

医药 - 中药

一如既往稳健

— 华润三九 (000999.SZ) 2014 年中报点评

2014 年 9 月 10 日

评级: 买入(上调)

市场数据	2014 年 9 月 9 日
当前价格(元)	20.75
52 周价格区间(元)	18.08-26.66
总市值(百万)	20312.18
流通市值(百万)	20288.15
总股本(百万股)	978.90
流通股(百万股)	977.74
日均成交额(百万)	135.19
近一月换手(%)	17.65%
Beta(2 年)	
第一大股东	华润医药控股有限公司
公司网址	http://www.999.com.cn

预测指标	2013A	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7801.60	8292	9116	10210
净利润(百万元)	1181.10	1237	1405	1651
每股收益(元)	1.21	1.26	1.44	1.69
净利润增长率%	16.47%	5%	14%	17%
每股净资产(元)	6.28	7.29	8.37	9.68
市盈率	17.15	16.21	14.27	12.15
市净率	3.30	2.81	2.45	2.12
EV/EBITDA	12.72	11	10	9

资料来源: 世纪证券研究所

一年期行情走势比较



表现	1m	3m	12m
华润三九	9.90%	43.53%	-71.11%
沪深 300	4.89%	14.57%	0.19%

■ **2014 年上半年保持稳定。**2014 年 1-6 月份实现收入 38.19 亿元，同比-0.33%，成本上升 7.81%，毛利率下降 3.2 个百分点，期间费率 38.87%，同比下降 2.3 个百分点，净利润 6.17 亿元，同比增长 2.41%。经营性现金流量保持稳定净流入，达到 5.66 亿。毛利率下降由于结构性的原因，主要原材料红参价格上升，而其他原材料下降不明显。

■ **OTC 业务不断进行调整。1.原有 OTC 主要产品线不断进行调整。**未来将加大对基药的资源投入，加大与连锁药店深度合作；稳定原有感冒、胃肠、皮肤类产品线，并不断引进新品种；**2.未来向大健康的自我诊疗领域延伸。**依靠“999”品牌的影响力，逐渐引入大健康领域产品，譬如儿童领域的洗发水、护唇膏、薄荷膏，胃肠道领域向保健领域延伸产品。

■ **中药配方颗粒产生将逐步释放。**上半年受制于产能，仅增长 10%，落后于行业中的标杆企业，未来 1-2 年产能将逐步释放。

■ **上调“买入”评级。**预计公司 2014-2015 年收入分别增长 6.28%、9.94%，归属母公司净利润增长 4.7%、13.6%，EPS1.27 元、1.44 元。对应现有股价 20.49 元 PE 分别为 16.21 倍与 14.27 倍。根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 24.75 元/股，现在价格 20.49 元/股，有较大程度的低估，给予“买入”评级。

风险提示: 产品质量风险、政策风险、产品降价风险、坏账风险。

相关报告

《2012 稳健增长，2013 聚焦核心》，2013.4

邓聪

执业证书号: S1030512070001
0755-83199599-8261

本公司具备证券投资咨询业务资格

分析师申明

本人，邓聪，在此申明，本报告所表述的所有观点准确反映了本人对上述行业、公司或其证券的看法。此外，本人薪酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

1. 主业保持稳定，自我不断调整

华润三九2014.8.23披露2014年中报。

2014年1-6月份实现收入38.19亿元，同比-0.33%，成本上升7.81%，毛利率58.81%，下降3.2个百分点，期间费率38.87%，同比下降2.3个百分点，净利润达到6.17亿元，同比增长2.41%。经营性现金流量保持稳定净流入，达到5.66亿。

