

经营平稳，业绩符合预期

华润三九 (000999) 2013 年报点评

推荐 (维持)

风险评级：一般风险

2014 年 3 月 10 日

投资要点：

- ◆ **业绩符合预期：**2013 年实现营业收入 78.02 亿元，同比增长 12.36%；归属上市公司股东净利润 11.81 亿元，同比增长 15.67%，对应 EPS 1.21 元；归属上市公司股东扣除非经常性损益的净利润 11.54 亿元，同比增长 15.12%；经营活动现金流量 14.67 亿元，同比增长 20.74%，经营质量优秀；分配预案为每股派 0.26 元。
- ◆ **期间费用稳定：**销售费用率 30.89%，环比 2011/2012 年的 31.83%/31.91% 小幅下降；管理费用率 10.00%，环比 2011/2012 年的 9.18%/9.68% 小幅提高，总体上全年期间费用基本稳定。分季度来看，第四季度收入增长 9.4%，较第三季度继续下滑，预计受 OTC 行业整体低迷影响，OTC 产品增速下降。
- ◆ **OTC 业务增速放缓：**2013 年 OTC 收入 41.17 亿元，同比增长 9.77%，增速较上半年有较大下滑，预计感冒、皮肤类增速下降，气滞胃痛、温胃舒、小儿止咳糖浆等小品种则实现了快速增长。处方药收入 26.49 亿元，同比增长 15.43%，其中抗生素收入 3.89 亿元，同比增长 3.53%；受产能不足制约，中药配方颗粒收入 6.10 亿元，预计同比增长 22.0%；中药注射剂由于反商业贿赂原因，规模 16.50 亿，同比增长 16.27%。
- ◆ **品牌管理和学术推广齐头并进：**公司继续推进 OTC 业务的品牌管理，999、顺峰等品牌形象持续提升，渠道上则强化与连锁药店合作及促进渠道下沉。中药配方颗粒解决产能瓶颈后，规模效应显现，公司将着力盈利考察，2014 年规模和盈利能力有望提升。中药注射剂以参麦、参附和华蟾素为主，后两个是公司独家品种，定价能力强，公司通过开展产品再评价，提高产品质量标准。2013 年参附注射剂获得国家科技进步二等奖，公司基础研究实力的增强也将带动学术推广。
- ◆ **投资建议：**通过内部培育和外延并购，公司在感冒、胃肠道、皮肤、骨科等细分 OTC 市场确立了领导地位，后续公司继续推进产品的精细化管理，OTC 业务将保持快于行业增速水平；公司中药处方药有特色，具备差异化竞争优势，该业务在学术推广带动下，可以保持 20% 以上增速。看好公司 OTC 综合实力强和处方药颇具特色的业务结构，预计 2014-2016 年 EPS 分别为 1.44/1.74/2.07 元，对应 PE 16.4X/13.6X/11.4 倍，安全边际高，维持推荐评级。

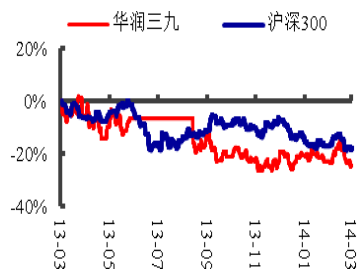
黄凡
SAC 执业证书编号：
S0340511010003

研究助理
皮劲松
电话：0769-22119455

主要数据 2014 年 3 月 7 日

收盘价(元)	23.95
总市值(亿元)	234.45
总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	977.74
ROE(TTM)	19.21%
12 月最高价(元)	32.04
12 月最低价(元)	22.58

股价走势



资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

相关报告

表 1: 华润三九分季度财务数据

财务项目(百万)	11 Q4	12Q1	12Q2	12Q3	12Q4	13 Q1	13Q2	13Q3	13 Q4
营业收入	1893.8	1764.4	1540.51	1575.6	2010.6	1831.5	1969.0	1771.3	2198.9
同比增长	42.9%	44.2%	25.3%	33.7%	6.2%	3.8%	27.8%	12.4%	9.4%
营业成本	766.2	704.6	637.1	617.3	719.2	707.4	736.2	722.8	906.9
毛利率	59.5%	60.1%	58.6%	60.8%	64.2%	61.4%	62.6%	59.2%	58.8%
销售费用	628.3	525.6	509.1	505.3	659.2	571.3	670.4	525.3	635.9
销售费用率	33.2%	29.8%	33.0%	32.1%	32.8%	31.2%	34.0%	29.7%	28.9%
管理费用	244.5	116.5	129.7	151.3	269.6	130.5	195.2	192.5	258.8
管理费用率	12.9%	6.6%	8.4%	9.6%	13.4%	7.1%	9.9%	10.9%	11.8%
财务费用	4.1	-4.4	-2.3	0.6	-6.5	-3.3	0.4	-1.2	-1.4
营业利润	222.7	398.4	248.7	280.0	334.9	408.4	327.8	313.4	358.2
利润总额	223.9	400.0	251.8	281.3	349.6	411.9	329.6	317.0	370.4
所得税	25.5	74.6	33.0	38.8	55.3	61.1	59.0	31.6	66.6
所得税税率	11.4%	18.6%	13.1%	13.8%	15.8%	14.8%	17.9%	10.0%	18.0%
母公司净利润	189.6	306.8	208.8	225.0	273.4	338.2	258.9	274.0	305.9
同比增长	-15.3%	36.9%	16.9%	29.2%	44.2%	10.2%	24.0%	21.8%	11.9%
EPS(元)	0.20	0.31	0.22	0.22	0.28	0.35	0.26	0.28	0.32

