

中药

署名人: 王威

S0960512090001

0755-82026824

wangwei5@cjis.cn

署名人: 周锐

S0960511020007

0755-82026719

zhourui@china-invs.cn

华润三九

000999

推荐

增速有所放缓, 估值便宜

公司10月28日晚公布了半年报: 收入56亿, 增长13.96%; 利润8.75亿, 同比增长17.32% (扣非后16.35%), eps0.89元, 略低于预期。

投资要点:

- **收入和利润平稳增长。**收入56亿, 增长13.96%; 利润8.75亿, 同比增长17.32% (扣非后16.35%), eps0.89元。3季度单季度收入和利润增速分别为11.74%和21.57%, 收入增速放缓的同时营业费用率下降主要是跟反商业贿赂有关。前3季度毛利率为61%, 较去年59.8%有所提升, 主要是原材料成本下降和产品结构有关系。
- **OTC业务平稳增长。**OTC业务收入整体增速估计在15%左右(桂林天和3月份左右开始并表)。感冒灵等传统大品类的增速在10%以下, 主要是因为基数较大且今年流感类的刺激因素较少, 上半年还有受到新版GSP少量影响。OTC新品(气滞胃疼颗粒, 小儿感冒, 小儿止咳等)增速较快。
- **处方药增速比预期略低。**处方药主要有3块(抗生素、中药注射剂和中药配方颗粒), 整体增速在15%左右。中药配方颗粒在淮北生产基地投产后(设计产能为300吨), 产能受限情况逐步缓解, 增速在20%多。抗生素12年是恢复性的高增长, 13年增速下滑属正常状态。中药注射剂增速放缓, 上半年是受雅安地震的影响, 三季度主要是受反商业贿赂的影响。
- **并购持续巩固竞争优势。**12年收购了皮肤用药企业顺峰, 13年上半年收购桂林天和97.43%股权。6月份收购了临清华威100%股权, 收购将为公司补充补益、胃肠等领域多个品种。公司8月19日公告: 因拟收购企业(紫竹)盈利前景存在不确定性, 决定终止重大资产重组事宜。我们预期公司的收购未来还会常态化。
- **推荐投资评级。**我们预测13-15年EPS 1.25、1.51、1.82元, 对应PE 19.4、16、13.3, 考虑到otc竞争优势明显、处方药和并购提供业绩弹性, 推荐评级, 给予6-12个月目标价30元。

风险提示: 中药材涨价, 产品降价, 并购整合进度低于预期, 中药注射剂不良反应风险

6-12个月目标价: 30.00元

当前股价: 24.21元

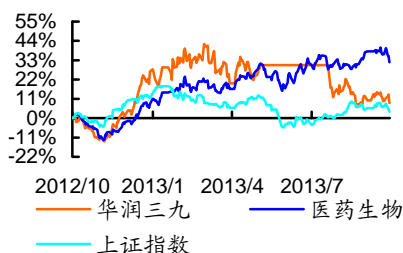
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2132.96
总股本(百万)	979
流通股本(百万)	355
流通市值(亿)	86
EPS	0.61
每股净资产(元)	5.73
资产负债率	38.3%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
华润三九	-4.53%	-17.48%	-10.30%
医药生物	-1.15%	0.32%	11.22%
上证指数	-2.98%	5.53%	-3.02%



相关报告

华润三九-2季度增速加快, 上半年处方药增速放缓-2013-08-25

华润三九-年报略超预期, 处方药和并购提供业绩弹性-2013-03-28

华润三九-并购拓展骨科产品线, 巩固otc优势-2013-01-16

主要财务指标

单位: 百万元	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入	6891	8011	9431	11107
收入同比(%)	25%	16%	18%	18%
归属母公司净利润	1014	1220	1476	1779
净利润同比(%)	33%	20%	21%	21%
毛利率(%)	61.1%	60.9%	61.0%	61.1%
ROE(%)	19.1%	19.4%	20.0%	20.4%
每股收益(元)	1.04	1.25	1.51	1.82
P/E	23.37	19.42	16.06	13.32
P/B	4.46	3.78	3.21	2.72
EV/EBITDA	15	13	11	10

