



中航证券金融研究所

沈文文

证券执业证书号：S0640513070003

电话：0755-83688575

邮箱：wwshenavic@163.com

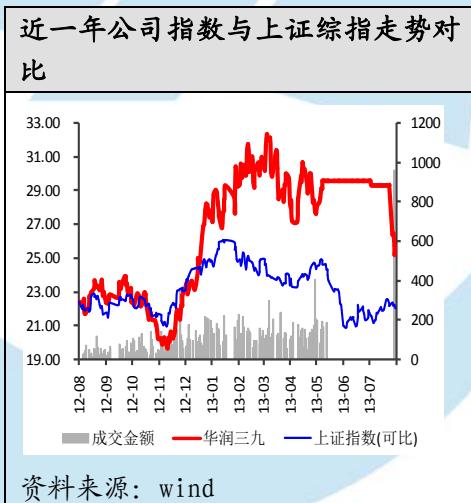
华润三九（000999）中报点评：业绩增长稳定，经营质量良好

行业分类：医药

2013年08月24日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	36.68
当前股价（13.08.23）	25.70

基础数据	
上证指数	2057.46
总股本（亿）	9.79
流通A股（亿）	3.55
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	91.30
每股净资产（元）	5.73
ROE（2013H）	10.77%
资产负债率（2013H）	38.34%
动态市盈率	19.62
市净率	4.49



2013年中期报告：

- 报告期内公司实现营业收入380,049.60万元，同比增长14.99%；利润总额74,149.55万元，同比增长13.75%；归属于上市公司股东的净利润59,704.66万元，同比增长15.79%；归属于上市公司股东的扣除非经常性损益后的净利润为59,179.58万元，同比增长15.72%。
- 业绩增长总体平稳。上半年，公司的999品牌家庭系列用药销售增长稳定，其中增长较快的包括感冒、皮肤和胃肠科，一月份收购的天和药业的主要药物品种也表现出了良好的增长，公司的OTC药物已经覆盖了8万多家终端，接近市场总量的20%，OTC业务实现营业收入207,104.23万元，同比增长16.28%。受参附、参麦和舒血宁注射液快速增长以及中药配方颗粒新增产能逐步投产的带动，处方药业务实现营业收入126,571.34万元，同比增长15.65%，收入增速有所下滑，主要是因为基数变大，且报告期内无新增的大类处方药品种。同时因为“4.20”雅安地震，以生产注射剂等处方药为主的雅安三九药业有限公司的经营受到一段时间的影响，我们估计为20天，以雅安三九上半年12,011.14万元的净利润为标准进行计算，利润影响为2,402.23万元（当然由于产销的周期因素，可能存在高估），因此下半年处方药的收入增速有望小幅反弹。
- 现金流量进一步提高。报告期内，公司经营活动产生的现金流量净额为69,661.26万元，同比大幅增长84.27%，主要是销售回款增加所致。公司一直重视对销售账期和现金流的管理，加上去年债券融资的剩余资金，公司账面资金17亿元，现金流比较充裕。
- 终止资产重组的长期影响可以忽略。上半年，公司因为华润医药集团内部的资产重组，停牌长达两个月以上，最终由于公司对行业政策和重组对象的长期盈利能力的慎重考虑，终止了资产重组计划，公司股价短期内出现了一定的波动，2013年公司可能不会再有重组事件的发生，但长期来看，此次重组计划终止的影响可以忽略不计。
- 风险因素：药品降价的风险；中药材价格上涨的风险；白糖价格波动的风险。
- 我们预计公司2013-2015年的EPS分别为1.31元、1.62元和1.97元对应的动态市盈率分别为19.62倍、15.86倍和13.05倍，考虑到公司的成长性比较确定，我们给予公司28倍的市盈率，目标价36.68元，维持买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址：www.avicsec.com
 联系电话：0755-83692635
 传真：0755-83688539



