

## 华润三九(000999.SZ)

### 中报符合预期, 看好成长空间

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

袁倩倩 CFA 陈景乐 CPA

S0740513070001 王佳悦

021-20315202 孙建 Ph.D

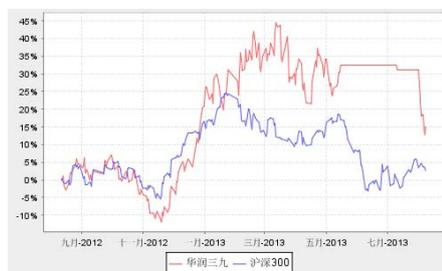
qiuqq@r.qlzq.com.cn 陈康

2013年8月25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)	25.70
市值(百万元)	25157.73
流通市值(百万元)	9129.80

#### 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)					
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	20.37	16.54	13.55
PEG	—	0.69	0.93	0.71	0.61
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	4.00	3.32	2.73
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:** 8月24日华润三九公布中报, 2013上半年公司实现收入38.00亿元, 同比增长14.99%, 实现归属于上市公司股东的净利润5.97亿元, 同比增长15.79%, 基本符合我们的中期前瞻(17%)。
- **点评:** 2013上半年公司经营性活动产生的现金流量净额同比增长84.27%, 达到6.97亿元, 远高于净利润增长, 显示盈利增长的质量较高; 从单季度收入和净利润的同比增速来看, 2013Q2的收入和净利润增速分别为27.81%和24.00%, 符合我们对2013年全年逐季度前低后高的判断。
- 从主要品类来看, 上半年OTC业务收入20.71亿元, 同比增长16.28%, 感冒品类、胃肠用药品类稳步增长, 温胃舒、小儿止咳糖浆等增长约30%, 顺峰、天和的整合效应显现; 处方药业务收入12.66亿元, 同比增长15.65%, 其中部分中药注射剂品种的供货受到“4.20”雅安地震影响, 配方颗粒的产能仍有受限。

图表 1: 华润三九单季度收入和净利润增长(百万元)

	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2
营业总收入	1,764.44	1,540.51	1,575.59	2,010.57	1,831.49	1,969.00
收入同比增长	44.23%	25.32%	33.65%	6.17%	3.80%	27.81%
毛利率	60.07%	58.64%	60.82%	64.23%	61.37%	62.61%
销售费用率	29.79%	33.05%	32.07%	32.78%	31.19%	34.05%
管理费用率	6.60%	8.42%	9.60%	13.41%	7.13%	9.91%
财务费用率	-0.25%	-0.15%	0.04%	-0.32%	-0.18%	0.02%
所得税率	18.64%	13.12%	13.79%	15.81%	14.84%	17.91%
归属于母公司所有者的净利润	306.85	208.77	225.04	273.41	338.17	258.87
净利润同比增长	40.76%	16.86%	29.22%	44.17%	10.21%	24.00%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所



