

医药 - 中药

## 2012 年稳健增长，2013 聚焦核心

— 华润三九(000999.SZ) 2012 年报点评

2013 年 4 月 16 日

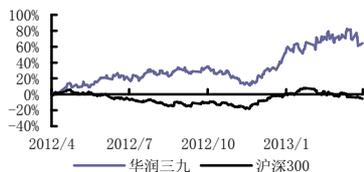
评级: 增持(下调)

市场数据	2013 年 4 月 15 日
当前价格(元)	29.08
52 周价格区间(元)	17.71-32.32
总市值(百万)	28466.41
流通市值(百万)	10330.48
总股本(百万股)	978.90
流通股(百万股)	355.24
日均成交额(百万)	90.19
近一月换手(%)	29.28%
Beta(2 年)	
第一大股东	华润医药控股有限公司
公司网址	http://www.999.com.cn

预测指标	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	6891.10	8255	9682	11231
净利润(百万元)	1014.08	1343	1598	1913
每股收益(元)	1.04	1.37	1.63	1.95
净利润增长率%	33.35%	32%	19%	20%
每股净资产(元)	5.42	6.80	8.11	9.71
市盈率	27.96	21.15	17.77	14.85
市净率	5.36	4.27	3.58	2.99
EV/EBITDA	19.38	14	12	10

资料来源: 世纪证券研究所

### 一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华润三九	-13.51%	26.26%	217.00%
沪深 300	-4.06%	-6.13%	-5.57%

■ **2012 年业绩波澜不惊。**收入 68.91 亿元，同增 24.72%，净利 10.14 亿，同增 33.35%，EPS1.46 元，经营活动现金流量净额 12.12 亿，同增 26.91%。分产品线看核心产品 OTC 业务，实现收入 36.99 亿元，同比增长 16.43%。通过内延与外购，不断完善感冒、皮肤、胃肠三大类产品线的布局。处方药业务实现销售业务 22.95 亿元，同比增长 50.54%，其中核心参附注射液、华蟾素注射液等均实现快速增长。外延方面合并广东顺峰药业，桂林天和药业做完了尽职调查与谈判，并在 2013 年初进行了收购。

■ **2013 年聚焦核心产业。**作为华润集团下面除保健品的中药平台，“成为中国 OTC 市场的引领者，中药处方药市场的创新者”是公司长期的战略目标。2013 年公司将聚焦：1.1+N 品牌战略 2. 拓展销售渠道，优化渠道与终端管控 3. 借助中药再评价，关注中药注射剂发展。4. 以消费者需求为导向，持续提升产品力。5. 持续推进组织变革，打造一体化运营的高效组织。

■ **“增持”评级。**我们预计公司 2013-2014 年收入分别增长 19.8%、17.3%，归属母公司净利润增长 19%、19.7%，EPS1.37 元、1.63 元。对应现有股价 29.02 元 PE 分别为 21 倍与 17.8 倍。DCF 估值分析公司合理价值为 34.51 元/股，现在价格 29.08 元/股，有一定程度低估，给予“增持”评级。

■ **风险提示：**产品质量风险、政策风险、产品降价风险、坏账风险。

### 相关报告

《》，2012.11  
《三九医药公司报告》，2007.11

邓聪

执业证书号: S1030512070001

本公司具备证券投资咨询业务资格

### 分析师申明

本人，邓聪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

## 1.2012 年业绩波澜不惊

华润三九2013.3.28披露2012年年报。

2012年实现收入68.91亿元，同比增长24.72%，净利润达到10.14亿元，同比增长33.35%，EPS为1.46元，经营活动现金流量净额12.12亿元，同比增长26.91%。2012年拟10股派现2.6元，合计2.545亿现金。

