

谨慎推荐 (首次)

积极应对不利形势，期待明年改善

风险评级：一般风险

华润三九 (000999) 调研简报

2014年11月15日

投资要点:

黄黎明

SAC 执业证书编号:

S0340208070036

电话: 0755-23616029

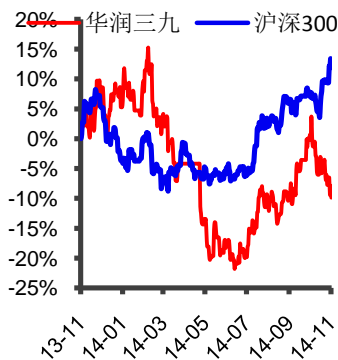
邮箱: hlm@dgzq.com.cn

主要数据

2014年11月14日

收盘价(元)	20.74
总市值(亿元)	203.02
总股本(亿股)	978.90
流通股本(亿股)	977.74
ROE (TTM)	16.38%
12月最高价(元)	26.29
12月最低价(元)	17.74

股价走势



资料来源: 东莞证券研究所, Wind

相关报告

■ 前三季度业绩低于预期，全年预计仍难改善。前三季度实现收入55.76亿元，同比下滑0.47%，归属母公司净利润同比下滑9.9%，低于预期，从目前的形势看，全年预计仍难改善。具体来看:

OTC 业务: 整体有一定下滑(约-6%)，骨科和儿科相对好些。OTC业务的低迷主要受基药市场推广的冲击;另外，部分地区中间渠道的GSP认证影响了企业采购。

处方药: 过去几年增长不错，但前三季仅小幅增长，主要受限抗、中药注射剂等行业政策影响。独家品种参附、华蟾素表现与整体相当，红花注射液、参麦明显下滑，配方颗粒约10%增长。

渠道库存基本处于一个正常状况，新版 GSP 对库存要求高，今年渠道库存还有降低，更健康。

■ 成本费用较快增长，盈利能力下滑。营业收入无增，成本增加较多，一方面是，产品结构变化(参附等高毛利率产品增速放缓);另外，原材料等成本上涨，红参价格上涨一倍。三九感冒灵、胃泰灵，上市这么多年价格没动，原材料、人工等成本在不断上升，毛利率下滑最快，所以有小幅提价，大概都在10%上下，都在零售市场，销量上没有太大影响。

另外，费用增加较快。主要是一些销售方面的调整，预判未来基层医疗市场更大，希望终端下沉，前期建设期投入大些。

三季报利润减少，所得税大幅增加，主要是因为作为综合性公司，许多下属企业，暂时预提多些，年底应该会恢复正常，税率是一定的，但有一些递延差异。

■ 多措施积极应对困难，明年或明显好转。公司以OTC为核心，面临的市场竞争大，今年主要品种感冒、皮肤等药表现不好，OTC行业也有一定放缓。未来会积极采取应多措施:

1) 希望在现有的几个大品类中扩充，例如感冒抗病毒、发热等; 2) 向大健康延伸，明年在公司层面整体运作，会有一些品种陆续推出，例如，依托(天和)贴膏方面的技术向大健康方向拓展; 3) 希望在基层医疗市场拓展，去年成立基层医疗部，明年定一些主题，在终端方面多配置资源，拉动销售，挖掘增长点。

另外，为了谨慎应对市场对中药注射剂的担忧，未来无论在研发还是并购上会更注重口服药。

在渠道方面，以前由于政策限制，公司产品也不太适合电商运作，所以不太重视。目前，形势有些变化，电商已有专门的小组，明年会选择适合的平台运作，目前已经与几个大的电商沟通，做一些前期准备。

- **投资建议。**预计2014-2016年华润三九的每股收益分别为1.17元、1.36元和1.68元，股价经过长期调整，目前估值相对低位。

尽管受行业多种负面冲击及公司内部调整影响，业绩增长处于历史低位，但是公司OTC第一的地位稳固，目前也正积极采取应对措施，明年改善的概率大，关注拐点机会，首次给予“谨慎推荐”评级。目前账面现金充沛，预计未来仍将积极寻找外延式并购机会。

