证券研究报告 — 业绩评论

2014年4月28日

买入

58% 1

目标价格: 人民币 35.00

000999.CH

股价:人民币 22.16

目标价格基础: 25 倍左右 2014 年市盈率

板块评级: 增持

本报告要点

- 2014年1季度业绩低于预期
- 未来几个季度公司收入增速有望缓慢恢复

主要催化剂/事件

- 公司的并购活动
- 公司在 OTC 领域拓展产品线

中银国际证券有限责任公司 具备证券投资咨询业务资格

制药: 中药

焦阳

(8621) 2032 8587

yang.jiao@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300512090002

王军

(8621) 2032 8310

jun.wang_sh@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号: S1300511070001

华润三九

收入增长乏力, 全年有望缓慢恢复

公司 2014 年第 1 季度实现主营业务收入达到 19.15 亿元,同比增长 3.84%,实现净利润 3.30 亿元,同比下滑 2.91%,每股收益 0.34 元,低于我们的预期。我们估计公司 OTC 业务增长缓慢,处方药业务有小幅下滑。随着公司县区分销平台的搭建以及基药市场的开拓,我们认为未来几个季度公司的OTC 业务增速将有所恢复;公司的处方药业务将在下半年随着行业回暖而恢复较高增速。我们小幅下调 2014-2016 年盈利预测至 1.377、1.597、1.867元,仍维持公司 35.00 元的目标价,相当于 25 倍左右 2014 年市盈率,维持买入评级不变。

支撑评级的要点

- 我们估计第1季度公司的OTC业务有的增幅在5%以内,不过这种增长 是建立在2013年同期基数较低且桂林天和仅有1个月并表的基础上。 我们估计感冒系列产品近与去年同期持平,其他产品增长也不明显, 我们认为公司全年OTC业务增速将在5-10%之间。
- 我们估计公司的处方药业务在第 1 季度几乎没有增长,其中参附注射液、参麦注射液等传统品种增长缓慢,中药配方颗粒业务增速在 30% 左右,但抗生素业务有明显下滑。考虑到我们对整个处方药行业上半年的悲观判断以及 2012 年、2013 年同期公司处方药业务的高基数,我们认为处方药的低增速并不意外,下半年处方药业务将有明显恢复。

评级面临的主要风险

■ 中药材和白糖价格大幅上涨。

估值

■ 我们小幅下调 2014-2016 年盈利预测至 1.377、1.597、1.867 元,仍维持 35.00 元的目标价,相当于 25 倍左右 2014 年市盈率,仍然维持**买入**评级。

投资摘要

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
销售收入(人民币百万)	6,891	7,802	8,857	10,225	11,934
变动(%)	25	13	14	15	17
净利润(人民币百万)	1,014	1,181	1,348	1,563	1,828
全面摊薄每股收益(人民币)	1.036	1.207	1.377	1.597	1.867
变动(%)	33	16	14	16	17
先前预测每股收益(人民币)			1.411	1.659	1.964
调整幅度(%)			(2.4)	(3.7)	(4.9)
全面摊薄市盈率(倍)	21.4	18.4	16.1	13.9	11.9
每股现金流量(人民币)	1.238	1.499	1.520	1.737	1.984
价格/每股现金流量(倍)	17.9	14.8	14.6	12.8	11.2
企业价值/息税折旧前利润(倍)	14.0	12.8	10.9	9.0	7.3
每股股息(人民币)	0.260	0.260	0.275	0.319	0.373
股息率 (%)	1.2	1.2	1.2	1.4	1.7

资料来源:公司数据及中银国际研究预测



收入利润增速下滑明显

公司 2014 年第 1 季度实现主营业务收入达到 19.15 亿元,同比增长 3.84%,实现净利润 3.30 亿元,同比下滑 2.91%,其中扣非后净利润 3.27 亿元,同比下滑 3.04%。公司第 1 季度每股收益 0.34 元,低于我们的预期。

公司经营性现金流仅为 0.81 亿元, 同比下滑 65.99%且大幅低于当期净利润。 不过公司的应收款项增长较为正常, 其他应付款的减少是现金流下降的主要 原因。

公司的销售费用率小幅下降 0.23 个百分点至 30.96%, 但管理费用率提高 1.05 个百分点至 8.18%。受到已发行公司债对利息支出的影响,公司财务费用叫去年同期增长 368 万元。

