

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华润三九 (000999)

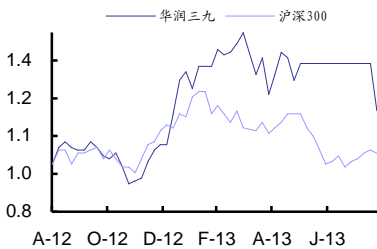
推荐

2013 年半年报点评

(维持评级)

2013 年 08 月 26 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	979/355
总市值/流通 (百万元)	25,158/9,130
上证综指/深圳成指	2,057/8,166
12 个月最高/最低价	32.61/18.78

相关研究报告:

- 《华润三九-000999-2013 年 1 季报点评: Q1 增速偏低不改全年预期》——2013-04-26
- 《华润三九-000999-2012 年年报点评: 以品牌和管理优势进入积极扩张期》——2013-03-28
- 《华润三九-000999-重大事件快评: 收购桂林天和, 内生外延并举发展》——2013-01-16
- 《华润三九-000999-2012 年 3 季报点评: 稳健增长符合预期》——2012-10-30
- 《华润三九-000999-2012 年 1 季报点评: 处方药快速增长拉动业绩超预期》——2012-04-27

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908
E-MAIL: dingdan@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120006

证券分析师: 胡博新

电话: 0755-82133263
E-MAIL: hubx@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980512060001

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

二季度环比明显提升

● 业绩平稳增长 16%符合预期, 经营性现金流大增 84%

2013 年上半年公司实现营业收入 38 亿元, 同比增 14.99%, 其中制药业务收入同比增 16.04%; 归母净利润 5.97 亿元, 同比增 15.79%, EPS0.61 元/股, 完全符合预期。经营活动产生的现金流量净额 6.97 亿元, 同比大增 84.27%并明显高于净利润, 盈利质量优异。

● Q2 单季收入增 28%、净利增 24%、环比提升明显

Q1 因基数等原因收入、净利分别增 4%、8%, 增速较低; Q2 增速明显提升, 收入、净利分别增 28%、24%。在较高的基数上, 公司整体经营仍保持向上势头。随着下半年感冒系列产品的消费旺季到来, 全年有望实现收入增 20%达到 82.7 亿元的目标。

● OTC 稳定增长, 处方药增速放缓下半年有望提升

OTC 业务: 实现收入 20.71 亿元, 同比增 16.28%, 毛利率 64.9%同比提升 1.04pp。传统的感冒、肠胃用药平稳增长, 顺峰的皮肤药系列实现了 20%左右的较快增长。

处方药业务: 实现收入 12.66 亿元, 同比增 15.65%, 毛利率 70.19%同比提升 4.53pp。收入增速较去年 51%的高增长明显放缓, 除基数原因, 也因 4 月四川雅安地震影响雅安三九的出货。中药配方颗粒淮北生产基地投产但产能释放有一个过程, 上半年增长 20%, 下半年产能受限情况进一步缓解后增速有望加快。

● 风险提示

药品招标降价; 中药材、白糖等原材料价格波动。

● 中长线稳步增长趋势不变, 维持“推荐”评级

维持 13-15 年 EPS 1.30/1.58/1.88 元预测, 13-14PE20x/16x。公司作为国内 OTC 行业领军企业, 既具备央企背景和资源, 又具备相对灵活的经营机制, 品类战略清晰, 经营稳健管控优异, 并将保持适当的外延并购步伐, 保持中长线业绩稳步增长。当前估值明显低于板块平均水平, 维持“推荐”评级, 一年期合理估值 35-39 元 (14PE22-25X)。公司近期公告终止购买集团资产, 我们认为公司外延并购的步伐不会因此而停止, 仍将适时收购外部优质医药资产。但公司复牌时点恰逢医药板块因估值压力和政策扰动处于调整期, 且集团资产整合预期落空, 短期股价遭遇了一定压力, 若调整过度则是中长线增持机会。

盈利预测和财务指标

	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	5,525	6,891	8,363	9,964	11,742
(+/-%)	26.6%	24.7%	21.4%	19.1%	17.8%
净利润(百万元)	760	1,014	1,281	1,561	1,859
(+/-%)	-6.8%	33.4%	26.3%	21.9%	19.1%
摊薄每股收益 (元)	0.78	1.04	1.31	1.59	1.90
EBIT Margin	16.9%	18.4%	19.1%	19.6%	19.8%
净资产收益率 (ROE)	16.7%	19.1%	21.1%	22.3%	22.9%
市盈率 (PE)	33.1	24.8	19.6	16.1	13.5
EV/EBITDA	26.0	22.2	15.3	12.9	11.2
市净率 (PB)	5.5	4.7	4.1	3.6	3.1