- **风险：**OTC行业竞争激烈；药品降价；中药注射剂不良反应事件；中药材及辅料价格大幅上涨。

表 1：单季度财务指标

单季度分解	2013/06/30	2013/09/30	2013/12/31	2014/03/31	2014/06/30	2014/09/30
现金流量表单季度 (百万元)						
经营活动现金流量净额	459.25	309.88	460.93	81.20	485.21	309.87
投资活动现金流量净额	-213.69	-623.77	-211.81	-63.52	-105.22	-267.86
筹资活动现金流量净额	402.21	-273.25	-13.47	-1.60	-38.49	-271.22
利润表单季度(百万元)						
营业总收入	1,969.00	1,771.28	2,198.95	1,914.97	1,903.83	1,757.60
营业收入	1,969.00	1,771.28	2,198.95	1,914.97	1,903.83	1,757.60
营业总成本	1,641.17	1,457.55	1,844.06	1,532.63	1,571.72	1,538.70
营业成本	736.25	722.86	906.91	760.53	812.59	756.07
营业税金及附加	33.77	19.01	31.35	19.05	21.78	20.89
销售费用	670.37	525.35	635.96	592.87	554.38	577.58
管理费用	195.21	192.51	258.78	156.62	182.06	182.06
财务费用	0.38	-1.17	-1.39	0.37	-1.78	0.62
资产减值损失	5.18	-1.01	12.44	3.19	2.68	1.48
其他经营收益						
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.07	-0.34	3.31	7.53	23.94	2.95
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	327.77	313.39	358.20	389.87	356.05	221.86
加：营业外收入	7.78	8.00	18.69	5.94	4.74	8.69
减：营业外支出	5.98	4.33	6.49	1.97	3.25	1.60
利润总额	329.57	317.06	370.40	393.83	357.54	228.94
减：所得税	59.01	31.61	66.58	51.92	57.05	45.88
净利润	270.56	285.45	303.82	341.91	300.49	183.06
减：少数股东损益	11.69	11.39	-2.17	11.58	13.98	10.97
归母公司所有者净利润	258.87	274.06	305.99	330.33	286.51	172.09
EPS (元)	0.264	0.280	0.313	0.337	0.293	0.176
盈利能力指标						
销售毛利率 (%)	62.61%	59.19%	58.76%	60.28%	57.32%	56.98%
期间费用率 (%)	43.98%	40.46%	40.63%	39.16%	38.59%	43.26%
其中 销售费用率 (%)	34.05%	29.66%	28.92%	30.96%	29.12%	32.86%

管理费用率（%）	9.91%	10.87%	11.77%	8.18%	9.56%	10.36%
财务费用率（%）	0.02%	-0.07%	-0.06%	0.02%	-0.09%	0.04%
主营业务税金及附加率（%）	1.72%	1.07%	1.43%	1.00%	1.14%	1.19%
实际所得税率（%）	17.90%	9.97%	17.98%	13.18%	15.96%	20.04%

成长能力指标

收入同比增长率（%）	27.82%	12.42%	9.37%	4.56%	-3.31%	-0.77%
营业利润同比增长率（%）	31.79%	11.91%	6.95%	-4.54%	8.63%	-29.21%
归母公司净利润同比增长率（%）	124.00%	21.78%	11.92%	-2.32%	10.68%	-37.21%
经营现金流同比增长率（%）	42.93%	-34.77%	28.50%	-65.79%	5.65%	-0.01%