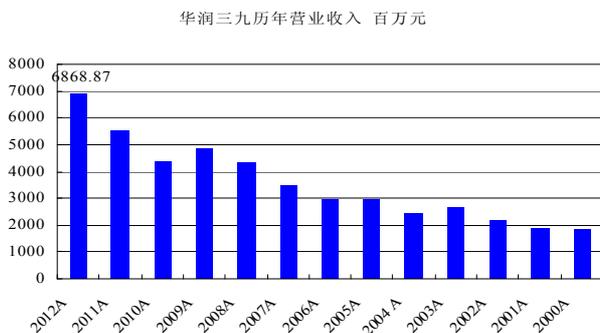
分产品线看，核心产品 OTC 业务，实现收入 36.99 亿元，同比增长 16.43%。通过内延与外购，不断完善感冒、皮肤、胃肠三大类产品线的布局。其中感冒品类增长较快，皮肤药品类由于加入了顺峰产品增速较快，胃肠用药品类增长平稳；强力枇杷露、气滞胃痛颗粒、小儿感冒系列及顺峰皮肤药产品有较快增长。

处方药业务实现销售业务 22.95 亿元，同比增长 50.54%，其中核心参附注射液、华蟾素注射液、新泰林注射液、新品茵栀黄口服液均实现快速增长，舒血宁注射液亦实现了良好的增长。中药配方颗粒如期增长，新产能将在 2013 年投产，将彻底解决中药配方颗粒的产能瓶颈。

在公司经营方面，公司 2012 年资本性支出 5.05 亿元，其中长期性资本支出 4.79 亿元，其中华润三九（郴州）质检楼项目、观澜基地一期续建项目已完成，金蟾生化搬迁项目、山东三九新建颗粒剂车间项目基本完成，雅安三九技改项目、双鹤高科 GMP 改造项目等正在进行中。

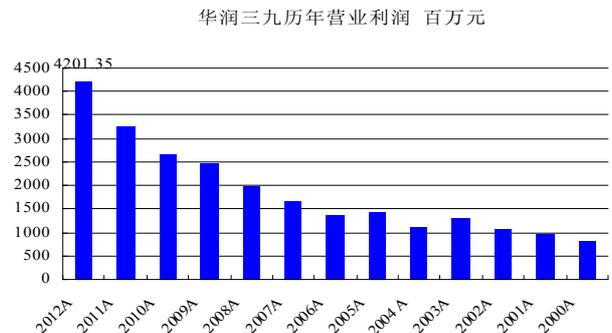
外延发展方面，除合并广东顺峰外，完成了对桂林天和药业的尽职调查以及谈判，并与 2013 年初完成了对桂林天和药业的合并。另外四家天然药物企业及顺峰药业的营销整合进展顺利，温胃舒、养胃舒已经进入胃肠渠道，顺峰药业的三个核心产品也进入皮肤药渠道。

Figure 1 华润三九收入及增长状况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 华润三九利润及增长状况



数据来源：WIND、世纪证券研究所

## 2.2013年聚焦核心产业

华润三九未来五年致力于“成为中国 OTC 市场的引领者，中药处方药市场的创新者”。

华润三九在华润体系中被定位为除去保健品之外的中药平台，通过数年的经营，华润集团已经将基因植入华润三九。

2013年，公司将继续聚焦核心产业。主要聚焦以下几个战略：

- 1.1+N 品牌战略：继续打造“999”主品牌以及多个专业品牌；
2. 拓展销售渠道，优化渠道与终端管控，提升产品可及性与消费者终端购物体验。
3. 借助中药再评价，关注中药注射剂发展。
4. 以消费者需求为导向，持续提升产品力。
5. 持续推进组织变革，打造一体化运营的高效组织

2013年公司经营目标实现营业收入82.7亿元，较2012年增长20%。该营业收入预算未考虑可能存在的并购等行为对公司收入的影响。另外需要7.4亿元的资本支出。

## 3.盈利预测

### 3.1 关键假设

- (1). 医药行业稳定增长，保持20%-22%的增长率。
- (2). 公司持续稳定经营。
- (3). 保持同样的经营效率，综合毛利率由于制剂类产品占比提升而稳步上升，期间费用率稳步上升，所得税率为15%。

### 3.2 盈利预测

我们预计公司2013-2014年收入分别增长19.8%、17.3%，归属母公司净利润增长19%、19.7%，EPS1.37元、1.63元。对应现有股价29.02元PE分别为21倍与17.8倍。

