本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

2013 年 8 月 20 日

华润三九（000999）：业绩增长稳定，估值调整后即是买点

研究员：何筱微
执业证书编号：S0910510120001
电话：021-62448067
Email：hexiaowei@casstock.com

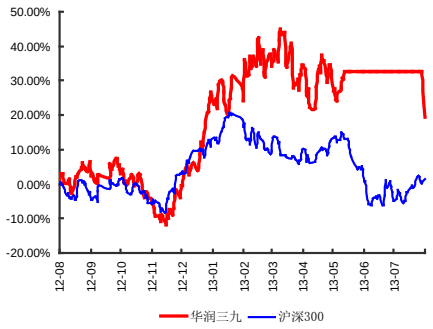
研究支持：吴琳
电话：021-62442039
Email：wulin@casstock.com

维持评级： 买入

当前价格：26.41元
目标价格：34.16元
目标期限：6个月

总股本：97890万
总市值：258.53亿
流通比例：36.29%

华润三九（000999）股价表现



相关研究：
《华润三九（000999）：处方药增长提速，全年业绩目标有望实现》2012/8/13
《华润三九（000999）：看好并购整合能力，OTC 业务继续拓展》2012/3/7

主要观点：

◆ **公告终止资产重组，估值调整。**公司在8月19日发布终止重组公告，公告中称，经过调查和论证，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。受此消息影响，公司股价当日跌停。

◆ **经营未受影响，业绩持续增长。**公司的医药产品主要集中在中药处方药和OTC类，其中，中药处方药收入在2009年-2012年期间复合增长率超过70%，OTC类产品收入复合增速在18%左右。目前我国中药注射剂市场规模超过400 亿元，占中药行业整体规模的20%，预计未来3年复合增速超过30%。三九拥有参附注射液和华蟾素注射液两大独家品种，价格有抗跌性，预计今年增速将超过40%，未来有望成为10亿级的大品种。中药配方颗粒受益于政策壁垒，目前仅有5家试点企业在产，形成寡头垄断，公司近年来因产能受限，增速低于竞品，红日药业的中药配方颗粒2012年收入增速为86%，今年上半年增速为65%，随着淮北新产能投产，三九的配方颗粒产能有望翻倍，增速也将逐步提升。OTC类产品集中在感冒类、肠胃类和皮肤类，“999”品牌深入人心，三九感冒灵，三九胃泰、皮炎平增长稳定，预计今年OTC类产品增速在15%左右。

◆ **业绩增长稳定，看好长期发展。**尽管本次资产重组被终止，但我们认为公司不盲目并购是利好公司长远发展的，背靠华润强大的并购整合能力，未来仍有较大机会进行资产并购重组以发展华润系下的中成药与OTC平台。我们预测2013年-2015年EPS分别为1.22元、1.5元和1.71元，对应当前股价，13年PE为22倍，给予2013年28倍PE，目标价34.16元，维持买入评级。

◆ **风险提示：**OTC类广告禁令对该类产品销售产生不利影响；中药注射剂用药风险。

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

财务报表预测

利润表（百万元）

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	**6891**	**8595**	**10793**	**13647**
营业成本	2678	3309	4183	5270
毛利	**4213**	**5286**	**6610**	**8377**
	61.1			
%营业收入	*%*	*61.5%*	*61.2%*	*61.4%*
营业税金及附加	90	112	141	178
%营业收入	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*	*1.3%*
销售费用	2199	2742	3443	4353
	31.9			
%营业收入	*%*	*31.9%*	*31.9%*	*31.9%*
管理费用	667	834	1047	1324
%营业收入	*9.7%*	*9.7%*	*9.7%*	*9.7%*
财务费用	-13	-17	-22	-27
%营业收入	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*	*-0.2%*
资产减值损失	8	123	162	210
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资收益	1	0	0	0
营业利润	**1262**	**1492**	**1838**	**2339**
	18.3			
%营业收入	*%*	*17.4%*	*17.0%*	*17.1%*
营业外收支	21	20	20	20
利润总额	**1283**	**1512**	**1858**	**2359**
	18.6			
%营业收入	*%*	*17.6%*	*17.2%*	*17.3%*
所得税费用	202	237	292	370
净利润	1081	1274	1567	1988
归属于母公司所有者的净利润	**1014**	**1196**	**1470**	**1866**
少数股东损益	67	79	97	123
EPS（元/股）	**1.04**	**1.22**	**1.50**	**1.71**

