

## 华润三九（000999）年报点评：稳步成长，择时而动

行业分类：医药

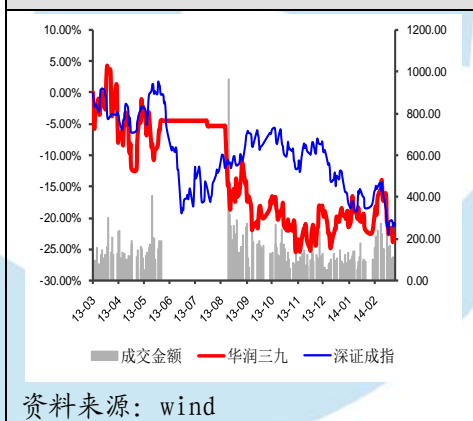
2014年03月10日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	30.58
当前股价（14.03.07）	23.95

### 基础数据

上证指数	2057.91
总股本（亿）	9.77
流通A股（亿）	3.55
流通B股（亿）	0
流通A股市值（亿）	234
每股净资产（元）	6.28
ROE（2013）	20.86%
资产负债率（2013）	37.90%
动态市盈率	17.26
市净率	3.25

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



### 2013 年年度报告：

- 报告期内公司实现营业收入780,160.37万元，同比增长12.36%；利润总额143,297.40万元，同比增长11.10%；归属于上市公司股东的净利润118,110.48万元，同比增长15.67%。
- 内生性增长稳健。公司的非处方药业务实现营业收入411,707.20万元，同比增长9.77%，毛利率62.72%，同比下滑2.97个百分点。收入增速的放缓源于基数较大，部分品类由于市场规模有限，进入增长瓶颈，如皮肤类。毛利率的下滑主要在于非处方药业务中，基药的营收占比增加。处方药业务实现营业收入264,958.08万元，同比增长15.43%。公司在处方药业务中持续实行大品种策略，中药注射剂参附注射液于报告期内获得了国家科学技术进步二等奖，通过不断的二次开发和品质提升，有望打开注射剂品种长期稳定增长的空间。
- 营销改革收效显著。OTC市场的竞争已经趋于白热化，传统的零售市场已经发生分化，零售药店的销售增长十分有限，基层医疗的销售增长则显著提速。为此，公司成立了市场与品牌管理部，进行品牌营销，营销中心下面设立四个针对性的销售平台。在广告投放上，公司对传统的电视广告的模式进行了改进，通过冠名《爸爸去哪儿》和《两天一夜》，进一步提高了999品牌主品牌的影响力，部分区域零售市场的999品牌产品的销售规模同比增长了50%以上。未来公司会持续提升其在新媒体上的广告投放力度，将投放比例提升到15%以上。对于网上卖药或电商等营销模式，公司也在投入精力进行研究。报告期内，公司产品的终端覆盖率有了进一步的提升，包括9万多个零售终端和5000多家医院终端。
- 外部并购的通道一直敞开。企业成长到一定阶段，不会单纯依赖内生性增长，未来公司会在立足于999品牌的基础上，持续推进“1+N”品牌战略，并择机通过外部收购完善产品种类。
- 风险因素：药品降价的风险；中药材价格上涨的风险；并购低于预期的风险。
- 我们调整之前的估值，不考虑外部收购的影响，预计公司2014-2016年的EPS分别为1.39元、1.60元和1.87元，对应的动态市盈率分别为17.26倍、14.94倍和12.80倍，考虑到公司的成长性比较确定，我们给予公司22倍的市盈率，目标价30.58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

**图表 1: 盈利预测表**

<b>财务和估值数据摘要</b>						
单位:百万元	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5525.22	6891.10	7801.60	8868.54	10243.14	11802.85
增长率(%)	26.58%	24.72%	13.21%	13.68%	15.50%	15.23%
归属母公司股东净利润	760.45	1014.08	1181.10	1358.38	1569.07	1831.46
增长率(%)	-6.81%	33.35%	16.47%	15.01%	15.51%	16.72%
每股收益(EPS)	0.777	1.036	1.207	1.388	1.603	1.871
每股股利(DPS)	0.300	0.240	0.000	0.305	0.353	0.412
每股经营现金流	0.977	1.241	1.501	2.161	1.049	1.896
销售毛利率	58.96%	61.14%	60.39%	60.22%	60.24%	60.32%
销售净利率	14.75%	15.69%	15.57%	15.75%	15.75%	15.96%
净资产收益率(ROE)	16.73%	19.10%	19.21%	18.84%	18.61%	18.57%
投入资本回报率(ROIC)	20.85%	25.28%	20.95%	20.33%	20.33%	21.34%
市盈率(P/E)	30.83	23.12	19.85	17.26	14.94	12.80
市净率(P/B)	5.16	4.42	3.81	3.25	2.78	2.38
股息率(分红/股价)	0.013	0.010	0.000	0.013	0.015	0.017

