

## 华润三九(000999.SZ)

看好公司核心竞争力，下跌带来买点

评级: **买入**

前次: **买入**

目标价(元):

**38.68-40.98**

联系人

分析师

裴倩倩 CFA

胡德军

生物医药小组

S0740511070005

021-20315202

生物医药小组

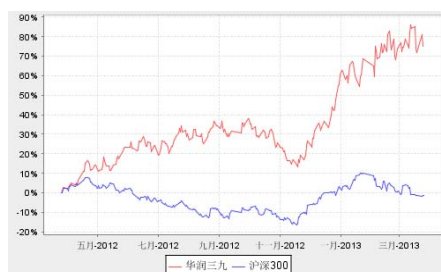
qiuqq@r.qlzq.com.cn

2013年4月11日

### 基本状况

总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
市价(元)	28.55
市值(百万元)	29719.40
流通市值(百万元)	10785.24

### 股价与行业-市场走势对比



### 业绩预测

指标	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,525.2	6,891.1	8,639.2	10,695.	12,998.
营业收入增速	26.58%	24.72%	25.37%	23.80%	21.54%
净利润增长率	-6.81%	33.35%	26.92%	25.70%	24.31%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.04	1.31	1.65	2.05
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市)					
市盈率(倍)	22.27	22.88	21.71	17.27	13.90
PEG	—	0.69	0.81	0.67	0.57
每股净资产(元)	4.64	5.42	6.48	7.89	9.71
每股现金流量(元)	0.98	1.24	1.49	2.21	2.71
净资产收益率	16.73%	19.10%	20.29%	20.94%	21.17%
市净率	3.73	4.37	4.41	3.62	2.94
总股本(百万元)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90

备注: 市场预测取 聚源一致预期

### 投资要点

- 事件: 4月10日, 伴随医药指数下跌1.49%, 华润三九股价下跌5.96%, 报收于28.55元。
- 我们的判断: 从2013年全年来看公司业绩增长确定性高, 并且看好公司在OTC和中药处方药领域的核心竞争力, 下跌带来买点。
  - 1) 短期来看, 医药板块面临板块轮动的调整压力, 但是我们认为中长期成长确定、具备核心竞争力和细分领域领先地位的公司值得坚定配置。
  - 2) 我们对华润三九的核心观点: 公司的起家业务OTC领先优势将继续强化, 在品牌和渠道优势基础上通过品类规划提高增速; 中药配方颗粒产能瓶颈突破, 中药注射剂得益于医保目录突破、基药放量和学术推广, 中药处方药整体进入高速增长阶段; 公司的并购能力和基药放量可能为投资者带来惊喜。按照我们对公司未来3年的盈利预测2013-2015年净利润为12.9、16.2、20.1亿元, 增速为26.9%、25.7%、24.3%, 对应EPS为1.31、1.65、2.05元。目前估值2013PE不到22倍, 下跌带来买点。
  - 3) 从单季度看, 去年1季度是全年单季度利润基数的高点, 综合我们对公司主要品类的分析, 我们认为1季度增长超预期的可能性不大, 单季度增速呈现波动, 但全年净利润实现26-27%增长确定性较高。

图表 1: 华润三九单季度收入和净利润增长(百万元)

	1Q2011	2Q2011	3Q2011	4Q2011	1Q2012	2Q2012	3Q2012	4Q2012
净利润	224.14	181.78	182.80	171.72	306.85	208.77	225.04	273.41
同比增长	-7.0%	22.7%	-9.9%	-23.3%	36.9%	14.8%	23.1%	59.2%
环比增长	0.1%	-18.9%	0.6%	-6.1%	78.7%	-32.0%	7.8%	21.5%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 2: 对 2013 年第 1 季度华润三九各主要品类增长的预测**

大类	细分	增长预期
OTC	原有 OTC 品种 (感冒灵系列、止咳系列、三九胃泰、温胃舒、养胃舒、气滞胃痛颗粒、皮炎平等)	稳健增长
	顺峰的康王系列	去年 3 月并表, 但是由于每年 4-8 月才是销售旺季 (抗真菌皮肤药), 因此第 1 季度并表因素影响较小
	天和的贴膏系列	今年 3 月并表, 但是由于基数较小, 对第 1 季度影响不明显
处方药	中药注射剂 (参附注射液、华蟾素注射液、参麦注射液、舒血宁注射液等)	继续保持较快增长, 独家品种参附注射液、华蟾素注射液潜力较大
	中药配方颗粒	去年 10 月公司在安徽新建的 300 吨提取产能投产, 随着产能利用率的上升和排产的优化, 1 季度配方颗粒的增长有望提速
	抗生素	去年 1 季度恢复式增长幅度较大, 今年 1 季度预计平稳增长