- **OTC 业务, 公司在品牌和渠道方面进一步强化核心竞争力。**公司具有较强的 OTC 市场品牌运作经验, 打造了 999 全系列家庭用药品牌及 999 皮炎平、999 感冒灵、三九胃泰、999 强力枇杷露等品牌产品, 核心品种在感冒药和皮肤药市场具有领导地位。2013 上半年公司继续全面打造 999 主品牌, 通过线上沟通与线下活动, 传播“999 全系列家庭用药”的核心内涵。针对“N”品牌, 公司进一步明确了“顺峰”皮肤药品牌的核心定位、沟通策略, 并积极开展“天和”品牌的研究。OTC 销售网络覆盖了全国最优质的经销商和近 8 万家销售终端, 2013H1 公司进一步加强渠道下沉。
- **处方药业务, 公司在品种和营销上加强核心竞争力。**公司继续以参附注射液、华蟾素、中药配方颗粒为重点, 推进处方药专业化学术研究和市场推广工作; 公司的处方药销售网络覆盖全国 5,000 多家医院, 公司利用医改契机, 积极拓展县级医院和基层医疗市场。“4.20”雅安地震对公司部分中药注射剂品种的供货造成一定影响, 另外公司的中药配方颗粒仍然受限于产能, 随着这些影响的消除, 我们看好公司中药注射剂和中药配方颗粒未来的成长空间。
- **外延式扩张, 获取优质品种的能力继续得到验证。**2013H1 公司完成桂林天和 97.43% 股权的收购, 获得了天和骨通贴膏、天和追风膏等多个优质品种; 正在开展临清华威 100% 股权的收购工作, 该项收购将为公司补充补益、胃肠等领域的多个品种。
- **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:**我们预测 2013-2015 年净利润为 12.4、15.2、18.6 亿元, 增速为 21.80%、23.14%、22.10%, 对应 EPS 为 1.26、1.55、1.90 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。近期由于重组终止, 公司股票大幅调整带来买入良机, 重申“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 2: 华润三九销售收入预测表 (百万元)

项 目	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
<b>OTC药品</b>						
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%
<b>处方药</b>						
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%
<b>医疗服务</b>						
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%
<b>包装印刷</b>						
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%
<b>其他</b>						
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%
<b>销售收入小计</b>	<b>4343.11</b>	<b>5506.48</b>	<b>6868.88</b>	<b>8302.23</b>	<b>10164.94</b>	<b>12169.83</b>
<b>平均毛利率</b>	<b>61.40%</b>	<b>58.97%</b>	<b>61.17%</b>	<b>61.47%</b>	<b>61.73%</b>	<b>61.96%</b>

来源: 齐鲁证券研究所

图表 3: 华润三九主要子公司单体净利润 (百万元)

公司名称	股权比例	主要产品	2011年	2012年	2012H1	2013H1
深圳华润九新	100%	五水头孢唑啉等抗生素	64.47	118.24	51.17	59.71
雅安三九	80%	参附、参麦等中药注射剂	132.81	177.97	87.98	120.11

