买入 **27%** ⬆

目标价格: 人民币 40.00

原目标价格: 人民币 33.00

000999.CH

股价:人民币 31.59

目标价格基础: 30 倍左右 2013 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 2012 年业绩略超市场预期。
- 2013 年收入增速略有放缓，但经营质量将有所改善，盈利增速仍将保持快速增长。
- 公司的并购活动将成为未来几年的常态事件，为公司的快速成长提供充足的动力。

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	36	6	38	78
相对新华富时 A50 指数	37	8	34	74

发行股数 (百万)	979
流通股 (%)	36
流通股市值 (人民币 百万)	11,259
3 个月日均交易额 (人民币 百万)	86
净负债比率 (%) (2013E)	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 3 月 27 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

经营质量提升将促使公司盈利保持快速增长

公司 2012 年实现营收 68.9 亿元，同比增长 24.7%，实现归属母公司净利润 10.1 亿元，同比增长 33.4%，实现每股收益 1.04 元，符合我们的预期。公司当期经营活动现金流达到 12.1 亿元，同比增长 26.9%，大幅高于当期净利润，显示了良好的经营质量。2012 年公司 OTC 业务实现销售收入 37.0 亿元，较去年同期增长 16.4%，处方药业务实现销售收入 23.0 亿元，较去年同期增长 50.5%。我们预计 2013 年公司的 OTC 和处方药业务增速分别为 22%和 27%，整体收入增速在 23%左右。我们维持公司 2013-2014 年 1.315、1.666 元的每股盈利预测，新增 2015 年 2.111 元的盈利预测，考虑到目前 A 股医药板块的整体估值以及公司的在细分行业的龙头地位，我们上调目标价至 40.00 元，相当于 30 倍左右 2013 年市盈率，维持买入评级。

支撑评级的要点

- 2012 年公司的 OTC 业务增速达到 16.4%，显著高于上半年的 11.8%。我们认为其中既有收购品种快速增长的因素，也有 OTC 行业缓慢恢复的因素。我们预计公司 2013 年原有 OTC 业务的增速在 15%左右，考虑到年初收购的桂林天和药业，公司 2013 年 OTC 业务的收入增速有望达到 22%左右。
- 2012 年公司的处方药业务增长 50.5%，其中核心品种参附注射液、华蟾素的快速增长功不可没，而新泰林的恢复性增长也起到了重要作用。我们预计 2013 年参附注射液和华蟾素仍将保持快速增长，茵栀黄口服液随着基数的增长也会起到更为积极的作用，公司处方药业务的整体增速将达到 27%左右。
- 尽管 2013 年公司整体收入增速可能会低于 2012 年，但经营质量的提升将会促使净利润增速仍保持在较高水平。同时，持续的并购活动也将为公司的增长提供充足的动力。

评级面临的主要风险

- 中药材和白糖价格大幅上涨。

估值

- 我们将公司的目标价由 33.00 元上调至 40.00 元，相当于 30 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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入 (人民币 百万)	5,525	6,891	8,474	10,250	12,446
变动 (%)	*27*	*25*	*23*	*21*	*21*
净利润 (人民币 百万)	760	1,014	1,287	1,631	2,067
全面摊薄每股收益 (人民币)	0.777	1.036	1.315	1.666	2.111
变动 (%)	*(7)*	*33*	*27*	*27*	*27*
全面摊薄市盈率(倍)	40.7	30.5	24.0	19.0	15.0
每股现金流量 (人民币)	0.975	1.238	1.343	1.655	2.076
价格/每股现金流量 (倍)	32.4	25.5	23.5	19.1	15.2
企业价值/息税折旧前利润 (倍)	27.8	20.2	16.2	12.7	9.8
每股股息 (人民币)	0.240	0.260	0.329	0.416	0.528
股息率 (%)	0.8	0.8	1.0	1.3	1.7

资料来源：公司数据及中银国际研究预测

2012 年快速增长，经营质量保持良好水平

公司 2012 年实现营收 68.9 亿元，同比增长 24.7%，实现归属母公司净利润 10.1 亿元，同比增长 33.4%。公司当期经营活动现金流达到 12.1 亿元，同比增长 26.9%，大幅高于当期净利润，显示了良好的经营质量。

2012 年公司 OTC 业务实现销售收入 37.0 亿元，较去年同期增长 16.4%，处方药业务实现销售收入 23.0 亿元，较去年同期增长 50.5%。医药行业两大板块业务增速均超越行业平均增速。

公司医药板块的整体毛利率上升 1.96 个百分点至 66.14%，其中主要原因在于 OTC 业务毛利率恢复至 65.96%，较 2011 年上升 2.88 个百分点。我们认为糖价上涨给公司造成的成本压力已经大为缓解，尽管现阶段公司的毛利率相对 2010 年仍有近 2 个百分点的差距。