华润三九（000999）公司点评报告】

图表 1：盈利预测表

财务和估值数据摘要						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4365.15	5525.22	6891.10	8532.47	10450.47	12635.06
增长率(%)	N/A	26.58%	24.72%	23.82%	22.48%	20.90%
归属母公司股东净利润	815.98	760.45	1014.08	1283.87	1583.88	1931.52
增长率(%)	N/A	-6.81%	33.35%	26.61%	23.37%	21.95%
每股收益(EPS)	0.834	0.777	1.036	1.312	1.618	1.973
每股股利(DPS)	0.300	0.300	0.000	0.393	0.485	0.592
每股经营现金流	0.869	0.977	1.241	1.356	1.108	1.978
销售毛利率	61.37%	58.96%	61.14%	60.68%	60.81%	60.85%
销售净利率	19.68%	14.75%	15.69%	16.04%	16.16%	16.30%
净资产收益率(ROE)	19.37%	16.73%	19.10%	20.68%	21.65%	22.28%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	20.15%	24.19%	23.85%	24.13%	24.57%
市盈率(P/E)	38.39	41.19	30.89	24.40	19.78	16.22
市净率(P/B)	7.44	6.89	5.90	5.05	4.28	3.61
股息率(分红/股价)	0.009	0.009	0.000	0.012	0.015	0.018
报表预测						
利润表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4365.15	5525.22	6891.10	8532.47	10450.47	12635.06
减: 营业成本	1686.23	2267.39	2678.21	3354.97	4095.54	4946.63
营业税金及附加	20.59	70.78	90.06	87.02	106.58	128.86
营业费用	1355.67	1758.95	2199.22	2696.42	3302.54	3992.92
管理费用	385.53	507.39	667.10	797.79	977.12	1181.38
财务费用	-14.56	-15.69	-12.57	-12.80	-16.66	-36.08
资产减值损失	-3.72	11.80	7.90	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	27.23	2.24	0.93	1.00	1.00	1.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	962.63	926.84	1262.11	1610.08	1986.35	2422.36
加: 其他非经营损益	71.40	21.27	20.68	0.00	0.00	0.00
利润总额	1034.03	948.11	1282.78	1610.08	1986.35	2422.36
减: 所得税	174.92	132.99	201.69	241.36	297.80	363.20
净利润	859.10	815.13	1081.09	1368.72	1688.54	2059.16
减: 少数股东损益	43.12	54.68	67.01	84.84	104.67	127.64
归属母公司股东净利润	815.98	760.45	1014.08	1283.87	1583.88	1931.52
资产负债表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
货币资金	1475.87	1700.69	833.53	1706.49	2090.09	3341.31
应收和预付款项	1283.19	1439.79	1944.51	2247.80	2885.72	3320.49
存货	490.44	683.53	823.68	985.75	1223.10	1444.77
其他流动资产	0.20	0.42	23.74	23.74	23.74	23.74
长期股权投资	18.11	18.88	19.80	19.80	19.80	19.80
投资性房地产	9.96	13.70	12.96	12.96	12.96	12.96
固定资产和在建工程	1340.22	1977.67	2436.60	2699.57	2932.54	3135.51
无形资产和开发支出	1161.83	1319.04	1768.39	1800.69	1829.40	1854.51
其他非流动资产	8.50	63.79	174.94	159.28	138.61	138.61
资产总计	5788.31	7217.51	8038.16	9656.09	11155.96	13291.69
短期借款	20.00	61.26	79.09	340.09	439.80	0.00
应付和预收款项	918.50	2199.22	2074.54	2448.92	2636.70	3093.73
长期借款	2.95	4.26	26.26	26.26	26.26	26.26
其他负债	383.10	102.22	282.18	282.18	282.18	282.18
负债合计	1324.54	2366.95	2462.07	3097.45	3384.94	3402.18
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1349.62	1207.08	1193.51	1193.51	1193.51	1193.51
留存收益	1884.40	2359.01	3137.35	4036.07	5144.78	6496.84
归属母公司股东权益	4212.92	4544.99	5309.77	6208.48	7317.19	8669.25
少数股东权益	250.85	305.57	266.32	351.16	455.83	583.47
股东权益合计	4463.77	4850.56	5576.08	6559.64	7773.02	9252.72
负债和股东权益合计	5788.31	7217.51	8038.16	9657.09	11157.96	12654.90
现金流量表	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
经营性现金净流量	850.28	956.15	1214.71	1327.20	1084.56	1935.95
投资性现金净流量	-67.82	-385.00	-1541.91	-346.00	-346.00	-346.00
筹资性现金净流量	-256.75	-345.38	-321.95	-108.24	-354.96	-338.74
现金流量净额	523.43	224.76	-649.23	872.96	383.60	1251.22

资料来源：wind、中航证券金融研究所



投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

沈文文，SAC执业证书号：S0640513070003，南开大学理学学士（生物科学专业）、生理学硕士（医学分子生物学方向），2011年7月加入中航证券金融研究所，从事医药生物行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与，未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送达或为任何就送达、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。