Figure 3 业绩预测

百万元	2014E	2013E	2012A	2011A	2010A	2009A	2008A	2007A	2006A
<b>营业收入合计</b>	<b>9650.52</b>	<b>8227.92</b>	<b>6868.87</b>	<b>5525.22</b>	<b>4365.15</b>	<b>4852.72</b>	<b>4316.19</b>	<b>3477.56</b>	<b>2932.43</b>
增长率%	17.29	19.79	24.32	26.58	(10.05)	12.43	24.12	18.59	(1.25)
医药行业	8558.53	7252.99	5994.21	4701.59	3712.59	4176.61	3352.04	4233.84	2482.98
增长率%	18.00	21.00	27.49	26.64	(11.11)	24.60	(20.83)	70.51	(5.94)
包装印刷	477.23	454.50	432.86	410.92	343.49	311.73	288.70	369.23	216.43
增长率%	5.00	5.00	5.34	19.63	10.19	7.98	(21.81)	70.60	(11.51)
医疗服务	566.05	471.71	393.09	294.25	203.17	159.27	119.67	78.24	34.66
增长率%	20.00	20.00	33.59	44.83	27.56	33.09	52.95	125.74	(17.18)
海外贸易	46.23	46.23	46.23	68.94	70.19				
增长率%	0.00	0.00	(32.94)	(1.78)					
其他	2.48	2.48	2.48	30.78			148.13	107.57	133.85
增长率%						(100.00)	37.71	(19.63)	209.69
<b>营业成本合计</b>	<b>3641.85</b>	<b>3122.15</b>	<b>2667.52</b>	<b>2267.39</b>	<b>1686.23</b>	<b>2396.07</b>	<b>2352.87</b>	<b>1810.58</b>	<b>1572.71</b>
增长率%	16.65	17.04	17.65	34.47	(29.63)	1.84	29.95	15.12	0.86
医药行业	2850.15	2415.38	2029.73	1683.31	1229.69	1927.29	1627.30	2779.32	1280.25
增长率%	18.00	19.00	20.58	36.89	(36.20)	18.43	(41.45)	117.09	(3.80)
包装印刷	344.20	327.81	303.53	292.95	236.18	227.03	206.79	279.01	152.10
增长率%	5.00	8.00	3.61	24.04	4.03	9.79	(25.88)	83.44	(12.13)
医疗服务	411.24	342.70	298.00	220.67	151.32	115.72	83.73	51.35	22.90
增长率%	20.00	15.00	35.04	45.83	30.76	38.21	63.06	124.24	1.10
海外贸易	32.94	32.94	32.94	54.66	49.00				
增长率%	0.00	0.00	(39.74)	11.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	3.32	3.32	3.32	7.77			86.07	72.76	96.19
增长率%						(100.00)	18.29	(24.36)	194.52
<b>毛利率合计%</b>	<b>62.26</b>	<b>62.05</b>	<b>61.17</b>	<b>58.96</b>	<b>61.37</b>	<b>50.62</b>	<b>45.49</b>	<b>47.94</b>	<b>46.37</b>
医药行业%	66.70	66.70	66.14	64.20	66.88	53.86	51.45	34.35	48.44
包装印刷%	27.87	27.87	29.88	28.71	31.24	27.17	28.37	24.43	29.73
医疗服务%	27.35	27.35	24.19	25.01	25.52	27.35	30.04	34.36	33.95
海外贸易%	28.75	28.75	28.75	20.71	30.19				
其他%	(33.87)	(33.87)	(33.87)	74.74			41.89	32.35	28.14

数据来源：世纪证券研究所

### 3.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 34.51 元/股，现在价格 29.08 元/股，有一定程度低估，给予“增持”评级。

Figure 4 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.55%	法定所得税	18.00%
BETA	0.71	债务成本	6.13%
市场预期收益率	12.00%	债务比例	24.81%
股权成本	9.51%	WACC	8.67%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.67%	82.34	106.31	158.92	367.70	(703.82)	(159.34)
4.67%	63.58	76.16	98.14	146.41	337.90	(644.93)
5.67%	51.50	58.97	70.52	90.71	135.01	310.80
6.67%	43.09	47.90	54.77	65.38	83.92	124.62
7.67%	36.91	40.18	44.60	50.92	60.67	77.73
8.67%	32.19	34.51	37.52	41.59	47.40	56.38
9.67%	28.48	30.17	32.30	35.07	38.82	44.17
10.67%	25.49	26.75	28.31	30.28	32.83	36.28
11.67%	23.02	23.99	25.16	26.60	28.41	30.77
12.67%	20.97	21.72	22.62	23.69	25.02	26.69
13.67%	19.23	19.82	20.52	21.34	22.34	23.57
14.67%	17.74	18.22	18.77	19.41	20.17	21.09

