

华润三九(000999.SZ)

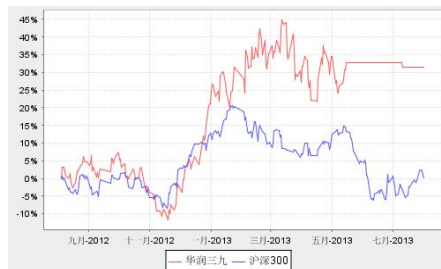
终止筹划重大资产重组不改变推荐逻辑

评级: 买入 **前次:** 买入
目标价(元): 38.68-40.98
 分析师: 医药生物小组
 裘倩倩 CFA 陈景乐 CPA
 S0740513070001 王佳悦
 021-20315202 孙建 Ph.D
 qiuqq@r.qlzq.com.cn 陈康
 2013年8月18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)	29.60
市值(百万元)	28975.44
流通市值(百万元)	10515.25

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	8,302.2	10,164.	12,169.
营业收入增速	26.58%	24.72%	20.48%	22.44%	19.72%
净利润增长率	-6.81%	33.35%	21.80%	23.14%	22.10%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.04	1.26	1.55	1.90
前次预测每股收益(元)			1.31	1.65	2.05
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	23.25	18.88	15.47
PEG	—	0.69	1.07	0.82	0.70
每股净资产(元)	4.64	5.42	6.43	7.74	9.40
每股现金流量(元)	0.98	1.24	1.46	2.12	2.57
净资产收益率	16.73%	19.10%	19.64%	20.07%	20.19%
市净率	3.73	4.37	4.57	3.79	3.12
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:** 2013年8月19日, 华润三九公告董事会审议通过《关于终止筹划重大资产重组事项的议案》, 公司承诺在发布终止重大资产重组公告之日起6个月内不再筹划重大资产重组事项, 公司股票将于2013年8月19日开始复牌。
- 点评:** 按照公司公告, 重大重组终止的原因是: “由于行业、政策和市场等发生变化的影响超出筹划重组时各方预期, 导致拟收购资产的盈利前景存在较大不确定性。公司在综合考虑收购成本、收购风险等因素的基础上, 经与重组各方充分协商, 为保护公司全体股东利益以及维护市场稳定, 经审慎考虑, 公司决定终止筹划本次重大资产重组事宜。” 我们认为虽然资本市场此前对重大重组可能带来的利润增厚未能实现, 但是公司的审慎决策有利于公司的长期发展, 公司过往成长轨迹所验证的外延扩张能力会继续在未来的发展中有所体现。
- 我们推荐华润三九的核心逻辑仍然是:** 看好公司的起家业务 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; 并购能力和基药放量可能为投资者带来惊喜。
- 盈利预测和投资建议:** 由于重组终止, 今年同一控制下合并的增厚较小(6月收购清华威药业 100% 股权), 另外 4 月公司的中药注射剂主要生产基地雅安三九受到地震影响, 我们小幅下调盈利预测, 预计 2013-2015 年净利润为 12.4、15.2、18.6 亿元(前次: 12.9、16.2、20.1 亿元), 增速为 21.80%、23.14%、22.10%(前次: 26.9%、25.7%、24.3%), 对应 EPS 为 1.26、1.55、1.90 元(前次: 1.31、1.65、2.05 元)。我们继续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, 考虑下半年估值切换因素, 合理估值区间 38.68-40.98 元, 保持“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: 华润三九销售收入预测表 (百万元)

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
OTC药品						
销售收入	2,543.73	3,176.77	3,698.76	4,350.40	5,072.24	5,816.24
增长率 (YOY)	12.73%	24.89%	16.43%	17.62%	16.59%	14.67%
占总销售额比重	58.57%	57.69%	53.85%	52.40%	49.90%	47.79%
占主营业务利润比重	64.56%	61.70%	58.07%	56.26%	53.27%	50.83%
处方药						
其中: a. 中药处方药(除配方颗粒)	550.39	823.28	1,251.39	1,689.37	2,331.33	3,030.73
b. 中药配方颗粒	298.02	429.16	600.82	714.98	1,000.97	1,351.31
c. 抗生素和原料药	320.45	272.38	443.24	549.62	615.58	689.45
销售收入小计	1,168.86	1,524.82	2,295.45	2,953.97	3,947.88	5,071.49
增长率 (YOY)	30.85%	30.45%	50.54%	28.69%	33.65%	28.46%
占总销售额比重	26.91%	27.69%	33.42%	35.58%	38.84%	41.67%
占主营业务利润比重	28.54%	31.25%	36.29%	38.55%	41.90%	44.73%
医疗服务						
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%	5.68%	5.57%	5.35%
占主营业务利润比重	1.94%	2.27%	2.26%	2.22%	2.17%	2.03%
包装印刷						
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%	5.74%	5.15%	4.73%
占主营业务利润比重	4.02%	3.63%	3.08%	2.71%	2.42%	2.22%
其他						
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%	0.60%	0.54%	0.45%
占主营业务利润比重	0.93%	1.15%	0.30%	0.26%	0.24%	0.20%
销售收入小计	4343.11	5506.48	6868.88	8302.23	10164.94	12169.83
平均毛利率	61.40%	58.97%	61.17%	61.47%	61.73%	61.96%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2: 华润三九财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,365	5,525	6,891	8,302	10,165	12,170
增长率	-10.05%	26.6%	24.7%	20.5%	22.4%	19.7%
营业成本	-1,686	-2,267	-2,678	-3,199	-3,890	-4,629
% 销售成本	38.6%	41.0%	38.9%	38.5%	38.3%	38.0%
毛利	2,679	3,258	4,213	5,103	6,274	7,540
% 销售成本	61.4%	59.0%	61.1%	61.5%	61.7%	62.0%
营业税金及附加	-21	-71	-90	-109	-133	-159
% 销售成本	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,640	-3,232	-3,870
% 销售成本	31.1%	31.8%	31.9%	31.8%	31.8%	31.8%
管理费用	-386	-507	-667	-797	-966	-1,132
% 销售成本	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	917	921	1,257	1,558	1,943	2,379
% 销售成本	21.0%	16.7%	18.2%	18.8%	19.1%	19.5%
财务费用	15	16	13	2	0	13
% 销售成本	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	4	-12	-8	1	-17	-35
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	2	1	1	1	1
% 税前利润	2.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	963	927	1,262	1,561	1,927	2,358
营业利润率	22.1%	16.8%	18.3%	18.8%	19.0%	19.4%
营业外收支	71	21	21	20	20	20
税前利润	1,034	948	1,283	1,581	1,947	2,378
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.0%	19.2%	19.5%
所得税	-175	-133	-202	-248	-306	-373
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	859	815	1,081	1,333	1,642	2,005
少数股东损益	43	55	67	98	121	147
归属于母公司的净利润	816	760	1,014	1,235	1,521	1,857
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	14.9%	15.0%	15.3%