毛利率的下降主要是由于结构的原因。处方药参附等几个大的产品主要原材料红参价格上涨导致毛利率下降；OTC 产品收入保持稳定，原材料价格下降不明显。

继续打造营销平台。1+N 品牌策略，强调“999”主品牌打造。

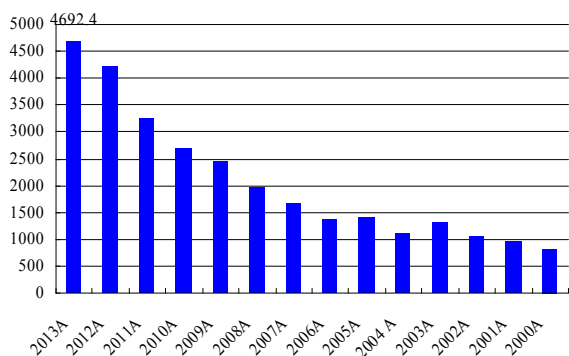
OTC 业务方面，实现 19.39 亿元，同比略有下降。基药市场的发展对零售市场产生较大的影响，公司也将加大对基药市场的资源投入，尝试在基药市场引入更多品种。感冒、皮肤、胃肠等核心领域实现稳定，积极寻找引入新品种的机会；同时强调终端覆盖，与连锁药店深度合作，实现渠道下沉与更广覆盖。桂林天和 2013 年底整合完成之后，上半年实现良好增长。

OTC 业务开始尝试向大健康自我诊疗领域延伸。依靠“999”品牌在感冒、胃肠、皮肤、儿童等领域的影响力，逐渐引入大健康领域产品，譬如儿童领域的洗发水、护唇膏、薄荷膏，胃肠道领域向保健领域延伸产品。另外顺峰品牌也有延伸。

处方药业务受行业影响明显，实现 12.8 亿元，同比略有增长。重点产品参附注射液以及华蟾素实现稳步增长。中药配方颗粒受制于产能，实现 10% 的增长，落后于行业中领先者，公司内部进行管理架构的调整，恢复成事业部制，希望未来能够效率更高。随着未来管理调整的到位，产能 1-2 年内逐步释放，中药配方颗粒业务有望向行业内标杆企业看齐。

Figure 1 华润三九收入及增长状况

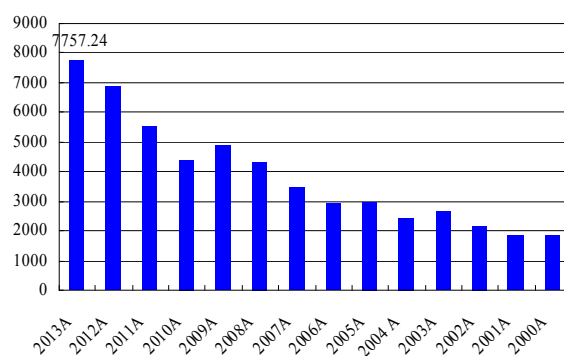
华润三九历年营业利润 百万元



数据来源：WIND、世纪证券研究所

Figure 2 华润三九利润及增长状况

华润三九历年营业收入 百万元



数据来源：WIND、世纪证券研究所

2. 盈利预测

2.1 关键假设

- (1) 医药行业稳定增长，保持 20%-22% 的增长率。
- (2) 公司持续稳定经营。
- (3) 保持同样的经营效率，综合毛利率保持稳定，期间费用率由于效率提升以及规模效应稳步下降，所得税率为 15%。

2.2 盈利预测

我们预计公司 2014-2015 年收入分别增长 6.28%、9.94%，归属母公司净利润增长 4.7%、13.6%，EPS1.27 元、1.44 元。对应现有股价 20.49 元 PE 分别为 16.21 倍与 14.27 倍。

