，毛利率大幅提升

### 1. 利润表基本数据解读

收入 68.91 亿，同比增 24.72%；净利润 10.14 亿，同比增 33.35%；扣非后净利润 9.96 亿，同比增长 35.7%，略超市场预期。

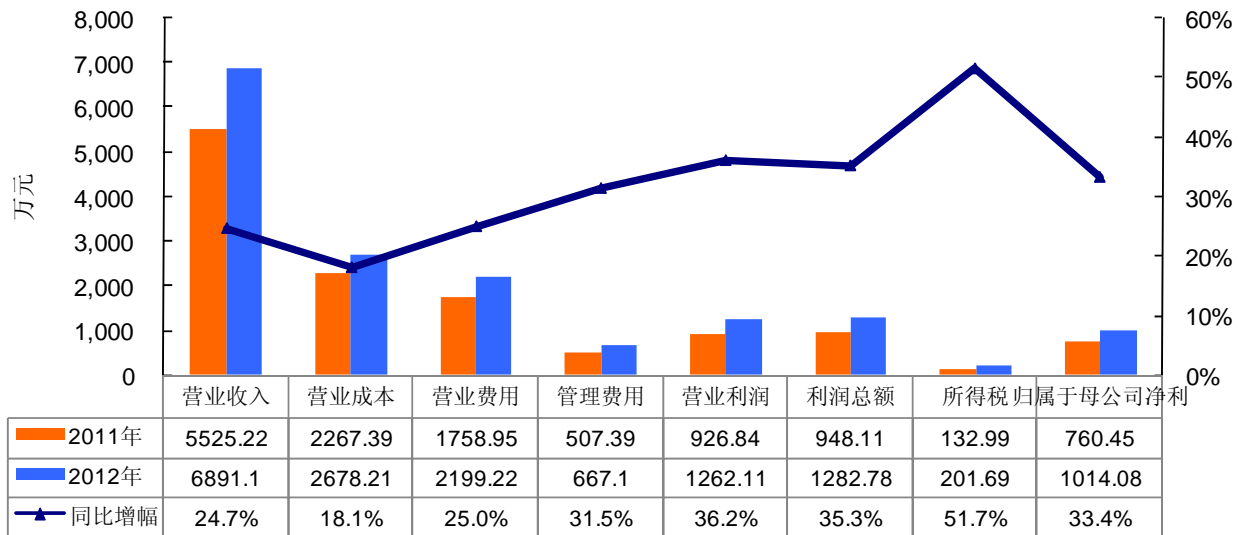
公司 13 年计划的经营目标是实现营业收入 82.7 亿，较 2012 年增长 20% 左右。

12 年毛利率 61.14%，较 11 年大幅提升了 2.18 个百分点，主要因为糖和中药材等原材料成本下降导致占比最大的 OTC 业务毛利率提升了 2.89 个百分点。

管理费用增长较快，31.5%，主要是研发投入增长和员工成本上升所致。

OTC 业务平稳增长。OTC 业务收入 36.99 亿，同比增长 16.43%，保持平稳增长态势。估计感冒类的增速在 17%-20% 左右的水平；皮肤药品类由于顺峰的产品并表增速较快，估计 25% 左右的增长；胃肠用药品类总体增长平稳其中三九胃泰增长较快；另外，强力枇杷露、气滞胃痛颗粒有较快增长；处方药高速增长，13 年有望保持 30% 左右。处方药收入 22.95 亿，同比增长 50.54%，主要是抗生素恢复性高增长和中药注射剂高增长。

