

## 华润三九(000999.SZ)

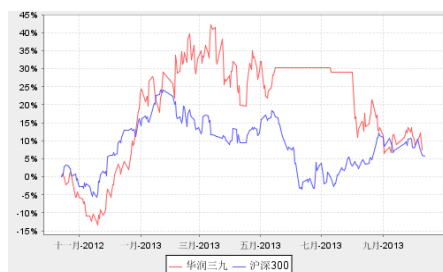
### Q3符合预期，继续看好成长潜力

**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10月29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)	24.44
市值(百万元)	23924.32
流通市值(百万元)	8682.19

#### 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	8,003.7	9,627.6	11,494.
营业收入增速	26.58%	24.72%	16.15%	20.29%	19.39%
净利润增长率	-6.81%	33.35%	20.11%	20.66%	21.30%
摊薄每股收益(元)	0.78	1.04	1.24	1.50	1.82
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	19.46	16.13	13.29
PEG	—	0.69	0.97	0.78	0.62
每股净资产(元)	4.64	5.46	6.44	7.70	9.28
每股现金流量(元)	0.98	1.24	1.46	2.08	2.51
净资产收益率	16.73%	18.99%	19.32%	19.49%	19.62%
市净率	3.73	4.34	3.76	3.14	2.61
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:** 10月29日华润三九公布三季报, 2013前三季度公司实现收入56.03亿元, 同比增长13.96%, 实现归属于上市公司股东的净利润8.75亿元, 同比增长17.32%; Q3单季度收入同比增长11.74%, Q3单季度净利润同比增长21.57%, 基本符合我们的预期。
- 点评:** 华润三九2013前三季度现金流量净额的绝对值和同比增速继续高于净利润, 显示盈利增长的质量较高; Q3单季度净利润的同比增速21.78%, 符合我们对2013年全年单季度利润增速前低后高的判断。
- 从主要品类来看, 前三季度OTC业务同比增长约15%, 其中皮炎平、三九胃泰、感冒类等大品种增速<10%, 小儿感冒药、温胃舒、养胃舒等细分品类的增速超过20%, 顺峰的整合效应显现, 增速高于20%; 前三季度公司处方药业务收入同比增长约15%, 其中中药注射剂收入同比增长约12% (结算方式改变, 销量增长约15%), 配方颗粒增长提速同比增长超过20%, 抗生素同比增长超过10%。处方药销售的影响因素主要有: 4月份雅安地震对部分中药注射剂销售有影响, Q3反商业贿赂对方药整体销售有影响。

图表 1: 华润三九单季度收入和净利润增长(百万元)

合并	2012Q1	2012Q2	2012Q3	2012Q4	2013Q1	2013Q2	2013Q3
营业收入	1,764.44	1,540.51	1,575.59	2,010.57	1,831.49	1,969.00	1,771.28
同比增长	44.23%	25.32%	33.65%	6.17%	3.80%	27.81%	12.42%
毛利率	60.07%	58.64%	60.82%	64.23%	61.37%	62.61%	59.19%
销售费用率	29.79%	33.05%	32.07%	32.78%	31.19%	34.05%	29.66%
管理费用率	6.60%	8.42%	9.60%	13.41%	7.13%	9.91%	10.87%
财务费用率	-0.25%	-0.15%	0.04%	-0.32%	-0.18%	0.02%	-0.07%
所得税率	18.64%	13.12%	13.79%	15.81%	14.84%	17.91%	9.97%
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	274.06
同比增长	40.76%	16.86%	29.22%	44.17%	10.21%	24.00%	21.78%

来源: 公司公告, 齐鲁证券研究所

- 今年以来,公司的增长和估值经历雅安地震、重大重组终止等特殊事件影响,但其前三季度净利润仍然取得了 17.32% 的稳健增长。明年上述扰动因素不会再发生,公司 OTC 业务品牌和渠道优势突出,稳健成长可期,处方药业务中药配方颗粒和中药注射剂的增速仍有提升空间,我们继续看好公司的成长潜力。
- 2013 年公司陆续完成对桂林天和(获得天和骨通贴膏、天和追风膏等多个优质品种)、临清华威(补充补益、胃肠等领域的多个品种)的收购,通过外延式扩张获取优质品种的能力继续得到验证。
- **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 12.2、14.7、17.8 亿元,增速为 21.80%、23.14%、22.10%,对应 EPS 为 1.24、1.50、1.82 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,重申“买入”评级。
- **风险因素:**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: 华润三九财务报表摘要

