

华润三九（000999）中报点评：增长承压， 期待改革助力

行业分类：医药

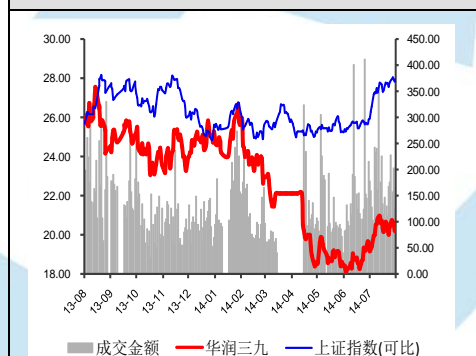
2014年08月23日

| 公司投资评级 | 持有 |
|----------------|-------|
| 6-12个月目标价 | —— |
| 当前股价（14.08.22） | 20.30 |

基础数据

| | |
|--------------|---------|
| 上证指数 | 2240.81 |
| 总股本（亿） | 9.79 |
| 流通A股（亿） | 9.78 |
| 流通B股（亿） | 0 |
| 流通A股市值（亿） | 198 |
| 每股净资产（元） | 6.91 |
| ROE（2014H） | 9.55% |
| 资产负债率（2014H） | 33.33% |
| 动态市盈率 | 15.55 |
| 市净率 | 2.94 |

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

2013 年中期报告：

- 报告期内公司实现营业收入381,879.68万元，同比减少0.33%；利润总额75,137.47万元，同比增长1.33%；归属于上市公司股东的净利润61,684.16万元，同比增长2.41%。
- 二季度经营环比下滑。由于医药行业整体增速放缓，公司的OTC和处方药业务都受到了挑战。其中，OTC业务实现营业收入193,930.08万元，同比减少6.36%，除了传统的感冒、骨科、皮肤和胃肠等品类在稳定的基础上略有增长外，其他品类受激烈的市场环境的影响，出现了不同程度的下滑，当然这也和公司产品的基数较大，短期内无重磅品种推出相关。处方药业务实现营业收入127,980.44万元，同比小幅增长1.11%，其中中药配方颗粒和中药注射剂等品种增长良好，抗生素业务下滑明显。主要是受反腐和GSK事件的持续影响，处方药的销售推广力度受到限制。按季度来看，公司二季度实现营业收入190,382.58万元，同比减少3.31%，环比减少0.58%，增长承压明显。
- 期待改革助力。公司一直在强化营销、生产、研发和职能管理四个平台建设，短期来看，业绩的改善还有赖于营销改革的深度。除了加强“999”品牌营销推广外，公司积极开拓基药市场，包括推进基药招标工作和渠道终端下沉。目前，公司的OTC药物已经覆盖了9万多个销售终端，处方药业务的推广工作也有望在下半年得到强化。公司于今年8月完成对吉林省宏久和善堂人蔘有限公司100%股权的收购，宏久和善堂拥有中药饮片GMP证书和人蔘GAP种植基地，通过向上游产业链的延伸，有助于公司控制中药处方药的生产成本。
- 下半年业绩预测。医药行业增速的放缓已经比较确定，从各省药品招标的进度来看，下半年行业增速大概率好于上半年。通过对华润三九的产品品种进行分析，我们认为，公司下半年的亮点在于中药配方颗粒产能的释放、注射剂类产品的推广力度的强化以及桂林天和的业绩增长。
- 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。
- 我们维持之前的估值，不考虑外部收购的影响，预计公司2014-2016年的EPS分别为1.31元、1.51元和1.77元，对应的动态市盈率分别为15.55倍、13.49倍和11.45倍，考虑到公司的销售增速放缓，我们调整之前的评级，给予持有评级。

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

| 财务和估值数据摘要 | | | | | | |
|---------------|---------|---------|---------|---------|---------|----------|
| 单位:百万元 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 5525.22 | 6891.10 | 7801.60 | 8300.54 | 9500.14 | 11000.85 |
| 增长率(%) | 26.58% | 24.72% | 13.21% | 6.40% | 14.45% | 15.80% |
| 归属母公司股东净利润 | 760.45 | 1014.08 | 1181.10 | 1278.04 | 1472.82 | 1734.99 |
| 增长率(%) | -6.81% | 33.35% | 16.47% | 8.21% | 15.24% | 17.80% |
| 每股收益(EPS) | 0.777 | 1.036 | 1.207 | 1.306 | 1.505 | 1.772 |
| 每股股利(DPS) | 0.300 | 0.240 | 0.260 | 0.287 | 0.331 | 0.390 |
| 每股经营现金流 | 0.977 | 1.241 | 1.501 | 2.885 | 1.337 | 2.531 |
| 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% | 15.83% | 15.94% | 16.22% |
| 净资产收益率(ROE) | 16.73% | 19.10% | 19.21% | 17.89% | 17.76% | 17.98% |
| 投入资本回报率(ROIC) | 20.85% | 25.28% | 20.95% | 19.03% | 21.28% | 23.49% |
| 市盈率(P/E) | 26.13 | 19.60 | 16.82 | 15.55 | 13.49 | 11.45 |
| 市净率(P/B) | 4.37 | 3.74 | 3.23 | 2.78 | 2.40 | 2.06 |
| 股息率(分红/股价) | 0.015 | 0.012 | 0.013 | 0.014 | 0.016 | 0.019 |