数据来源：世纪证券研究所

#### 4.风险提示

##### 风险提示：

- (1) 产品质量风险。
- (2) 政策风险，产品降价风险。
- (3) 坏账风险。

Figure 6 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
<b>流动资产</b>	4138	5536	7251	9285	<b>营业收入</b>	6891	8255	9682	11231
现金	1346	2268	3442	4840	营业成本	2678	3133	3654	4268
应收账款	477	652	750	868	营业税金及附加	90	96	119	137
其他应收款	62	105	108	123	营业费用	2199	2581	3057	3482
预付账款	176	155	189	223	管理费用	667	774	881	988
存货	824	886	1060	1258	财务费用	-13	-20	-36	-55
其他流动资产	1253	1472	1703	1972	资产减值损失	8	0	0	0
<b>非流动资产</b>	4475	4339	4276	4259	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	19	19	19	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2066	2121	2079	1959	<b>营业利润</b>	1262	1691	2007	2412
无形资产	1424	1679	1784	1904	营业外收入	97	0	0	0
其他非流动资产	964	520	394	377	营业外支出	76	0	0	0
<b>资产总计</b>	8612	9875	11528	13543	<b>利润总额</b>	1283	1691	2007	2412
<b>流动负债</b>	2690	2690	2940	3250	所得税	202	260	306	371
短期借款	79	66	60	69	<b>净利润</b>	1081	1431	1700	2041
应付账款	591	789	922	1081	少数股东损益	67	88	102	129
其他流动负债	2020	1835	1958	2100	<b>归属母公司净利润</b>	1014	1343	1598	1913
<b>非流动负债</b>	347	175	194	204	EBITDA	1484	1885	2207	2607
长期借款	26	26	29	26	EPS (元)	1.04	1.37	1.63	1.95
其他非流动负债	320	149	165	178					
<b>负债合计</b>	3036	2865	3134	3454	<b>主要财务比率</b>				
少数股东权益	266	355	457	586	<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%	19.8%	17.3%	16.0%
留存收益	3146	4489	5770	7338	营业利润	36.2%	34.0%	18.7%	20.2%
归属母公司股东	5310	6655	7936	9504	归属于母公司净利润	33.4%	32.4%	19.0%	19.7%
<b>负债和股东权益</b>	8612	9875	11528	13543	<b>获利能力</b>				
					毛利率(%)	61.1%	62.1%	62.3%	62.0%
					净利率(%)	14.7%	16.3%	16.5%	17.0%
					ROE(%)	19.1%	20.2%	20.1%	20.1%
					ROIC(%)	25.4%	30.7%	34.5%	38.4%
					<b>偿债能力</b>				
					资产负债率(%)	35.3%	29.0%	27.2%	25.5%
					净负债比率(%)	3.47%	3.37%	2.96%	2.89%
					流动比率	1.54	2.06	2.47	2.86
					速动比率	1.23	1.72	2.10	2.46
					<b>营运能力</b>				
					总资产周转率	0.85	0.89	0.90	0.90
					应收账款周转率	8	8	7	7
					应付账款周转率	4.39	4.54	4.27	4.26
					<b>每股指标(元)</b>				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.37	1.63	1.95
					每股经营现金流(最新)	1.24	1.02	1.66	1.91
					每股净资产(最新摊)	5.42	6.80	8.11	9.71
					<b>估值比率</b>				
					P/E	28.00	21.15	17.77	14.85
					P/B	5.35	4.27	3.58	2.99
					EV/EBITDA	18	14	12	10

数据来源: WIND、世纪证券研究所

---

---

**世纪证券投资评级标准:**

---

**股票投资评级**

---

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

**行业投资评级**

---

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

---

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.