OTC 业务增长缓慢, 困境或将持续

我们估计第1季度公司的OTC业务有的增幅在5%以内,与行业增长基本持平。 不过考虑到2013年同期基数较低,且当期新收购的桂林天和仅有1个月并表, 我们认为公司OTC的销售第1季度表现并不理想。

我们估计传统品种内生性增长发力的现象仍在持续,感冒系列产品近与去年 同期持平,其他产品增长也不明显。

我们认为公司建立县域推广平台并加大 OTC 产品中基药品种的销售将为公司的 OTC 业务提供额外的动力,其效果将在未来缓慢显现。预计公司全年 OTC 业务增速将在 5-10%之间。

处方药业务几无增长、下半年将会恢复增长

我们估计公司的处方药业务在第1季度几乎没有增长,其中中药配方颗粒业务有30%左右的增速,但其他核心品种销售持平以及抗生素的下滑抵消了中药配方颗粒的增长。

公司的处方药业务在2012年第1季度与2013年第1季度具有明显的高速增长,造成同期基数偏高;同时2014年上半年处方药行业也在反商业贿赂以及高基数的影响下增速偏弱。我们认为在此背景下公司的处方药增速并不意外,预计下半年处方药业务将有明显恢复。考虑到2013年4月下旬雅安地震对公司的不利影响,我们认为公司处方药业务的恢复最快可能提前至5月下旬。

集团业务有望整合,或将带来发展良机

2014年4月8日,公司因控股股东正在筹划涉及公司的重大事项而停牌,同时停牌的包括华润医药旗下的另一子公司**华润双鹤**(600062.CH/人民币19.47,未有评级)。考虑到在此期间华润医药出售医疗器械业务等事件,我们估计公司的停牌与华润医药自产的整合相关。如果未来华润医药的资产进行整合,我们认为公司在华润集团医药板块的地位很有可能进一步增强,公司有望迎来新的发展良机。

维持目标价,维持买入评级

我们小幅下调 2014-2016 年盈利预测至 1.377、1.597、1.867 元, 仍维持 35.00 元 的目标价, 相当于 25 倍左右 2014 年市盈率, 仍然维持**买入**评级。



图表 1. 业绩摘要

(人民币, 百万)	13 年 1 季度	14 年 1 季度	同比变动(%)
营业收入	1,844.2	1,915.0	3.8
营业成本	(713.5)	(760.5)	6.6
营业税	(23.2)	(19.1)	(18.0)
毛利润	1,107.5	1,135.4	2.5
销售费用	(574.4)	(592.9)	3.2
管理费用	(131.9)	(156.6)	18.8
营业利润	401.2	385.9	(3.8)
资产减值损失	5.4	(3.2)	(159.4)
投资收益	0.6	7.5	1221.1
财务费用	3.3	(0.4)	(111.1)
营业外收入	4.9	5.9	22.0
营业外支出	(1.4)	(2.0)	44.9
税前利润	414.0	393.8	(4.9)
所得税	(61.1)	(51.9)	(15.1)
少数股东权益	(12.6)	(11.6)	(8.2)
归属上市公司股东净利润	340.3	330.3	(2.9)
主要比率(%)			
毛利率	61.3	60.3	
经营利润率	21.8	20.2	
净利率	19.1	17.9	

资料来源: 公司数据



损益表(人民币百万)

年结日: 12月31日 2012 2013 2014E 2015E 2016E 销售收入 6,891 7,802 8,857 10,225 11,934 销售成本 (2,678) (3,090) (3,509) (4,053) (4,739) 经营费用 (2,731) (3,066) (3,474) (4,021) (4,709) 经营利润(息税前利润) 1,482 1,646 1,874 2,151 2,486 (225)(232)(261)(280)(300)折旧及摊销 1,257 1,414 1,613 1,870 2,186 息税折旧前利润 净利息收入/(费用) 13 6 (2)2 5 25 25 25 其他收益/(损失) 14 13 1,897 税前利润 1,283 1,433 1,636 2,216 所得税 (202)(218)(249)(289)(338)(67)(34)(39)(44)(51)少数股东权益 1,014 1,181 1,348 1,563 1,828 净利润 996 996 核心净利润 1,330 1,545 1,810 每股收益(人民币) 1.04 1.21 1.38 1.60 1.87 核心每股收益(人民币) 1.02 1.02 1.36 1.58 1.85 0.26 0.26 0.28 0.32 0.37 每股股息(人民币) 25 收入增长(%) 13 14 15 17 息税前利润增长(%) 36 13 14 16 17 息税折旧前利润增长(%) 40 11 14 15 16 33 14 17 每股收益增长(%) 16 16 核心每股收益增长(%) 36 (0)34 16 17