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

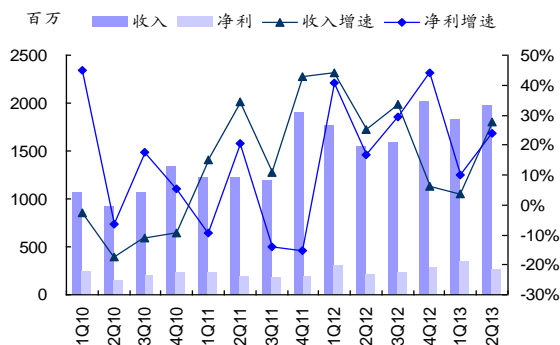
注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

表 1: 主要参控子公司业绩

子公司	2009	2010	2011	2012	2013H1		
	净利润	净利润	净利润	净利润	收入	净利润	净利增速
雅安三九药业有限公司	6095	10823	13281	17797	32796	12011	36.52%
深圳华润九新药业有限公司	4619	6063	6447	11824	15880	5971	16.69%

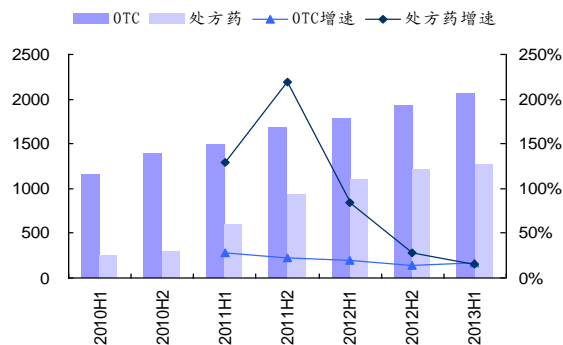
资料来源: Wind, 国信证券经济研究所

图 1: 10Q1~13Q2 收入和净利增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

图 2: 2010~2013 年 OTC 和处方药增速



资料来源: 公司公告, 国信证券经济研究所

表 1: 华润三九细分产品盈利预测 (百万元)

	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
医药工业							
收入	3149.82	3712.60	4719	5994	7291	8691	10228
同比增长	30.61%	17.87%	27.1%	27.0%	21.6%	19.2%	17.7%
毛利率	68.35%	66.87%	64.2%	66.1%	66.7%	67.1%	67.2%
OTC							
收入	2257	2544	3177	3699	4365	5107	5924
同比增长	30.72%	12.73%	24.89%	16.43%	18.00%	17.00%	16.00%
毛利率	69.30%	67.68%	63.07%	66%	67%	67%	67%
抗生素及原料药							
收入	261	320	279	413	433	433	433
同比增长	13.11%	22.80%	-13%	48%	5%	0%	0%
毛利率	47.95%	60.85%	60%	59%	59%	59%	59%
中药处方药							
收入	419	550	870	1366	1803	2254	2750
同比增长	37.25%	31.40%	158%	57%	32%	25%	22%
毛利率	79.85%	70.73%	72%	72%	72%	72%	72%
增速	30.00%	20.00%	25%	22%	22%	18%	17%
中药配方颗粒							
收入	213	298	393	511	690	898	1122
同比增长	42.77%	39.62%	32%	30%	35%	30%	25%
毛利率	60.72%	59.36%	59%	58%	59%	60%	60%

药品批发零售							
收入	1027						
同比增长	5.08%						
毛利率	9.38%						
包装印刷							
收入	311.73	343.49	411	433	476	524	576
同比增长	7.98%	10.19%	20%	5%	10%	10%	10%
毛利率	27.17%	31.24%	29%	30%	28%	28%	28%
医疗服务							
收入	159.27	203.17	294	393	491	614	768
同比增长	33.09%	27.56%	45%	34%	25%	25%	25%
毛利率	27.35%	25.52%	25%	24%	26%	26%	26%
其他(房地产)							
收入	20.37	13.67	31	2	2	2	2
同比增长	-95.00%	-32.86%	125%	0%	0%	0%	0%
毛利率	-34.05%	25.57%	75%	-34%	0%	0%	0%
海外贸易							
收入		70.19	69	46	55	67	80
同比增长		41.65%	30%	-33%	20%	20%	20%
毛利率		30.19%	21%	29%	30%	30%	30%
合计							
主营业务收入	4827	4343	5524	6869	8317	9898	11655
其他收入	25	22	1	22	20	20	20
总收入	4852	4365	5525	6891	8337	9918	11675
同比增长	12.42%	-10.04%	26.58%	24.4%	21.1%	19.0%	17.7%
毛利率	50.43%	61.40%	59.0%	61.0%	61.8%	62.2%	62.3%