Figure 3 业绩预测

百万元	2015E	2014E	2013E	2012A	2011A	2010A
营业收入合计	9063.74	8244.20	7757.24	6868.87	5525.22	4365.15
增长率%	9.94	6.28	12.93	24.32	26.58	(10.05)
医药行业	7815.48	7104.98	6766.65	5994.21	4701.59	3712.59
增长率%	10.00	5.00	12.89	27.49	26.64	(11.11)
包装印刷	550.97	524.74	499.75	432.86	410.92	343.49
增长率%	5.00	5.00	15.45	5.34	19.63	10.19
医疗服务	603.64	524.90	437.42	393.09	294.25	203.17
增长率%	15.00	20.00	11.28	33.59	44.83	27.56
海外贸易	48.90	48.90	48.90	46.23	68.94	70.19
增长率%	0.00	0.00	5.78	(32.94)	(1.78)	
其他	44.75	40.68	4.52	2.48	30.78	
增长率%	10.00	800.00	82.26			
营业成本合计	3629.61	3327.36	3064.84	2667.52	2267.39	1686.23
增长率%	9.08	8.57	14.89	17.65	34.47	(29.63)
医药行业	2723.89	2498.99	2335.50	2029.73	1683.31	1229.69
增长率%	9.00	7.00	15.06	20.58	36.89	(36.20)
包装印刷	421.95	401.86	382.72	303.53	292.95	236.18
增长率%	5.00	5.00	26.09	3.61	24.04	4.03
医疗服务	426.21	370.62	308.85	298.00	220.67	151.32
增长率%	15.00	20.00	3.64	35.04	45.83	30.76
海外贸易	35.18	35.18	35.18	32.94	54.66	49.00
增长率%	0.00	0.00	6.80	(39.74)	11.55	0.00
其他	22.38	20.72	2.59	3.32	7.77	
增长率%	8.00	700.00	(21.99)			
毛利率合计%	59.95	59.64	60.49	61.17	58.96	61.37
医药行业%	65.15	64.83	65.49	66.14	64.20	66.88
包装印刷%	23.42	23.42	23.42	29.88	28.71	31.24
医疗服务%	29.39	29.39	29.39	24.19	25.01	25.52
海外贸易%	28.06	28.06	28.06	28.75	20.71	30.19
其他%	49.99	49.07	42.70	(33.87)	74.74	

数据来源：世纪证券研究所

3.3 DCF 估值

根据我们 DCF 估值分析公司合理价值为 24.75 元/股，现在价格 20.49 元/股，有较大幅度的低估，给予“买入”评级。

Figure 4 DCF 参数假设

DCF主要参数和主要假设			
预测项目	预测值	预测项目	预测值
无风险利率	3.72%	法定所得税	18.00%
BETA	0.78	债务成本	6.13%
市场预期收益率	10.00%	债务比例	24.81%
股权成本	8.64%	WACC	8.02%
永续增长率	1.00%		

数据来源：世纪证券研究所

Figure 5 DCF 敏感性分析

WACC(%)	永续增长率Gn(%)					
	0.00%	1.00%	2.00%	3.00%	4.00%	5.00%
3.02%	62.91	87.44	160.24	9131.12	(138.21)	(61.75)
4.02%	46.92	58.21	80.69	147.43	8371.29	(126.17)
5.02%	37.33	43.56	53.92	74.55	135.78	7681.11
6.02%	30.95	34.77	40.49	50.00	68.95	125.17
7.02%	26.41	28.92	32.43	37.69	46.43	63.84
8.02%	23.02	24.75	27.06	30.29	35.12	43.16
9.02%	20.40	21.64	23.23	25.35	28.32	32.77
10.02%	18.30	19.22	20.36	21.83	23.78	26.52
11.02%	16.60	17.29	18.13	19.18	20.54	22.34
12.02%	15.19	15.72	16.35	17.13	18.10	19.35
13.02%	14.00	14.41	14.90	15.49	16.20	17.10
14.02%	12.98	13.31	13.69	14.14	14.69	15.35