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

资产负债表 (人民币 百万)

X					
年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
现金及现金等价物	1,310	1,343	2,063	3,097	4,333
应收帐款	1,769	2,050	2,335	2,660	3,031
库存	824	1,000	1,200	1,440	1,728
其他流动资产	235	782	803	827	855
流动资产总计	4,138	5,176	6,400	8,024	9,948
固定资产	2,437	2,771	2,945	3,000	3,035
无形资产	1,424	1,516	1,581	1,646	1,711
其他长期资产	613	779	783	785	787
长期资产总计	4,475	5,067	5,310	5,432	5,534
总资产	8,612	10,242	11,710	13,455	15,481
应付帐款	1,715	2,039	2,245	2,476	2,736
短期债务	79	23	23	23	23
其他流动负债	896	954	1,066	1,210	1,374
流动负债总计	2,690	3,016	3,333	3,708	4,133
长期借款	26	3	3	3	3
其他长期负债	320	863	881	913	948
股本	979	979	979	979	979
储备	4,340	5,177	6,271	7,564	9,079
股东权益	5,310	6,149	7,243	8,536	10,051
少数股东权益	266	212	251	295	346
总负债及权益	8,612	10,242	11,710	13,455	15,481
每股帐面价值(人民币)	5.4	6.3	7.4	8.7	10.3
每股有形资产(人民币)	2.6	2.7	3.5	4.5	5.8
每股净负债/(现金)(人民币)	(1.2)	(1.3)	(2.1)	(3.1)	(4.4)

资料来源: 公司数据及中银国际研究预测

现金流量表(人民币百万)

年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
税前利润	1,283	1,433	1,636	1,897	2,216
折旧与摊销	225	232	261	280	300
净利息费用	(13)	(6)	2	(2)	(5)
运营资本变动	(154)	(19)	(158)	(182)	(227)
税金	(202)	(218)	(249)	(289)	(338)
其他经营现金流	72	45	(3)	(3)	(3)
经营活动产生的现金流	1,212	1,467	1,488	1,701	1,942
购买固定资产净值	(505)	(355)	(500)	(400)	(400)
投资减少/增加	3	5	0	0	0
其他投资现金流	(1,040)	(1,199)	2	1	1
投资活动产生的现金流	(1,542)	(1,549)	(498)	(399)	(399)
净增权益	0	0	0	0	0
净增债务	40	(116)	(14)	0	0
支付股息	(235)	(255)	(255)	(270)	(313)
其他融资现金流	(127)	478	(2)	2	5
融资活动产生的现金流	(322)	107	(270)	(268)	(307)
现金变动	(652)	26	719	1,034	1,236
期初现金	1,962	1,310	1,343	2,063	3,097
公司自由现金流	(321)	(77)	1,021	1,336	1,582
权益自由现金流	(390)	(216)	974	1,304	1,549

资料来源:公司数据及中银国际研究预测

主要比率

·					
年结日: 12月31日	2012	2013	2014E	2015E	2016E
盈利能力					
息税折旧前利润率 (%)	21.5	21.1	21.2	21.0	20.8
息税前利润率(%)	18.2	18.1	18.2	18.3	18.3
税前利润率(%)	18.6	18.4	18.5	18.5	18.6
净利率(%)	14.7	15.1	15.2	15.3	15.3
流动性					
流动比率(倍)	1.5	1.7	1.9	2.2	2.4
利息覆盖率(倍)	107.6	58.0	46.9	54.4	63.6
净权益负债率(%)	净现金	净现金	净现金	净现金	净现金
速动比率(倍)	1.2	1.4	1.6	1.8	2.0
估值					
市盈率(倍)	21.4	18.4	16.1	13.9	11.9
核心业务市盈率(倍)	21.8	21.8	16.3	14.0	12.0
目标价对应核心业务市					
盈率 (倍)	34.4	34.4	25.8	22.2	18.9
市净率(倍)	4.1	3.5	3.0	2.5	2.2
价格/现金流 (倍)	17.9	14.8	14.6	12.8	11.2
企业价值/息税折旧前利					
润(倍)	14.0	12.8	10.9	9.0	7.3
周转率					
存货周转天数	102.7	107.7	114.4	118.9	122.0
应收帐款周转天数	83.1	89.3	90.4	89.2	87.0
应付帐款周转天数	98.7	87.8	88.3	84.3	79.7
回报率					
股息支付率(%)	25.1	21.5	20.0	20.0	20.0
净资产收益率(%)	20.6	20.6	20.1	19.8	19.7
资产收益率(%)	13.3	12.9	12.6	12.8	13.0
已运用资本收益率(%)	24.2	23.0	22.1	21.9	22.0