资料来源: 东莞证券研究所, Wind 资讯

图 1：利润表

科目(百万元)	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	6891.10	7801.60	9238.56	10794.68	12629.35
营业总成本	5629.93	6393.27	7508.57	8712.18	10151.07
营业成本	2678.21	3089.87	3661.90	4273.07	4996.27
营业税金及附加	90.06	107.59	120.10	140.33	164.18
销售费用	2199.22	2410.21	2845.48	3324.76	3851.95
管理费用	667.10	779.88	877.66	971.52	1136.64
财务费用	-12.57	-5.52	-5.80	-8.30	-10.60
资产减值损失	7.90	11.23	9.24	10.79	12.63
其他经营收益	0.93	3.47	0.00	0.00	0.00
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.93	3.47	0.00	0.00	0.00
其中对联营和合营投资收益	0.92	-0.74	0.00	0.00	0.00
营业利润	1262.11	1411.80	1729.98	2082.50	2478.27
加 营业外收入	96.79	39.34	0.00	0.00	0.00
减 营业外支出	76.12	18.16	0.00	0.00	0.00
利润总额	1282.78	1432.98	1729.98	2082.50	2478.27
减 所得税	201.69	218.34	264.69	318.62	379.18
净利润	1081.09	1214.64	1465.30	1763.88	2099.10
减 少数股东损益	67.01	33.53	51.90	62.47	74.35
归属于母公司净利润	1014.08	1181.11	1413.40	1701.40	2024.75
最新总股本(百万股)	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
基本每股收益(元)	1.04	1.21	1.44	1.74	2.07
市盈率(倍)	22.84	19.61	16.39	13.61	11.44

资料来源：东莞证券研究所，Wind 资讯

东莞证券投资评级体系:

公司投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 15% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 股价表现强于市场指数 5%-15% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 股价表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内, 股价表现弱于市场指数 5% 以上
行业投资评级	
推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 10% 以上
谨慎推荐	预计未来 6 个月内, 行业指数表现强于市场指数 5%-10% 之间
中性	预计未来 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数±5% 之间
回避	预计未来 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 5% 以上
风险偏好评级	
高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动幅度一倍以上
较高风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 50%-100% 之间
一般风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度超出市场指数波动的幅度 20%-50% 之间
低风险	未来 6 个月投资收益率的波动幅度低于市场指数波动的幅度 20% 以内

本评级体系“市场指数”参照标的为沪深 300 指数。在风险偏好评级中, 不涉及到具体品种推荐和评级的产品则按照产品研究的市场给予基础风险评级。即: 权证以及衍生品市场的研究报告, 其基础风险评级为高风险; 股票、偏股型基金市场方面的研究报告, 其基础风险评级为一般风险; 债券、债券型基金、货币型基金以及宏观经济政策等市场方面的研究报告, 其基础风险评级为低风险。

分析师承诺:

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力, 以勤勉的职业态度, 独立、客观地在所知情的范围内出具本报告。本报告清晰地反映了本人的研究观点, 不受本公司相关业务部门、证券发行人、上市公司、基金管理公司、资产管理公司等利益相关者的干涉和影响。本人保证与本报告所指的证券或投资标的无任何利害关系, 没有利用发布本报告为自身及其利益相关者谋取不当利益, 或者在发布证券研究报告前泄露证券研究报告的内容和观点。

声明:

东莞证券为全国性综合类证券公司, 具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供东莞证券有限责任公司(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。本报告所载资料的来源及观点的出处皆被本公司认为可靠, 但是本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证, 不保证该信息未经任何更新, 也不保证本公司作出的任何建议不会发生任何变更。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断, 可随时更改。本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可跌可升。本公司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。亦可因使用不同假设和标准、采用不同观点和分析方法而与本公司其他业务部门或单位所给出的意见不同或者相反。在任何情况下, 本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用, 并不构成对任何人的投资建议, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。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。本公司及其所属关联机构在法律许可的情况下可能会持有本报告中提及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、经纪、资产管理等服务。本报告版权归东莞证券有限责任公司及相关内容提供方所有, 未经本公司事先书面许可, 任何人不得以任何形式翻版、复制、刊登。如引用、刊发, 需注明本报告的机构来源、作者和发布日期, 并提示使用本报告的风险, 不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本证券研究报告的, 应当承担相应的法律责任。

东莞证券研究所

广东省东莞市可园南路 1 号金源中心 19 楼

邮政编码: 523000

电话: (0769) 22119430

传真: (0769) 22119430

网址: www.dgzq.com.cn