数据来源：世纪证券研究所

4.风险提示

风险提示：

- (1) 产品质量风险。
- (2) 政策风险，产品降价风险。
- (3) 坏账风险。

Figure 6 财务报表预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2013	2014E	2015E	2016E	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5176	6142	7541	9222	营业收入	7802	8292	9116	10210
现金	1362	2508	3548	4766	营业成本	3090	3346	3651	4092
应收账款	557	655	715	793	营业税金及附加	108	111	123	138
其他应收款	62	86	91	100	营业费用	2410	2512	2803	3094
预付账款	141	168	185	205	管理费用	780	809	830	898
存货	1000	1016	1132	1269	财务费用	-6	-25	-40	-58
其他流动资产	2054	1709	1870	2088	资产减值损失	11	0	0	0
非流动资产	5067	4631	4582	4498	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	27	21	22	22	投资净收益	3	0	0	0
固定资产	2496	2493	2408	2254	营业利润	1412	1537	1750	2046
无形资产	1516	1581	1654	1725	营业外收入	39	0	0	0
其他非流动资产	1029	535	497	497	营业外支出	18	0	0	0
资产总计	10242	10773	12123	13720	利润总额	1433	1537	1750	2046
流动负债	3016	2959	3131	3336	所得税	218	233	267	312
短期借款	23	51	59	55	净利润	1215	1304	1483	1734
应付账款	782	848	928	1028	少数股东损益	34	67	77	83
其他流动负债	2211	2060	2143	2254	归属母公司净利润	1181	1237	1405	1651
非流动负债	866	404	440	469	EBITDA	1651	1764	1981	2273
长期借款	3	0	-7	-10	EPS (元)	1.21	1.26	1.44	1.69
其他非流动负债	863	403	447	479					
负债合计	3881	3363	3571	3806	主要财务比率				
少数股东权益	212	279	357	440	会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积	1149	1149	1149	1149	营业收入	12.4%	6.3%	9.9%	12.0%
留存收益	4027	5010	6074	7353	营业利润	11.2%	8.9%	13.8%	16.9%
归属母公司股东	6149	7131	8195	9474	归属于母公司净利润	15.7%	4.7%	13.6%	17.5%
负债和股东权益	10242	10773	12123	13720	获利能力				
					毛利率(%)	60.4%	59.6%	60.0%	59.9%
					净利率(%)	15.1%	14.9%	15.4%	16.2%
					ROE(%)	19.2%	17.3%	17.1%	17.4%
					ROIC(%)	21.6%	26.2%	28.4%	31.7%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	37.9%	31.2%	29.5%	27.7%
					净负债比率(%)	1.02%	1.77%	1.67%	1.38%
					流动比率	1.72	2.08	2.41	2.76
					速动比率	1.38	1.73	2.04	2.38
					营运能力				
					总资产周转率	0.82	0.79	0.80	0.79
					应收账款周转率	10	10	9	9
					应付账款周转率	4.46	4.11	4.11	4.18
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	1.21	1.26	1.44	1.69
					每股经营现金流(最新)	1.50	1.54	1.51	1.71
					每股净资产(最新摊)	6.28	7.29	8.37	9.68
					估值比率				
					P/E	16.98	16.21	14.27	12.15
					P/B	3.26	2.81	2.45	2.12
					EV/EBITDA	12	11	10	9

数据来源: WIND、世纪证券研究所

世纪证券投资评级标准:

股票投资评级

买入: 相对沪深 300 指数涨幅 20%以上;

增持: 相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

卖出: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

行业投资评级

强于大市: 相对沪深 300 指数涨幅 10%以上;

中性: 相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间;

弱于大市: 相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的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业务服务。本报告版权归世纪证券所有。

The report is based on public information. Whilst every effort has been made to ensure the accuracy of the information in this report, neither the CSCO nor the authors can guarantee such accuracy and completeness or reliability of the information contained herein. Furthermore, it is published solely for reference purposes and is not to be construed as a solicitation or an offer to buy or sell securities or related financial instruments. The CSCO and its employees do not accept responsibility for any losses or damages arising directly, or indirectly, from the use of this report. CSCO or its correlated institutions may hold and trade securities issued by the corporations mentioned in this report, and provide or try to provide investment banking services for those corporations as well. All rights reserved by CSCO.