

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

证券投资咨询业务证书编号：S1300512090002
(8621) 2032 8587
yang.jiao@bocichina.com

华润三九一季报点评

华润三九(000999.CH/人民币 28.45, 买入)发布1季报，公司营业收入达到18.3亿元，同比增长3.8%，实现净利润3.4亿元，同比增长10.2%，每股收益0.35元。考虑到2012年的高基数，公司1季度的业绩虽略低于我们的预期，但整体仍保持在可接受的范围之内。公司经营活动现金流达到2.4亿元，同比增长超过300%，显示出不错的经营质量。公司销售费用率和管理费用率较2012年同期有小幅提升，但好于2012年全年水平。

我们估计公司的OTC业务基本没有增长，这与同期行业的情况有一定关系。现阶段，OTC行业正处于谷底，去年已经有个别季度行业增速异常偏低，2013年第1季度行业整体增速也较低，公司也受到了一定的影响。公司的主要品类中，受流行性感冒发病率降低的影响（2012年1季度为49,092例，2013年1季度为36,579例），我们估计感冒灵系列产品可能略有下滑；由于1季度属于皮肤科药品的淡季，我们估计顺峰药业的并表收入贡献相对较少，与之对应的是2012年同期顺峰药业尚未并表；骨科产品线中，桂林天和药业的收购已经完成，但1个月的并表对营业收入的影响也相当有限。我们认为，在OTC行业目前的低迷状况下，行业季度数据大幅波动属于正常情况，公司OTC业务的较低增速值得关注，但不必为此过于恐慌。公司OTC业务的产品线非常优秀，新开发品种以及过去2年收购的品种未来将会保持较高的增速，考虑到2012年第2、3季度相对较低的增速，我们仍维持之前的判断，预计公司原有OTC业务在2013年有15%的增长，桂林天和药业并表后OTC业务的收入增速有望达到22%。

我们估计公司的处方药业务的增速在15%左右，其中抗生素和中药注射剂的增长良好，中药配方颗粒增速略差。我们认为在2012年的高基数下，15%的增速对于抗生素和中药注射剂来讲已非常不错。中药配方颗粒业务在产能瓶颈解除之后，公司在这块业务上正在谋求更快的发展，我们估计公司中药配方颗粒业务的销售模式会有调整，这期间的增速放缓并不意外。我们估计随着基数下降的原因，公司2013年的处方药增长仍可以保持在25%以上。

受到4月20日雅安地震的影响，公司80%控股的子公司雅安三九已经停产。雅安三九是公司中药注射剂的生产基地，主要产品参附注射液、参麦注射液、生脉注射液、红花注射液，2012年收入6亿，净利润1.8亿，占比上市公司9%和17%。从目前的情况来看，雅安三九无人员伤亡，厂房受损情况较轻，我们估计5月下旬基本可以全面复产。由于公司主要产品的渠道库存通常为2个月，因此地震对雅安三九的销售不会有太多的负面影响。但地震对雅安三九的新版GMP认证和新厂区的建设进度有一定影响，我们估计这些工作的季度可能会拖后6个月。考虑到灾区的实际情况，我们认为新版GMP认证的时间要求可能会有所宽限，不会影响雅安三九的生产和经营。而新厂区的建设进度的小幅推后也不会对公司的生产经营计划有影响。

我们认为，尽管公司1季度业绩略低于市场预期，但公司的整体业务仍非常健康，在细分行业的优势也非常明显。由于2012年第2、3季度公司业绩的技术较低，公司未来2个季度的业绩增速将会确定提升，全年仍可以保持快速增长。我们维持公司2013-2015年1.315、1.666、2.111元的盈利预测，维持40.00元的目标价，相当于30倍左右2013年市盈率，维持买入评级不变。

图表 1.业绩摘要

(人民币, 百万)	2012年1季度	2013年1季度	同比变动(%)
营业收入	1,764.4	1,831.5	3.8
营业成本	(704.6)	(707.4)	0.4
营业税	(24.5)	(23.0)	(6.1)
毛利润	1035.4	1101.0	6.3
销售费用	(525.6)	(571.3)	8.7
管理费用	(116.5)	(130.5)	12.0
营业利润	393.3	399.2	1.5
资产减值损失	0.1	5.4	4,030.8
投资收益	0.6	0.6	(10.9)
财务费用	4.4	3.3	(24.9)
营业外收入	3.9	4.9	25.8
营业外支出	(2.2)	(1.4)	(39.5)
税前利润	400.1	411.9	3.0
所得税	(74.6)	(61.1)	(18.0)
少数股东权益	(18.6)	(12.6)	(32.3)
归属上市公司股东净利润	306.9	338.2	10.2
主要比率(%)			
毛利率	60.1	61.4	
经营利润率	22.3	21.8	
净利率	18.4	19.2	

资料来源：公司数据

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