公司的销售费用率小幅上升 0.07 个百分点至 31.91%，但考虑到众多 OTC 新整合品种的推广以及处方药占比的大幅提升，我们认为公司的销售费用率控制仍处于优异的水平。公司的管理费用率提高 0.50 个百分点至 9.68%，并未如我们之前预期的那样出现下降，不过管理费用的增长主要来自于研发支出以及折旧摊销的大幅增长，前者对企业的长期发展颇有裨益，后者主要源于公司的收购活动。整体来看，公司的经营管理能力仍处于较高的水平。

OTC 业务增长迅速，品牌、渠道、营销、管理整合初显成效

2012 年公司 OTC 业务实现销售收入 37.0 亿元，较去年同期增长 16.4%。由于上半年公司的 OTC 业务收入增速仅为 11.8%，我们认为下半年公司 OTC 收入增速实际已经超过 20%。这其中既包括感冒、皮肤品类二线品种的拉动作用，也包括止咳品种的快速增长，同时 2011 年底收购获得的几个胃药品种也贡献了部分增量，此外华润顺峰的并表有一定的积极作用。

我们认为，以上因素的核心原因均来自于公司在品牌、渠道、营销、管理方面的成功整合，而整合的成功也意味着上述品种的快速增长可以再未来较长的时间内得以持续。随着越来越多新品种的加入，公司的产品结构正在逐渐发生变化，品种老化的问题正在迎刃而解。我们预计，未来公司感冒药、皮肤药、胃肠用药三大传统品类的整体增速将会持续提高，骨科、止咳品类可能还会经历一段高增长时期。考虑到桂林天和药业并表的影响，我们预计公司 2013 年 OTC 业务的增速将达到 22%，2014-2015 年 OTC 业务的增速也会在 15%以上。

核心处方药品种仍将快速增长，配方颗粒业务将迎来快速成长期

2012 年公司的处方药业务增长 50.5%，相对于上半年 55.9%的增速略有回落，但整体仍保持了很快的增速。我们估计除配方颗粒业务外，各主要品种均有快速增长。

我们认为，公司处方药物业务的战略目标明确，核心品种参附注射液和华蟾素在未来 3-5 年仍将保持快速增长，参麦注射液的高增速短期也很可能会持续，抗生素业务在恢复性增长之后将保持相对稳定，不过配方颗粒业务在产能瓶颈解除后将出现收入增速和净利润率双双提升的局面。尽管 2013 年公司的处方药业务的高增速不会持续，但收入增速保持在 25%以上仍不是难事，同时配方颗粒业务盈利水平的提升将使得处方药业务的盈利增速高于收入增速。2014-2015 年随着抗生素业务占比的降低，公司的处方药业务有望回归到 30%左右的增速。

上调目标价，维持买入评级

我们维持公司 2013-2014 年 1.315、1.666 元的每股盈利预测，新增 2015 年 2.111 元的盈利预测，考虑到目前 A 股医药板块的整体估值以及公司的在细分行业的龙头地位，我们上调目标价至 40.00 元，相当于 30 倍左右 2013 年市盈率，维持**买入**评级不变。

图表 2. 业绩摘要

(人民币，百万)	2011 年	2012 年	同比变动%
营业收入	5,525.2	6,891.1	24.7
营业成本	(2,267.4)	(2,678.2)	18.1
营业税	(70.8)	(90.1)	27.2
毛利润	3,187.1	4,122.8	29.4
销售费用	(1,759.0)	(2,199.2)	25.0
管理费用	(507.4)	(667.1)	31.5
营业利润	920.7	1,256.5	36.5
资产减值损失	(11.8)	(7.9)	(33.1)
投资收益	2.2	0.9	(58.5)
财务费用	15.7	12.6	(19.9)
营业外收入	42.1	96.8	130.2
营业外支出	(20.8)	(76.1)	266.3
税前利润	948.1	1282.8	35.3
所得税	(133.0)	(201.7)	51.7
少数股东权益	(54.7)	(67.0)	22.5
归属上市公司股东净利润	760.4	1,014.1	33.4
主要比率(%)			
毛利率	59.0	61.1	
经营利润率	16.7	18.2	
净利率	14.8	15.7	