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

图表 4: 华润三九财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,365	5,525	6,891	8,302	10,165	12,170	货币资金	1,783	2,023	1,346	2,700	3,650	5,050
增长率	-10.05%	26.6%	24.7%	20.5%	22.4%	19.7%	应收账款	1,256	1,371	1,769	2,525	3,091	3,701
营业成本	-1,686	-2,267	-2,678	-3,199	-3,890	-4,629	存货	530	684	824	911	1,108	1,319
% 销售成本	38.6%	41.0%	38.9%	38.5%	38.3%	38.0%	其他流动资产	119	70	199	234	279	327
毛利	2,679	3,258	4,213	5,103	6,274	7,540	流动资产	3,689	4,146	4,138	6,370	8,129	10,397
% 销售成本	61.4%	59.0%	61.1%	61.5%	61.7%	62.0%	% 总资产	56.0%	54.6%	48.0%	57.1%	61.4%	66.2%
营业税金及附加	-21	-71	-90	-109	-133	-159	长期投资	36	33	33	33	33	33
% 销售成本	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	固定资产	1,562	1,978	2,437	2,840	3,004	3,147
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,640	-3,232	-3,870	% 总资产	23.5%	26.0%	28.3%	25.5%	22.7%	20.1%
% 销售成本	31.1%	31.8%	31.9%	31.8%	31.8%	31.8%	无形资产	1,262	1,336	1,810	1,717	1,887	1,924
管理费用	-386	-507	-667	-797	-966	-1,132	非流动资产	2,901	3,453	4,475	4,784	5,119	5,299
% 销售成本	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%	% 总资产	44.0%	45.4%	52.0%	42.9%	38.6%	33.8%
息税前利润 (EBIT)	917	921	1,257	1,558	1,943	2,379	资产总计	6,590	7,599	8,612	11,154	13,248	15,697
% 销售成本	21.0%	16.7%	18.2%	18.8%	19.1%	19.5%	短期借款	103	61	79	750	768	710
财务费用	15	16	13	2	0	13	应付款项	1,357	2,199	2,075	2,507	3,055	3,641
% 销售成本	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%	其他流动负债	331	375	536	896	1,017	1,168
资产减值损失	4	-12	-8	1	-17	-35	流动负债	1,792	2,636	2,690	4,153	4,840	5,519
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	长期贷款	5	4	26	26	26	26
投资收益	27	2	1	1	1	1	其他长期负债	62	109	320	320	320	320
% 税前利润	2.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%	其他	1,859	2,748	3,036	4,499	5,187	5,866
营业利润	963	927	1,262	1,561	1,927	2,358	普通股股东权益	4,481	4,545	5,310	6,290	7,576	9,199
营业利润率	22.1%	16.8%	18.3%	18.8%	19.0%	19.4%	少数股东权益	251	306	266	364	485	633
营业外收支	71	21	21	20	20	20	负债股东权益合计	6,590	7,599	8,612	11,154	13,248	15,697
税前利润	1,034	948	1,283	1,581	1,947	2,378	比率分析						
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.0%	19.2%	19.5%	每股指标						
所得税	-175	-133	-202	-248	-306	-373	每股收益 (元)	0.834	0.777	1.036	1.262	1.554	1.897
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%	每股净资产 (元)	4.577	4.643	5.424	6.426	7.740	9.397
净利润	859	815	1,081	1,333	1,642	2,005	每股经营现金流 (元)	0.867	0.975	1.238	1.457	2.116	2.566
少数股东损益	43	55	67	98	121	147	每股股利 (元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
归属于母公司的净利润	816	760	1,014	1,235	1,521	1,857	回报率						
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	14.9%	15.0%	15.3%	净资产收益率	18.21%	16.73%	19.10%	19.64%	20.07%	20.19%
现金流量表 (人民币百万元)							总资产收益率	12.38%	10.01%	11.77%	11.07%	11.48%	11.83%
净利润	859	815	1,081	1,333	1,642	2,005	投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.39%	27.72%	31.44%	36.31%
少数股东损益	0	0	0	98	121	147	增长率						
非现金支出	119	151	243	435	555	664	营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	20.48%	22.44%	19.72%
非经营收益	-83	3	70	-3	11	10	EBIT 增长率	1.59%	0.39%	36.47%	23.96%	24.76%	22.43%
营运资金变动	-47	-14	-182	-339	-136	-167	净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	21.80%	23.14%	22.10%
经营活动现金流	848	955	1,212	1,524	2,192	2,659	总资产增长率	17.03%	15.30%	13.34%	29.51%	18.77%	18.48%
资本开支	86	398	502	726	853	789	资产管理能力						
投资	32	-5	-1,136	0	0	0	应收账款周转天数	66.1	51.2	42.8	42.8	42.8	42.8
其他	38	18	96	1	1	1	存货周转天数	104.1	98.9	104.0	104.0	104.0	104.0
投资活动现金流	-16	-385	-1,542	-725	-852	-788	应付账款周转天数	105.2	93.0	83.1	83.1	83.1	83.1
股权募资	0	0	0	0	0	0	固定资产周转天数	99.2	86.0	90.4	98.9	92.4	84.0
债权募资	7	-29	-60	671	17	-57	偿债能力						
其他	-266	-317	-262	-19	-286	-266	净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.25%	-28.90%	-35.43%	-43.87%
筹资活动现金流	-259	-346	-322	652	-269	-323	EBIT 利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-669.2	-26,214.5	-188.5
现金净流量	573	224	-652	1,452	1,071	1,547	资产负债率	28.21%	36.17%	35.26%	40.34%	39.15%	37.37%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 5: 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》
07	2013 年 8 月 25 日	中报点评《中报符合预期，看好成长空间》

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。