| 报表预测 | | | | | | |
|------------|---------|----------|----------|----------|----------|----------|
| 利润表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 营业收入 | 5525.22 | 6891.10 | 7801.60 | 8300.54 | 9500.14 | 11000.85 |
| 减: 营业成本 | 2267.39 | 2678.21 | 3089.87 | 3301.95 | 3777.26 | 4365.14 |
| 营业税金及附加 | 70.78 | 90.06 | 107.60 | 109.76 | 125.62 | 145.47 |
| 营业费用 | 1758.95 | 2199.22 | 2410.21 | 2556.57 | 2897.54 | 3355.26 |
| 管理费用 | 507.39 | 667.10 | 779.88 | 788.55 | 950.01 | 1100.09 |
| 财务费用 | -15.69 | -12.57 | -5.52 | -2.55 | -32.21 | -64.20 |
| 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 |
| 营业利润 | 926.84 | 1262.11 | 1411.79 | 1546.26 | 1781.92 | 2099.11 |
| 加: 其他非经营损益 | 21.27 | 20.68 | 21.18 | 0.00 | 0.00 | 0.00 |
| 利润总额 | 948.11 | 1282.78 | 1432.97 | 1546.26 | 1781.92 | 2099.11 |
| 减: 所得税 | 132.99 | 201.69 | 218.34 | 231.94 | 267.29 | 314.87 |
| 净利润 | 815.13 | 1081.09 | 1214.63 | 1314.32 | 1514.63 | 1784.24 |
| 减: 少数股东损益 | 54.68 | 67.01 | 33.53 | 36.28 | 41.81 | 49.25 |
| 归属母公司股东净利润 | 760.45 | 1014.08 | 1181.10 | 1278.04 | 1472.82 | 1734.99 |
| 资产负债表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 货币资金 | 1700.69 | 833.53 | 733.62 | 2328.36 | 3347.83 | 5211.25 |
| 应收和预付款项 | 1439.79 | 1944.51 | 2190.90 | 2020.32 | 2799.32 | 2780.79 |
| 存货 | 683.53 | 823.68 | 999.95 | 833.57 | 1263.88 | 1160.01 |
| 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 | 12.81 | 10.48 | 8.15 |
| 固定资产和在建工程 | 1977.67 | 2436.60 | 2771.40 | 2989.21 | 2567.02 | 2444.83 |
| 无形资产和开发支出 | 1319.04 | 1768.39 | 2135.96 | 1964.87 | 1793.79 | 1622.70 |
| 其他非流动资产 | 63.79 | 174.94 | 42.31 | 21.15 | 0.00 | 0.00 |
| 资产总计 | 7217.51 | 8038.16 | 9538.55 | 10196.86 | 11808.88 | 13254.29 |
| 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 | 2280.86 | 2702.27 | 2745.14 |
| 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 |
| 负债合计 | 2366.95 | 2462.07 | 3177.51 | 2802.68 | 3224.09 | 3266.96 |
| 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 | 5017.49 | 6166.29 | 7519.58 |
| 归属母公司股东权益 | 4544.99 | 5309.77 | 6148.82 | 7145.69 | 8294.49 | 9647.79 |
| 少数股东权益 | 305.57 | 266.32 | 212.21 | 248.49 | 290.29 | 339.54 |
| 股东权益合计 | 4850.56 | 5576.08 | 6361.03 | 7394.18 | 8584.79 | 9987.33 |
| 负债和股东权益合计 | 7217.51 | 8038.16 | 9538.55 | 10196.86 | 11808.88 | 13254.29 |
| 现金流量表 | 2011A | 2012A | 2013A | 2014E | 2015E | 2016E |
| 经营性现金净流量 | 956.15 | 1214.71 | 1469.27 | 2824.43 | 1308.49 | 2477.69 |
| 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 | -298.94 | -289.02 | -314.27 |
| 现金流量净额 | 224.76 | -649.23 | 26.07 | 1594.74 | 1019.47 | 1863.42 |

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、生理学硕士，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。