资料来源：Wind、国信证券经济研究所

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
现金及现金等价物	1346	2134	2796	3658
应收款项	1769	2291	2866	3539
存货净额	824	962	1189	1464
其他流动资产	199	242	288	340
流动资产合计	4138	5629	7140	9001
固定资产	2437	2446	2442	2372
无形资产及其他	1424	1367	1311	1254
投资性房地产	594	594	594	594
长期股权投资	20	21	22	23
资产总计	8612	10058	11508	13243
短期借款及交易性金融负债	79	150	200	250
应付款项	721	1171	1388	1640
其他流动负债	1889	1944	2080	2273
流动负债合计	2690	3265	3667	4163
长期借款及应付债券	26	26	26	26
其他长期负债	320	370	420	470
长期负债合计	347	397	447	497
负债合计	3036	3662	4114	4660
少数股东权益	266	317	379	453
股东权益	5310	6078	7015	8130
负债和股东权益总计	8612	10058	11508	13243

关键财务与估值指标	2012	2013E	2014E	2015E
每股收益	1.04	1.31	1.59	1.90
每股红利	0.26	0.52	0.64	0.76
每股净资产	5.42	6.21	7.17	8.31
ROIC	21%	25%	30%	33%
ROE	19%	21%	22%	23%
毛利率	61%	62%	62%	62%
EBIT Margin	18%	19%	20%	20%
EBITDA Margin	22%	22%	23%	23%
收入增长	25%	21%	19%	18%
净利润增长率	33%	26%	22%	19%
资产负债率	38%	40%	39%	39%
息率	1%	2%	2%	3%
P/E	24.8	19.6	16.1	13.5
P/B	4.7	4.1	3.6	3.1
EV/EBITDA	19.0	15.3	12.9	11.2

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6891	8363	9964	11742
营业成本	2678	3186	3760	4416
营业税金及附加	90	92	110	129
销售费用	2199	2668	3178	3746
管理费用	667	818	964	1125
财务费用	(13)	(7)	(10)	(13)
投资收益	1	2	2	2
资产减值及公允价值变动	(8)	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1262	1606	1961	2339
营业外净收支	21	20	20	20
利润总额	1283	1626	1981	2359
所得税费用	202	260	317	378
少数股东损益	67	85	104	123
归属于母公司净利润	1014	1281	1561	1859

现金流量表 (百万元)	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	1014	1281	1561	1859
资产减值准备	(4)	13	0	0
折旧摊销	225	282	309	326
公允价值变动损失	8	2	2	2
财务费用	(13)	(7)	(10)	(13)
营运资本变动	(849)	(136)	(447)	(504)
其它	54	38	62	74
经营活动现金流	448	1481	1487	1756
资本开支	(639)	(250)	(250)	(200)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(640)	(251)	(251)	(201)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	22	0	0	0
支付股利、利息	(256)	(512)	(624)	(743)
其它融资现金流	(16)	71	50	50
融资活动现金流	(485)	(441)	(574)	(693)
现金净变动	(677)	788	662	862
货币资金的期初余额	2023	1346	2134	2796
货币资金的期末余额	1346	2134	2796	3658
企业自由现金流	(204)	1240	1252	1576
权益自由现金流	(198)	1317	1310	1637

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	闫莉	010-88005316
固定收益		交通运输		机械	
赵婧	021-60875174	郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422
		岳鑫	0755-82130432	陈玲	021-60875162
		糜怀清	021-60933167	杨森	0755-82133343
商业贸易		钢铁及新材料		房地产	
孙菲菲	0755-82130722	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		电子	
吴琳琳	0755-82130833-1867	贺平鸽	0755-82133396	刘翔	021-60875160
朱振坤	010-88005317	丁丹	0755-82139908	陈平	021-60933151
		杜佐远	0755-82130473	卢文汉	021-60933164
		胡博新	0755-82133263		
		刘勍	0755-82133400		
计算机		传媒		纺织服装及日化	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	朱元	021-60933162
		刘明	010-88005319		
电力及公共事业		非银行金融		银行	
陈青青	0755-22940855	邵子钦	0755-82130468	王婧	
		田良	0755-82130470		
		童成墩	0755-82130513		
轻工		建筑工程及建材		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-82130678		
通信		电力设备		新能源	
程成	0755-22940300	杨敬梅	021-60933160	张弢	010-88005311
食品饮料		旅游		农业	
龙飞	0755-82133920	曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165
		钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163
金融工程		基金评价与研究			
戴军	0755-82133129	李腾	010-88005310		
林晓明	021-60875168	蔡乐祥	0755-82130833-1368		
秦国文	0755-82133528	钱晶	021-60875163		
张璐楠	0755-82130833-1379	潘小果	0755-82130843		
郑亚斌	021-60933150				
陈志岗	0755-82136165				
马瑛清	0755-22940643				
吴子昱	0755-22940607				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		