来源: 齐鲁证券研究所

- **盈利预测和投资建议:** 我们预计 2013-2015 年净利润为 12.9、16.2、20.1 亿元, 增速为 26.9%、25.7%、24.3%, 对应 EPS 为 1.31、1.65、2.05 元。我们看好公司两大核心业务 OTC 和中药处方药超越行业平均的增长, 综合相对估值和绝对估值结果, 公司的合理估值区间 38.68-40.98 元。目前估值 2013PE 不到 22 倍, 下跌带来买点, 重申“买入”评级。
- **风险因素:** 如果新并购的企业业绩大幅低于预期, 可能带来商誉减值; 政府对 OTC 子行业广告等行为的监管, 中药配方颗粒子行业政策壁垒的变化, 中药注射剂安全性再评价等都是需要关注的潜在政策风险。在华润的战略体系下, 公司的抗生素业务、医疗服务业务和公司的战略定位不符合, 资产结构梳理的时间表和方式有不确定性。

**图表 3: 华润三九销售收入预测表 (百万元)**

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>OTC 药品</b>						
销售收入	2,543.73	3,176.77	3,698.76	4,490.49	5,272.24	6,193.24
增长率 (YOY)	12.73%	24.89%	16.43%	21.41%	17.41%	17.47%
占总销售额比重	58.57%	57.69%	53.85%	51.98%	49.30%	47.65%
占主营业务利润比重	64.56%	61.70%	58.07%	55.64%	52.44%	50.46%
<b>处方药</b>						
其中: a. 中药处方药 (除配方颗粒)	550.39	823.28	1,251.39	1,751.94	2,417.68	3,142.98
b. 中药配方颗粒	298.02	429.16	600.82	889.22	1,289.37	1,740.65
c. 抗生素和原料药	320.45	272.38	443.24	509.73	570.90	639.41
销售收入小计	1,168.86	1,524.82	2,295.45	3,150.89	4,277.94	5,523.03
增长率 (YOY)	30.85%	30.45%	50.54%	37.27%	35.77%	29.10%
占总销售额比重	26.91%	27.69%	33.42%	36.47%	40.00%	42.49%
占主营业务利润比重	28.54%	31.25%	36.29%	39.39%	43.00%	45.40%
<b>医疗服务</b>						
销售收入	203.17	294.25	393.09	471.71	566.05	650.96
增长率 (YOY)	27.56%	44.83%	33.59%	20.00%	20.00%	15.00%
占总销售额比重	4.68%	5.34%	5.72%	5.46%	5.29%	5.01%
占主营业务利润比重	1.94%	2.27%	2.26%	2.13%	2.05%	1.89%
<b>包装印刷</b>						
销售收入	343.49	410.92	432.86	476.15	523.76	576.14
增长率 (YOY)	10.19%	19.63%	5.34%	10.00%	10.00%	10.00%
占总销售额比重	7.91%	7.46%	6.30%	5.51%	4.90%	4.43%
占主营业务利润比重	4.02%	3.63%	3.08%	2.59%	2.29%	2.07%
<b>其他</b>						
销售收入	83.86	99.72	48.71	50.00	55.00	55.00
增长率 (YOY)	-53.25%	18.91%	-51.15%	2.65%	10.00%	0.00%
占总销售额比重	1.93%	1.81%	0.71%	0.58%	0.51%	0.42%
占主营业务利润比重	0.93%	1.15%	0.30%	0.25%	0.22%	0.18%
<b>销售收入小计</b>	<b>4343.11</b>	<b>5506.48</b>	<b>6868.88</b>	<b>8639.24</b>	<b>10695.00</b>	<b>12998.38</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>61.40%</b>	<b>58.97%</b>	<b>61.17%</b>	<b>61.66%</b>	<b>61.96%</b>	<b>62.23%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

