

**华润三九 (000999.SZ)**
**雅安三九恢复生产**

 评级: **买入** 前次: **买入**

 目标价(元): **38.68-40.98**

联系人

分析师

**袁倩倩 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5月7日

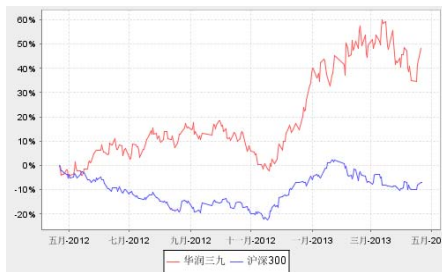
**基本状况**

总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
市价(元)	29.90
市值(百万元)	29269.11
流通市值(百万元)	10621.83

**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	22.44	17.86	14.36
PEG	—	0.69	0.83	0.69	0.59
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	4.55	3.74	3.04
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

**股价与行业-市场走势对比**

**投资要点**

- **事件:** 2013年4月20日,四川省雅安市芦山县发生 7.0 级地震,华润三九控股子公司雅安三九药业有限公司及其全资子公司雅安三九中药材科技产业化有限公司位于地震区域内。地震发生后,在确保人员安全的前提下,公司积极开展抗震救灾工作以降低损失。目前,雅安三九已完成复产前的排查工作,并已于近日全面恢复生产。根据最新核实情况,地震造成直接经济损失约700万元,影响部分品种供货约15天,未对公司生产经营产生重大影响。
- **点评:** 雅安三九在7级地震后半个月迅速恢复生产,显示出公司运营的高效。从公司公告的最新核实损失情况来看,符合我们此前的判断:地震对华润三九的影响较小。
- 从单季度的同比增速来看,我们判断在消化去年1季度的高基数后,公司2013年的增速将前低后高,即2季度的同比增速将高于1季度的增速。
- **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,重申“买入”评级。
- **风险因素:** 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。资产结构梳理的时间表和方式有不确定性。

**图表 1: 雅安三九的单体净利润**

	股权比例	主营业务	净利润(百万元)				
			2008A	2009A	2010A	2011A	2012A
雅安三九	80%	参附、参麦等中药注射剂等	93.94	60.95	108.23	132.81	177.97

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

**图表 2: 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 3: 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
<b>营业总收入</b>	<b>4,365</b>	<b>5,525</b>	<b>6,891</b>	<b>8,639</b>	<b>10,695</b>	<b>12,998</b>	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%	固定资产	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	<b>资产总计</b>	<b>6,590</b>	<b>7,599</b>	<b>8,612</b>	<b>11,296</b>	<b>13,472</b>	<b>16,047</b>
% 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%	<b>负债</b>	<b>1,859</b>	<b>2,748</b>	<b>3,036</b>	<b>4,586</b>	<b>5,250</b>	<b>5,889</b>
营业利润	963	927	1,262	1,628	2,051	2,555	<b>普通股股东权益</b>	<b>4,481</b>	<b>4,545</b>	<b>5,310</b>	<b>6,342</b>	<b>7,725</b>	<b>9,501</b>
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	<b>负债股东权益合计</b>	<b>6,590</b>	<b>7,599</b>	<b>8,612</b>	<b>11,296</b>	<b>13,472</b>	<b>16,047</b>
税前利润	1,034	948	1,283	1,648	2,071	2,575	<b>比率分析</b>						
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.1%	19.4%	19.8%	每股指标						
所得税	-175	-133	-202	-259	-325	-404	每股收益 (元)	0.834	0.777	1.036	1.315	1.653	2.054
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	每股净资产 (元)	4.577	4.643	5.424	6.479	7.892	9.706
净利润	859	815	1,081	1,389	1,746	2,171	每股经营现金净流 (元)	0.867	0.975	1.238	1.489	2.205	2.706
少数股东损益	43	55	67	102	128	160	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
<b>归属于母公司的净利润</b>	<b>816</b>	<b>760</b>	<b>1,014</b>	<b>1,287</b>	<b>1,618</b>	<b>2,011</b>	<b>回报率</b>						
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	14.9%	15.1%	15.5%	净资产收益率	18.21%	16.73%	19.10%	20.29%	20.94%	21.17%
							总资产收益率	12.38%	10.01%	11.77%	11.39%	12.01%	12.53%
							投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.39%	28.99%	33.23%	38.91%
							<b>增长率</b>						
							营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	25.37%	23.80%	21.54%
							EBIT增长率	1.59%	0.39%	36.47%	30.30%	26.37%	24.53%
							净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	26.92%	25.70%	24.31%
							总资产增长率	17.03%	15.30%	13.34%	31.16%	19.26%	19.11%
							<b>资产管理能力</b>						
							应收账款周转天数	66.1	51.2	42.8	42.8	42.8	42.8
							存货周转天数	104.1	98.9	104.0	104.0	104.0	104.0
							应付账款周转天数	105.2	93.0	83.1	83.1	83.1	83.1
							固定资产周转天数	99.2	86.0	90.4	95.1	87.8	78.6
							<b>偿债能力</b>						
							净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.25%	-29.14%	-36.23%	-45.10%
							EBIT利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-551.2	-651.8	-126.1
							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 4: 过去一年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》
03	2013年4月21日	公司点评《雅安地震对公司影响较小》
04	2013年4月26日	季报点评《1季报略低于预期, 全年增速前低后高》
05	2013年5月7日	公司点评《雅安三九恢复生产》

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。