图 1：华润三九 12 年年报主要盈利性指标变化



来源：华润三九年报 中投证券研究所

## 2. 季度盈利数据解读

表 1: 华润三九的季度盈利性数据

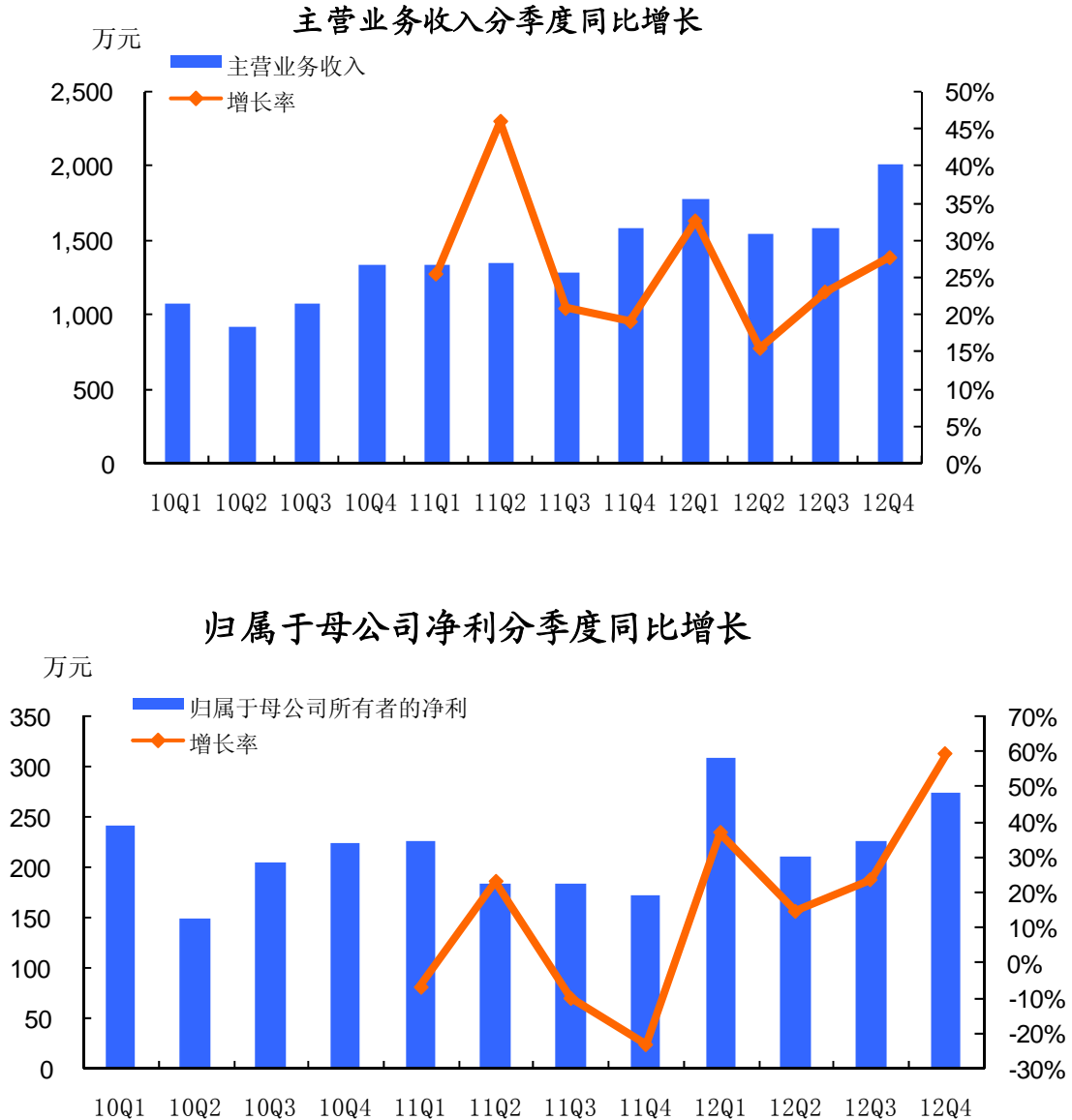
财务指标(万)	11年1Q	11年2Q	11年3Q	11年4Q	12年1Q	12年2Q	12年3Q	12年4Q	4Q环比	4Q同比
营业总收入	1332	1335	1282	1576	1764	1541	1576	2011	27.6%	27.5%
营业成本	537	536	540	654	705	637	617	719	16.5%	10.0%
营业费用	413	446	398	501	526	509	505	659	30.4%	31.4%
管理费用	95	104	119	190	117	130	151	270	78.3%	42.1%
财务费用	-2	-5	-7	-2	-4	-2	1	-7	-1134.9%	310.1%
营业利润	274	232	214	207	398	249	280	335	19.6%	61.5%
利润总额	281	234	225	208	400	252	281	350	24.3%	67.8%
所得税	40	34	34	25	75	33	39	55	42.5%	125.4%
归属于母公司净利润	224.14	182.34	182.25	171.72	306.85	208.77	225.04	273.41	21.5%	59.2%
EPS	0.23	0.19	0.19	0.18	0.31	0.21	0.23	0.28	21.7%	55.6%
毛利率	59.7%	59.8%	57.9%	58.5%	60.1%	58.6%	60.8%	64.2%	<b>5.6%</b>	<b>9.8%</b>
营业费用率	31.0%	33.4%	31.1%	31.8%	29.8%	33.1%	32.1%	32.8%	2.2%	3.1%
管理费用率	7.1%	7.8%	9.3%	12.0%	6.6%	8.4%	9.6%	13.4%	39.7%	11.4%
营业利润率	20.5%	17.4%	16.7%	13.2%	22.6%	16.1%	17.8%	16.7%	-6.3%	26.6%
实际所得税率	14.3%	14.5%	15.3%	11.8%	18.6%	13.1%	13.8%	15.8%	14.6%	34.4%