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2012	2013E	2014E	2015E	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
流动资产	4138	5548	7096	9044	营业收入	6891	8011	9431	11107
现金	1346	2412	3358	4673	营业成本	2678	3132	3680	4323
应收账款	477	581	676	798	营业税金及附加	90	105	124	146
其它应收款	62	73	87	102	营业费用	2199	2507	2952	3477
预付账款	176	151	209	227	管理费用	667	775	894	1031
存货	824	955	1127	1321	财务费用	-13	-51	-84	-118
其他	1253	1375	1640	1924	资产减值损失	8	0	0	0
非流动资产	4475	4233	4078	3877	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	20	0	0	0	投资净收益	1	0	0	0
固定资产	2066	2121	2066	1912	营业利润	1262	1543	1866	2250
无形资产	1424	1437	1437	1437	营业外收入	97	0	0	0
其他	964	675	575	528	营业外支出	76	0	0	0
资产总计	8612	9781	11174	12922	利润总额	1283	1543	1866	2250
流动负债	2690	2872	3058	3351	所得税	202	242	293	353
短期借款	79	0	0	0	净利润	1081	1301	1573	1897
应付账款	591	779	864	1045	少数股东损益	67	81	97	117
其他	2020	2093	2194	2306	归属母公司净利润	1014	1220	1476	1779
非流动负债	347	287	287	287	EBITDA	1484	1687	1995	2355
长期借款	26	26	26	26	EPS (元)	1.04	1.25	1.51	1.82
其他	320	261	261	261					
负债合计	3036	3159	3345	3638	主要财务比率				
少数股东权益	266	347	444	562	会计年度	2012	2013E	2014E	2015E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积	1194	1194	1194	1194	营业收入	24.7%	16.3%	17.7%	17.8%
留存收益	3146	4112	5221	6558	营业利润	36.2%	22.2%	20.9%	20.6%
归属母公司股东权益	5310	6275	7385	8721	归属于母公司净利润	33.4%	20.3%	20.9%	20.6%
负债和股东权益	8612	9781	11174	12922	获利能力				
					毛利率	61.1%	60.9%	61.0%	61.1%
					净利率	14.7%	15.2%	15.6%	16.0%
					ROE	19.1%	19.4%	20.0%	20.4%
					ROIC	25.4%	29.4%	32.7%	37.8%
					偿债能力				
					资产负债率	35.3%	32.3%	29.9%	28.2%
					净负债比率	3.47%	0.83%	0.79%	0.72%
					流动比率	1.54	1.93	2.32	2.70
					速动比率	1.23	1.59	1.95	2.30
					营运能力				
					总资产周转率	0.85	0.87	0.90	0.92
					应收账款周转率	8	8	8	8
					应付账款周转率	4.39	4.57	4.48	4.53
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.04	1.25	1.51	1.82
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.24	1.35	1.26	1.67
					每股净资产(最新摊薄)	5.42	6.41	7.54	8.91
					估值比率				
					P/E	23.37	19.42	16.06	13.32
					P/B	4.46	3.78	3.21	2.72
					EV/EBITDA	15	13	11	10

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在±10%以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

周锐,中投医药团队荣誉: 2007—2012 年连续 6 年在新财富最佳分析师评选中入围和上榜, 2008 年和 2011 年在卖方分析师水晶球奖中获得第 2 名, 2012 年获第 1 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 10 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业分析师, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药研究;

余文心, 医药行业分析师, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业分析师, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药及医药流通研究;

王威, 医药行业分析师, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及部分中药股研究。

免责条款

本报告由中国中投证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户及特定对象使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送、转发或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 由公司授权机构承担相关刊载或转发责任, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。该研究报告谢绝媒体转载。

中国中投证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.china-invs.cn>

深圳市	北京市	上海市
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层 邮编: 100032 传真: (010) 63222939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434