现金流量表（百万元）

	2012	2013E	2014E	2015E
经营活动现金流净额	**1212**	**1697**	**2122**	**2645**
取得投资收益收回现金	0	0	0	0
长期股权投资	-1136	0	0	0
无形资产投资	0	0	0	0
固定资产投资	-502	-1289	-1619	-2047
其他	96	0	0	0

资产负债表（百万元）

	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1346	1334	1417	1483
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	539	669	840	1063
存货	824	1016	1285	1618
预付账款	176	217	275	346
其他流动资产	24	29	36	45
流动资产合计	**4138**	**4795**	**5774**	**6984**
可供出售金融资产	0	0	0	0
持有至到期投资	0	0	0	0
长期股权投资	20	20	20	20
投资性房地产	23	23	23	23
固定资产合计	2427	3342	4435	5788
无形资产	1424	1386	1348	1348
商誉	307	307	307	307
递延所得税资产	62	19	25	33
其他非流动资产	211	411	611	811
资产总计	**8612**	**10302**	**12543**	**15314**
短期贷款	79	0	0	0
应付款项	721	889	1125	1417
预收账款	360	447	561	710
应付职工薪酬	313	387	489	616
应交税费	222	266	329	418
其他流动负债	994	1233	1553	1960
流动负债合计	**2690**	**3222**	**4057**	**5120**
长期借款	26	26	26	26
应付债券	0	0	0	0
递延所得税负债	38	0	0	0
其他非流动负债	282	562	842	1122
负债合计	**3036**	**3810**	**4926**	**6268**
归属于母公司所有者权益	5310	6147	7176	8482
少数股东权益	266	345	442	564
股东权益	**5576**	**6492**	**7617**	**9046**
负债及股东权益	**8612**	**10302**	**12543**	**15314**

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

投资活动现金流净额	**-1542**	**-1289**	**-1619**	**-2047**	基本指标				
债券融资	0	0	0	0	EPS	1.036	1.222	1.502	1.709
股权融资	0	0	0	0	BVPS	5.42	6.28	7.33	8.66
银行贷款增加（减少）	-60	-79	0	0	PE	19.49	16.53	13.44	11.82
筹资成本	256	-342	-419	-532	PEG	0.86	0.73	0.60	0.52
其他	-518	0	0	0	PB	3.72	3.22	2.75	2.33
筹资活动现金流净额	**-322**	**-421**	**-419**	**-532**	EV/EBITDA	12.56	9.77	7.72	6.09
						19.1			
现金净流量	**-652**	**-12**	**83**	**66**	ROE	%	19.5%	20.5%	22.0%

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn

具备证券投资咨询业务资格的说明:

根据中国证监会核发的经营证券业务许可，航天证券有限责任公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

投资评级说明:

—报告发布后的 6 个月内上市公司股票涨跌幅相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准

—股票投资评级标准:

买入: 相对强于基准表现 20%以上

增持: 相对强于基准表现 10～20%

中性: 相对基准表现在-10%～+10%之间波动

减持: 相对弱于基准表现 10%以下

—行业投资评级标准:

看好: 行业超越基准整体表现

中性: 行业与基准整体表现持平

看淡: 行业弱于基准整体表现

免责声明:

本报告版权归“航天证券”所有，未经事先书面授权，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“航天证券”，且不得对本报告进行有悖原意的删节和修改。本报告基于我公司及研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及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。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议作出任何形式的担保。

风险提示:

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询价。投资者对其投资行为负完全责任，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。

航天证券有限责任公司
地址: 上海市曹杨路 430 号
电话: 021-62446688
网址: www.casstock.com

本研报由中国最大的投资研究平台“慧博投研资讯”收集整理，阅读更多研报请访问“慧博投研资讯”
点击进入 http://www.hibor.com.cn