资料来源: 华润三九报表、中投证券研究所

4 季度收入环比和同比均增长较快, 27.5%左右; 营业费用也相应较快增长。

4 季度毛利率 64.2%, 较 1-3 季度提升较多, 跟糖和中药材等原材料价格下降有关系的。

图 2：华润三九收入和利润分季度情况



资料来源：华润三九报表、中投证券研究所

1 季度和 4 季度收入情况相对较好，主要跟当季处方药的增速有关，OTC 业务总体保持平稳。

## 二、投资建议：推荐

公司 otc 竞争优势明显且保持稳健增长、处方药和并购提供弹性且 13 年有望继续管理层的激励，看好公司中长期的发展。

我们预测 13-15 年 EPS 为 1.29、1.59、1.95 元，对应 PE 为 24.5、20、16.19，维持推荐评级，给予 12 个月目标价 37 元。

**附：财务预测表**

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4138	5912	7570	9681	<b>营业收入</b>	6891	8425	10067	12038
现金	1346	2622	3591	4961	营业成本	2678	3272	3895	4637
应收账款	477	611	721	865	营业税金及附加	90	110	132	158
其它应收款	62	77	93	110	营业费用	2199	2682	3204	3832
预付账款	176	157	221	243	管理费用	667	816	954	1117
存货	824	998	1192	1417	财务费用	-13	-55	-91	-126
其他	1253	1447	1751	2085	资产减值损失	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4475	4233	4078	3877	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2066	2121	2066	1912	<b>营业利润</b>	1262	1600	1972	2421
无形资产	1424	1437	1437	1437	营业外收入	97	0	0	0
其他	964	675	575	528	营业外支出	76	0	0	0
<b>资产总计</b>	8612	10146	11648	13559	<b>利润总额</b>	1283	1600	1972	2421
<b>流动负债</b>	2690	2934	3151	3488	所得税	202	251	309	380
短期借款	79	0	0	0	<b>净利润</b>	1081	1349	1663	2041
应付账款	591	814	914	1121	少数股东损益	67	88	106	131
其他	2020	2119	2237	2367	<b>归属母公司净利润</b>	1014	1261	1557	1910
<b>非流动负债</b>	347	287	287	287	EBITDA	1484	1742	2095	2518
长期借款	26	26	26	26	EPS (元)	1.04	1.29	1.59	1.95
其他	320	261	261	261					
<b>负债合计</b>	3036	3221	3438	3775	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	266	354	460	591	<b>会计年度</b>	<b>2012</b>	<b>2013E</b>	<b>2014E</b>	<b>2015E</b>
股本	979	979	979	979	<b>成长能力</b>				
资本公积	1194	1194	1194	1194	营业收入	24.7%	22.3%	19.5%	19.6%
留存收益	3146	4407	5586	7029	营业利润	36.2%	26.8%	23.2%	22.7%
归属母公司股东权益	5310	6571	7750	9192	归属于母公司净利润	33.4%	24.4%	23.5%	22.6%
<b>负债和股东权益</b>	8612	10146	11648	13559	<b>获利能力</b>				
					毛利率	61.1%	61.2%	61.3%	61.5%
					净利率	14.7%	15.0%	15.5%	15.9%
					ROE	19.1%	19.2%	20.1%	20.8%
					ROIC	25.4%	29.8%	33.4%	38.9%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率	35.3%	31.7%	29.5%	27.8%
					净负债比率	3.47%	0.82%	0.76%	0.70%
					流动比率	1.54	2.02	2.40	2.78
					速动比率	1.23	1.67	2.02	2.36
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.85	0.90	0.92	0.96
					应收账款周转率	8	9	8	8
					应付账款周转率	4.39	4.66	4.51	4.56
					<b>每股指标 (元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.29	1.59	1.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.30	1.28	1.75
					每股净资产(最新摊薄)	5.42	6.71	7.92	9.39
					<b>估值比率</b>				
					P/E	30.49	24.52	19.86	16.19
					P/B	5.82	4.71	3.99	3.36
					EV/EBITDA	20	17	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	北京市	上海市
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	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434