**图表 4：华润三九财务报表摘要**

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,365	5,525	6,891	8,639	10,695	12,998	货币资金	1,783	2,023	1,346	2,700	3,650	5,050
增长率	-10.05%	26.6%	24.7%	25.4%	23.8%	21.5%	应收账款	1,256	1,371	1,769	2,627	3,253	3,953
营业成本	-1,686	-2,267	-2,678	-3,312	-4,069	-4,909	存货	530	684	824	944	1,159	1,399
% 销售收入	38.6%	41.0%	38.9%	38.3%	38.0%	37.8%	其他流动资产	119	70	199	241	291	346
毛利	2,679	3,258	4,213	5,327	6,626	8,089	流动资产	3,689	4,146	4,138	6,512	8,352	10,748
% 销售收入	61.4%	59.0%	61.1%	61.7%	62.0%	62.2%	% 总资产	56.0%	54.6%	48.0%	57.6%	62.0%	67.0%
营业税金及附加	-21	-71	-90	-113	-140	-170	长期投资	36	33	33	33	33	33
% 销售收入	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定投资	1,552	1,978	2,437	2,840	3,004	3,147
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,747	-3,401	-4,133	% 总资产	23.5%	26.0%	28.3%	25.1%	22.3%	19.6%
% 销售收入	31.1%	31.8%	31.9%	31.8%	31.8%	31.8%	无形资产	1,262	1,336	1,810	1,717	1,887	1,924
管理费用	-386	-507	-667	-829	-1,016	-1,209	非流动资产	2,901	3,453	4,475	4,784	5,119	5,299
% 销售收入	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	% 总资产	44.0%	45.4%	52.0%	42.4%	38.0%	33.0%
息税前利润 (EBIT)	917	921	1,257	1,637	2,069	2,576	资产总计	6,590	7,599	8,612	11,296	13,472	16,047
% 销售收入	21.0%	16.7%	18.2%	19.0%	19.3%	19.8%	短期借款	103	61	79	718	645	443
财务费用	15	16	13	3	3	20	应付款项	1,357	2,199	2,075	2,601	3,203	3,872
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.2%	其他流动负债	331	375	536	920	1,055	1,227
资产减值损失	4	-12	-8	-13	-22	-43	流动负债	1,792	2,636	2,690	4,239	4,903	5,542
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	4	26	26	26	26
投资收益	27	2	1	1	1	1	其他长期负债	62	109	320	320	320	320
% 税前利润	2.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.0%	0.0%	负债	1,859	2,748	3,036	4,586	5,250	5,889
营业利润	963	927	1,262	1,628	2,051	2,555	普通股股东权益	4,481	4,545	5,310	6,342	7,725	9,501
营业利润率	22.1%	16.8%	18.3%	18.8%	19.2%	19.7%	少数股东权益	251	306	266	368	497	657
营业外收支	71	21	21	20	20	20	负债股东权益合计	6,590	7,599	8,612	11,296	13,472	16,047
税前利润	1,034	948	1,283	1,648	2,071	2,575	比率分析						
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.1%	19.4%	19.8%		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
所得税	-175	-133	-202	-259	-325	-404	每股指标						
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	每股收益 (元)	0.834	0.777	1.036	1.315	1.653	2.054
净利润	859	815	1,081	1,389	1,746	2,171	每股净资产 (元)	4.577	4.643	5.424	6.479	7.892	9.706
少数股东损益	43	55	67	102	128	160	每股经营现金净流 (元)	0.867	0.975	1.238	1.489	2.205	2.706
归属于母公司的净利润	816	760	1,014	1,287	1,618	2,011	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	14.9%	15.1%	15.5%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	18.21%	16.73%	19.10%	20.29%	20.94%	21.17%
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E	总资产收益率	12.38%	10.01%	11.77%	11.39%	12.01%	12.53%
净利润	859	815	1,081	1,389	1,746	2,171	投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.39%	28.99%	33.23%	38.91%
少数股东损益	0	0	0	102	128	160	增长率						
非现金支出	119	151	243	449	560	672	营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	25.37%	23.80%	21.54%
非经营收益	-83	3	70	-4	8	2	EBIT 增长率	1.59%	0.39%	36.47%	30.30%	26.37%	24.53%
营运资金变动	-47	-14	-182	-377	-155	-197	净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	26.92%	25.70%	24.31%
经营活动现金流	848	955	1,212	1,560	2,287	2,808	总资产增长率	17.03%	15.30%	13.34%	31.16%	19.26%	19.11%
资本开支	86	398	502	726	853	789	资产管理能力						
投资	32	-5	-1,136	0	0	0	应收账款周转天数	66.1	51.2	42.8	42.8	42.8	42.8
其他	38	18	96	1	1	1	存货周转天数	104.1	98.9	104.0	104.0	104.0	104.0
投资活动现金流	-16	-385	-1,542	-725	-852	-788	应付账款周转天数	105.2	93.0	83.1	83.1	83.1	83.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	99.2	86.0	90.4	95.1	87.8	78.6
债权募资	7	-29	-60	639	-73	-202	偿债能力						
其他	-266	-317	-262	-18	-283	-258	净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.25%	-29.14%	-36.23%	-45.10%
筹资活动现金流	-259	-346	-322	621	-356	-460	EBIT 利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-551.2	-651.8	-126.1
现金净流量	573	224	-652	1,456	1,078	1,560	资产负债率	28.21%	36.17%	35.26%	40.59%	38.97%	36.70%

来源：齐鲁证券研究所

**图表 5：过去一年內齐鲁证券对华润三九的系列报告**

序号	日期	报告标题
01	2013 年 3 月 29 日	投资价值分析报告《OTC 领先、中药处方药突破的新国企典范》
02	2013 年 4 月 10 日	研究简报《看好公司核心竞争力，下跌带来买点》

来源：齐鲁证券研究所

### 投资评级说明

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6-12 个月内波动幅度在 -5%+5%

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 5%以上

**重要声明:**

本报告仅供齐鲁证券有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。