损益表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
营业总收入	4,365	5,525	6,891	8,004	9,628	11,495
增长率	-10.05%	26.6%	24.7%	16.1%	20.3%	19.4%
营业成本	-1,686	-2,267	-2,678	-3,099	-3,710	-4,403
% 销售收入	38.6%	41.0%	38.9%	38.7%	38.5%	38.3%
毛利	2,679	3,258	4,213	4,905	5,917	7,092
% 销售收入	61.4%	59.0%	61.1%	61.3%	61.5%	61.7%
营业税金及附加	-21	-71	-90	-105	-126	-151
% 销售收入	0.5%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%	1.3%
营业费用	-1,356	-1,759	-2,199	-2,508	-3,004	-3,586
% 销售收入	31.1%	31.8%	31.9%	31.3%	31.2%	31.2%
管理费用	-386	-507	-667	-768	-915	-1,069
% 销售收入	8.8%	9.2%	9.7%	9.6%	9.5%	9.3%
息税前利润 (EBIT)	917	921	1,257	1,524	1,873	2,286
% 销售收入	21.0%	16.7%	18.2%	19.0%	19.4%	19.9%
财务费用	15	16	13	2	-2	8
% 销售收入	-0.3%	-0.3%	-0.2%	0.0%	0.0%	-0.1%
资产减值损失	4	-12	-8	12	-10	-32
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0
投资收益	27	2	1	1	1	1
% 税前利润	2.6%	0.2%	0.1%	0.1%	0.1%	0.0%
营业利润	963	927	1,262	1,539	1,862	2,263
营业利润率	22.1%	16.8%	18.3%	19.2%	19.3%	19.7%
营业外收支	71	21	21	20	20	20
税前利润	1,034	948	1,283	1,559	1,882	2,283
利润率	23.7%	17.2%	18.6%	19.5%	19.5%	19.9%
所得税	-175	-133	-202	-245	-295	-358
所得税率	16.9%	14.0%	15.7%	15.7%	15.7%	15.7%
净利润	859	815	1,081	1,315	1,586	1,924
少数股东损益	43	55	67	97	117	142
归属于母公司的净利润	816	760	1,014	1,218	1,470	1,783
净利率	18.7%	13.8%	14.7%	15.2%	15.3%	15.5%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
净利润	859	815	1,081	1,315	1,586	1,924
少数股东损益	0	0	0	97	117	142
非现金支出	119	151	243	427	555	671
非经营收益	-83	3	70	-3	12	15
营运资金变动	-47	-14	-182	-312	-115	-155
经营活动现金流	848	955	1,212	1,524	2,155	2,596
资本开支	86	398	502	750	879	814
投资	32	-5	-1,136	0	0	0
其他	38	18	96	1	1	1
投资活动现金流	-16	-385	-1,542	-749	-878	-813
股权募资	0	0	0	0	0	0
债权募资	7	-29	-60	686	77	30
其他	-266	-317	-262	-19	-288	-271
筹资活动现金流	-259	-346	-322	666	-210	-241
现金净流量	573	224	-652	1,442	1,067	1,542

资产负债表 (人民币百万元)						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
货币资金	1,783	2,023	1,355	2,700	3,650	5,050
应收账款	1,256	1,371	1,785	2,451	2,948	3,520
存货	530	684	832	888	1,063	1,261
其他流动资产	119	70	200	228	268	314
流动资产	3,689	4,146	4,172	6,266	7,929	10,145
% 总资产	56.0%	54.6%	48.1%	56.5%	60.5%	65.3%
长期投资	36	33	33	33	33	33
固定资产	1,552	1,978	2,457	2,877	3,057	3,212
% 总资产	23.5%	26.0%	28.3%	25.9%	23.3%	20.7%
无形资产	1,262	1,336	1,816	1,726	1,901	1,942
非流动资产	2,901	3,453	4,502	4,832	5,186	5,382
% 总资产	44.0%	45.4%	51.9%	43.5%	39.5%	34.7%
资产总计	6,590	7,599	8,674	11,098	13,115	15,526
短期借款	103	61	79	765	842	872
应付款项	1,357	2,199	2,098	2,437	2,920	3,469
其他流动负债	331	375	542	882	988	1,130
流动负债	1,792	2,636	2,720	4,084	4,750	5,472
长期贷款	5	4	26	26	26	26
其他长期负债	62	109	321	321	321	321
负债	1,859	2,748	3,067	4,431	5,097	5,819
普通股股东权益	4,481	4,545	5,340	6,304	7,538	9,086
少数股东权益	251	306	266	363	480	621
负债股东权益合计	6,590	7,599	8,674	11,098	13,115	15,526

比率分析						
	2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
每股指标						
每股收益 (元)	0.834	0.777	1.036	1.244	1.501	1.821
每股净资产 (元)	4.577	4.643	5.455	6.440	7.701	9.282
每股经营现金流 (元)	0.867	0.975	1.238	1.458	2.082	2.507
每股股利 (元)	0.000	0.000	0.260	0.260	0.240	0.240
回报率						
净资产收益率	18.21%	16.73%	18.99%	19.32%	19.49%	19.62%
总资产收益率	12.38%	10.01%	11.69%	10.97%	11.21%	11.48%
投入资本收益率	25.11%	27.50%	24.27%	26.97%	30.11%	34.65%
增长率						
营业总收入增长率	-10.05%	26.58%	24.72%	16.15%	20.29%	19.39%
EBIT增长率	1.59%	0.39%	36.47%	21.30%	22.86%	22.06%
净利润增长率	15.01%	-6.81%	33.35%	20.11%	20.66%	21.30%
总资产增长率	17.03%	15.30%	14.14%	27.95%	18.18%	18.39%
资产管理能力						
应收账款周转天数	66.1	51.2	42.9	42.9	42.9	42.9
存货周转天数	104.1	98.9	104.5	104.5	104.5	104.5
应付账款周转天数	105.2	93.0	83.9	83.9	83.9	83.9
固定资产周转天数	99.2	86.0	90.9	104.0	99.2	90.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-35.39%	-40.35%	-22.29%	-28.63%	-34.69%	-42.77%
EBIT利息保障倍数	-63.0	-58.7	-100.0	-731.5	1,098.2	-289.2
资产负债率	28.21%	36.17%	35.36%	39.93%	38.86%	37.48%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 4: 过去一年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》
08	2013年10月29日	季报点评《Q3符合预期, 继续看好成长潜力》

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。