资料来源：公司数据

损益表 *(人民币 百万)*

年结日：12 月 31 日	2011	2012	2013E	2014E	2015E
销售收入	5,525	6,891	8,474	10,250	12,446
销售成本	(2,267)	(2,678)	(3,295)	(3,931)	(4,708)
经营费用	(2,203)	(2,731)	(3,353)	(4,057)	(4,920)
经营利润(息税前利润)	1,055	1,482	1,826	2,262	2,818
折旧及摊销	(135)	(225)	(256)	(274)	(301)
息税折旧前利润	921	1,257	1,570	1,988	2,517
净利息收入/(费用)	16	13	13	13	13
其他收益/(损失)	12	14	22	22	22
税前利润	948	1,283	1,605	2,023	2,551
所得税	(133)	(202)	(241)	(303)	(383)
少数股东权益	(55)	(67)	(77)	(89)	(102)
净利润	760	1,014	1,287	1,631	2,067
核心净利润	734	996	1,270	1,614	2,050
每股收益(人民币)	0.78	1.04	1.31	1.67	2.11
核心每股收益(人民币)	0.75	1.02	1.30	1.65	2.09
每股股息(人民币)	0.24	0.26	0.33	0.42	0.53
收入增长(%)	27	25	23	21	21
息税前利润增长(%)	0	36	25	27	27
息税折旧前利润增长(%)	2	40	23	24	25
每股收益增长(%)	(7)	33	27	27	27
核心每股收益增长(%)	(0)	36	28	27	27

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
税前利润	948	1,283	1,605	2,023	2,551
折旧与摊销	135	225	256	274	301
净利息费用	(16)	(13)	(13)	(13)	(13)
运营资本变动	(17)	(154)	(291)	(358)	(423)
税金	(133)	(202)	(241)	(303)	(383)
其他经营现金流	38	72	(2)	(2)	(2)
经营活动产生的现金流	955	1,212	1,315	1,620	2,033
购买固定资产净值	(410)	(505)	(610)	(350)	(350)
投资减少/增加	12	3	0	0	0
其他投资现金流	13	(1,040)	(4)	(4)	(5)
投资活动产生的现金流	(385)	(1,542)	(614)	(354)	(355)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	20	(60)	0	0	0
支付股息	(294)	(235)	(255)	(322)	(408)
其他融资现金流	(71)	(27)	13	13	13
融资活动产生的现金流	(345)	(322)	(242)	(309)	(395)
现金变动	225	(652)	459	957	1,282
期初现金	1,687	1,962	1,310	1,770	2,726
公司自由现金流	569	(321)	723	1,287	1,699
权益自由现金流	529	(390)	714	1,278	1,690

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1,962	1,310	1,770	2,726	4,008
应收帐款	1,371	1,769	2,045	2,372	2,760
库存	684	824	988	1,186	1,423
其他流动资产	130	235	235	235	235
流动资产总计	4,146	4,138	5,038	6,519	8,427
固定资产	1,978	2,437	2,760	2,797	2,806
无形资产	1,288	1,424	1,454	1,494	1,534
其他长期资产	187	613	621	627	635
长期资产总计	3,453	4,475	4,836	4,919	4,975
总资产	7,599	8,612	9,874	11,438	13,402
应付帐款	2,010	1,715	1,715	1,715	1,715
短期债务	61	79	79	79	79
其他流动负债	564	896	1,033	1,199	1,402
流动负债总计	2,636	2,690	2,827	2,993	3,196
长期借款	4	26	26	26	26
其他长期负债	109	320	336	336	336
股本	979	979	979	979	979
储备	3,574	4,340	5,372	6,681	8,340
股东权益	4,545	5,310	6,342	7,651	9,310
少数股东权益	306	266	343	432	534
总负债及权益	7,599	8,612	9,874	11,438	13,402
每股帐面价值(人民币)	4.6	5.4	6.5	7.8	9.5
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)	(1.9)	(1.2)	(1.7)	(2.7)	(4.0)

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	2011	2012	2013E	2014E	2015E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	19.1	21.5	21.6	22.1	22.6
息税前利润率(%)	16.7	18.2	18.5	19.4	20.2
税前利润率(%)	17.2	18.6	18.9	19.7	20.5
净利率(%)	13.8	14.7	15.2	15.9	16.6
流动性					
流动比率(倍)	1.6	1.5	1.8	2.2	2.6
利息覆盖率(倍)	78.4	107.6	134.4	170.2	215.5
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)	1.3	1.2	1.4	1.8	2.2
估值					
市盈率 (倍)	40.7	30.5	24.0	19.0	15.0
核心业务市盈率 (倍)	42.1	31.1	24.4	19.2	15.1
目标价对应核心业务市盈率 (倍)	53.4	39.3	30.8	24.3	19.1
市净率 (倍)	6.8	5.8	4.9	4.0	3.3
价格/现金流 (倍)	32.4	25.5	23.5	19.1	15.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	27.8	20.2	16.2	12.7	9.8
周转率					
存货周转天数	94.5	102.7	100.4	100.9	101.1
应收帐款周转天数	83.8	83.1	82.1	78.6	75.2
应付帐款周转天数	93.4	98.7	73.9	61.1	50.3
回报率					
股息支付率(%)	30.9	25.1	25.0	25.0	25.0
净资产收益率 (%)	17.4	20.6	22.1	23.3	24.4
资产收益率 (%)	11.9	13.3	14.8	16.1	17.5
已运用资本收益率(%)	20.1	24.2	25.6	26.9	28.0

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