<b>报表预测</b>						
<b>利润表</b>						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入	5525.22	6891.10	7801.60	8868.54	10243.14	11802.85
减: 营业成本	2267.39	2678.21	3089.87	3527.91	4072.67	4683.37
营业税金及附加	70.78	90.06	107.60	117.27	135.45	156.07
营业费用	1758.95	2199.22	2410.21	2731.51	3124.16	3599.87
管理费用	507.39	667.10	779.88	842.51	1024.31	1180.29
财务费用	-15.69	-12.57	-5.52	5.89	-11.82	-32.57
资产减值损失	11.80	7.90	11.25	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	2.24	0.93	3.48	0.00	0.00	0.00
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
<b>营业利润</b>	926.84	1262.11	1411.79	1643.45	1898.36	2215.83
加: 其他非经营损益	21.27	20.68	21.18	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	948.11	1282.78	1432.97	1643.45	1898.36	2215.83
减: 所得税	132.99	201.69	218.34	246.52	284.75	332.37
<b>净利润</b>	815.13	1081.09	1214.63	1396.94	1613.61	1883.45
减: 少数股东损益	54.68	67.01	33.53	38.56	44.54	51.99
<b>归属母公司股东净利润</b>	760.45	1014.08	1181.10	1358.38	1569.07	1831.46

<b>资产负债表</b>						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1700.69	833.53	733.62	1593.17	2289.44	3478.94
应收和预付款项	1439.79	1944.51	2190.90	2308.49	2888.09	3098.83
存货	683.53	823.68	999.95	959.04	1302.45	1298.15
其他流动资产	0.42	23.74	622.71	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	18.88	19.80	26.56	26.56	26.56	26.56
投资性房地产	13.70	12.96	15.13	15.13	15.13	15.13
固定资产和在建工程	1977.67	2436.60	2771.40	3383.81	3356.22	3628.63
无形资产和开发支出	1319.04	1768.39	2135.96	2132.18	2128.40	2124.62
其他非流动资产	63.79	174.94	42.31	21.15	0.00	0.00
<b>资产总计</b>	7217.51	8038.16	9538.55	10439.55	12006.30	13670.86
短期借款	61.26	79.09	22.75	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2199.22	2074.54	2327.99	2458.60	2756.94	2940.97
长期借款	4.26	26.26	501.06	501.06	501.06	501.06
其他负债	102.22	282.18	325.72	20.76	20.76	20.76
<b>负债合计</b>	2366.95	2462.07	3177.51	2980.42	3278.76	3462.79
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1207.08	1193.51	1149.31	1149.31	1149.31	1149.31
留存收益	2359.01	3137.35	4020.62	5080.15	6304.02	7732.57
<b>归属母公司股东权益</b>	4544.99	5309.77	6148.82	7208.36	8432.23	9860.77
少数股东权益	305.57	266.32	212.21	250.77	295.31	347.29
<b>股东权益合计</b>	4850.56	5576.08	6361.03	7459.12	8727.54	10208.07
负债和股东权益合计	7217.51	8038.16	9538.55	10439.55	12006.30	13670.86

<b>现金流量表</b>						
	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
经营性现金净流量	956.15	1214.71	1469.27	2115.19	1026.64	1856.38
投资性现金净流量	-385.00	-1541.91	-1549.08	-930.75	0.00	-300.00
筹资性现金净流量	-345.38	-321.95	107.35	-324.88	-330.38	-366.89
<b>现金流量净额</b>	224.76	-649.23	26.07	859.56	696.27	1189.49

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）、生理学硕士（医学分子生物学），CFA level 3 candidate，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发或为任何就送发、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。