资料来源：东莞证券研究所，Wind

表 2：财务报表预测

利润表：					现金流量表：				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
营业总收入	7,802	7,958	9,191	10,708	净利润	1,215	1,192	1,383	1,700
营业成本	3,090	3,279	3,750	4,272	折旧与摊销	259	342	336	340
营业税金及附加	108	103	119	139	财务支出	18	47	50	51
销售费用	2,410	2,459	2,840	3,298	投资损失	-3	-30	0	0
管理费用	780	748	873	1,017	净营运资本变动	-32	263	3	6
财务费用	-6	6	-8	-9	经营性现金流	1,467	1,814	1,772	2,097
资产减值损失	11	0	0	0	资本支出	-1,938	-289	-366	-366
其他经营收益	3	30	0	0	其它投资	389	30	0	0
营业利润	1,412	1,392	1,617	1,990	投资性现金流	-1,549	-259	-366	-366
利润总额	1,433	1,402	1,627	2,000	股权融资	0	0	0	0
减 所得税	218	210	244	300	债券融资	498	-3	0	0
净利润	1,215	1,192	1,383	1,700	股利分配及其它	-277	-392	-450	-543
少数股东损益	34	42	49	60	筹资性现金流	221	-395	-450	-543
归母公司净利润	1,181	1,150	1,334	1,640	货币资金变动	140	1,160	956	1,188

资产负债表：					主要财务比率：				
科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E	科目(百万元)	2013A	2014E	2015E	2016E
货币资金	1,362	2,522	3,478	4,666	成长能力（YOY）				
应收账款	557	529	611	712	营业收入	13.2%	2.0%	15.5%	16.5%
预付账款	141	159	182	207	营业利润	12%	-1.4%	16.1%	23.1%
存货	1,000	945	1,081	1,231	归母公司净利润	16.5%	-2.6%	16.0%	22.9%
其它	2,116	2,001	2,211	2,468	盈利能力				
流动资产合计	5,176	6,156	7,562	9,285	销售毛利率	60.4%	58.8%	59.2%	60.1%
长期股权投资	27	16	17	18	销售净利率	15.1%	14.5%	14.5%	15.3%
固定资产合计	2,496	2,530	2,604	2,669	ROE	19.1%	16.5%	16.9%	18.1%
长期待摊费用	42	23	13	7	ROIC	22.1%	20.5%	17.7%	18.4%
其它	2,502	2,529	2,494	2,460	偿债能力				
非流动资产合计	5,067	5,098	5,127	5,153	资产负债率	37.9%	35.9%	35.4%	34.9%
资产总计	10,242	11,253	12,689	14,438	流动比率	1.72	1.99	2.13	2.27
短期借款	23	20	20	20	速动比率	0.68	1.04	1.20	1.37
应付账款	782	737	843	961	营运能力（次）				
预收款项	289	324	374	436	资产周转率	0.83	0.74	0.77	0.79

其它	1,922	2,015	2,312	2,673	存货周转率	3.39	3.37	3.70	3.70
流动负债合计	3,016	3,096	3,549	4,090	应收账款周转率	15.10	14.66	16.12	16.19
长期借款	3	3	3	3	每股指标（元）				
其它	344	863	946	946	每股收益	1.21	1.17	1.36	1.68
非流动负债合计	347	866	949	949	每股经营现金流	1.50	1.85	1.81	2.14
负债合计	3,881	4,045	4,498	5,039	每股净资产	6.28	7.10	8.06	9.23
实收资本	979	979	979	979	每股股利	0.26	0.35	0.41	0.50
资本公积	1,149	1,149	1,149	1,149	估值指标（倍）				
留存收益及其它	4,240	5,087	6,069	7,277	PE	17.03	17.49	15.08	12.27
所有者权益合计	6,368	7,215	8,198	9,406	PB	3.27	2.89	2.55	2.23
负债和权益总计	10,249	11,260	12,696	14,444	EV/EBITDA	8.54	8.35	7.34	6.15

资料来源：东莞证券研究所，Wind

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 $\pm 5\%$ 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 $\pm 5\%$ 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。本报告清晰准确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：

东莞证券为全国综合性证券公司，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。本报告所载资料及观点均为合规合法来源且被本公司认为可靠，但本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。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。投资者需自主作出投资决策并自行承担投资风险，据此报告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，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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