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,783	2,023	1,346	2,700	3,650	5,050
应收账款	1,256	1,371	1,769	2,525	3,091	3,701
存货	530	684	824	911	1,108	1,319
其他流动资产	119	70	199	234	279	327
流动资产	3,689	4,146	4,138	6,370	8,129	10,397
% 总资产	56.0%	54.6%	48.0%	57.1%	61.4%	66.2%
长期投资	36	33	33	33	33	33
固定资产	1,562	1,978	2,437	2,840	3,004	3,147
% 总资产	23.5%	26.0%	28.3%	25.5%	22.7%	20.1%
无形资产	1,262	1,336	1,810	1,717	1,887	1,924
非流动资产	2,901	3,453	4,475	4,784	5,119	5,299
% 总资产	44.0%	45.4%	52.0%	42.9%	38.6%	33.8%
资产总计	6,590	7,599	8,612	11,154	13,248	15,697
短期借款	103	61	79	750	768	710
应付账款	1,357	2,199	2,075	2,507	3,055	3,641
其他流动负债	331	375	536	896	1,017	1,168
流动负债	1,792	2,636	2,690	4,153	4,840	5,519
长期贷款	5	4	26	26	26	26
其他长期负债	62	109	320	320	320	320
负债	1,859	2,748	3,036	4,499	5,187	5,866
普通股股东权益	4,481	4,545	5,310	6,290	7,576	9,199
少数股东权益	251	306	266	364	485	633
负债股东权益合计	6,590	7,599	8,612	11,154	13,248	15,697

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.834	0.777	1.036	1.262	1.554	1.897
每股净资产 (元)	4.577	4.643	5.424	6.426	7.740	9.397
每股经营现金流 (元)	0.867	0.975	1.238	1.457	2.116	2.566
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
回报率						
净资产收益率	18.21%	16.73%	19.10%	19.64%	20.07%	20.19%
总资产收益率	12.38%	10.01%	11.77%	11.07%	11.48%	11.83%
投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.39%	27.72%	31.44%	36.31%
增长率						
营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	20.48%	22.44%	19.72%
EBIT 增长率	1.59%	0.39%	36.47%	23.96%	24.76%	22.43%
净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	21.80%	23.14%	22.10%
总资产增长率	17.03%	15.30%	13.34%	29.51%	18.77%	18.48%
资产管理能力						
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	98.9	92.4	84.0
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.25%	-28.90%	-35.43%	-43.87%
EBIT 利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-669.2	-26,214.5	-188.5
资产负债率	28.21%	36.17%	35.26%	40.34%	39.15%	37.37%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	859	815	1,081	1,333	1,642	2,005
少数股东损益	0	0	0	98	121	147
非现金支出	119	151	243	435	555	664
非经营收益	-83	3	70	-3	11	10
营运资金变动	-47	-14	-182	-339	-136	-167
经营活动现金流	848	955	1,212	1,524	2,192	2,659
资本开支	86	398	502	726	853	789
投资	32	-5	-1,136	0	0	0
其他	38	18	96	1	1	1
投资活动现金流	-16	-385	-1,542	-725	-852	-788
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	7	-29	-60	671	17	-57
其他	-266	-317	-262	-19	-286	-266
筹资活动现金流	-259	-346	-322	652	-269	-323
现金净流量	573	224	-652	1,452	1,071	1,547

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 过去一年内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》
06	2013 年 8 月 18 日	公司点评《终止筹划重大资产重组不改变推荐逻辑》

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。