资料来源:公司数据及中银国际研究预测



披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明,本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务,没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员;也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益;本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券有限责任公司同时声明,未授权任何公众媒体或机构刊载或转发本研究报告。如有投资者于公众媒体看到或从其它机构获得本研究报告的,请慎重使用所获得的研究报告,以防止被误导,中银国际证券有限责任公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

评级体系说明

公司投资评级:

买入: 预计该公司股价在未来12个月内上涨20%以上;

谨慎买入: 预计该公司股价在未来12个月内上涨10%-20%;

持有: 预计该公司股价在未来12个月内在上下10%区间内波动;

卖出:预计该公司股价在未来12个月内下降10%以上;

未有评级(NR)。

行业投资评级:

增持: 预计该行业指数在未来12个月内表现强于有关基准指数;

中立:预计该行业指数在未来12个月内表现基本与有关基准指数持平;

减持:预计该行业指数在未来12个月内表现弱于有关基准指数。

有关基准指数包括: 恒生指数、恒生中国企业指数、以及沪深 300 指数等。

风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券有限责任公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括: 1)基金、保险、QFII、QDII等能够充分理解证券研究报告,具备专业信息处理能力的中银国际证券有限责任公司的机构客户; 2)中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队,其可参考使用本报告。中银国际证券有限责任公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础,整合形成证券投资顾问服务建议或产品,提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券有限责任公司不以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券有限责任公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的,亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策;需充分咨询证券投资顾问意见,独立作出投资决策。中银国际证券有限责任公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息,仅供收件人使用。阁下作为收件人,不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人,或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的,中银国际证券有限责任公司将及时采取维权措施,追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券有限责任公司或其附属及关联公司(统称"中银国际集团")的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用,并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要,不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请,亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券有限责任公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议,阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前,就该投资产品的适合性,包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所裁资料的来源及观点都是中银国际证券有限责任公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到,但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人(包括其关联方)都不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外,中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告,亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问,本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料,中银国际集团未有参阅有关网站,也不对它们的内容负责。 提供这些地址或超级链接(包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接)的目的,纯粹为了阁下的方便及参考,连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状,不构成任何保证,可随时更改,毋须 提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用 于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证,也不能代表或对将来表现做出任何 明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告 所载日期的判断,可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入 可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现,可能在出售或变现投资时存在难度。同样,阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述,阁下须在做出任何投资决策之前,包括买卖本报告涉及的任何证券,寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券有限责任公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

中银国际证券有限责任公司

中国上海浦东 银城中路 200 号 中银大厦 39 楼 邮编 200121

电话: (8621) 6860 4866 传真: (8621) 5888 3554

相关关联机构:

中银国际研究有限公司

香港花园道一号中银大厦二十楼电话:(852) 3988 6333 致电香港免费电话:

中国网通10省市客户请拨打: 10800 8521065 中国电信21省市客户请拨打: 10800 1521065

新加坡客户请拨打: 800 852 3392

传真:(852) 2147 9513

中银国际证券有限公司

香港花园道一号 中银大厦二十楼 电话:(852) 3988 6333 传真:(852) 2147 9513

中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区 金融大街 28号 盈泰中心 2号楼 2层 邮编:100032

电话: (8610) 6622 9000 传真: (8610) 6657 8950

中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury London EC2R 7DB United Kingdom 电话: (4420) 3651 8888

传真: (4420) 3651 8877

中银国际(美国)有限公司

美国纽约美国大道 1270 号 202 室 NY 10020

电话: (1) 212 259 0888 传真: (1) 212 259 0889

中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z 新加坡百得利路四号 中国银行大厦四楼(049908) 电话: (65) 6412 8856 / 6412 8630 传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371