

华润三九（000999）年报点评：主业基本持平，期待突破

行业分类：医药

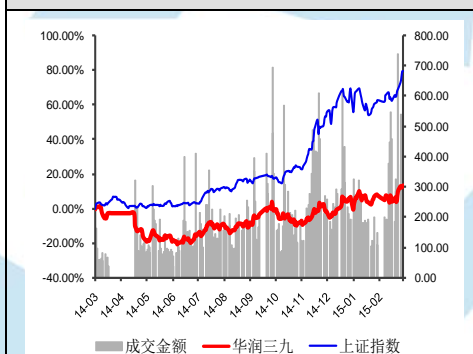
2015年3月20日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	30.75
当前股价（15.3.20）	25.87

基础数据

上证指数	3617.32
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）	253
每股净资产（元）	6.91
ROE（2014）	15.93%
资产负债率（2014）	34.32%
动态市盈率	20.99
市净率	3.29

近一年公司指数与上证综指走势对比



2014 年年度报告：

- 报告期内公司实现营业收入727,658.56万元，同比减少0.23%；利润总额125,960.50万元，同比减少12.10%；归属于上市公司股东的净利润103,588.90万元，同比减少6.57%。
- 医药主业基本持平。报告期内，公司的医药业务实现营业收入678,575.30万元，同比增长0.28%；毛利率64.07%，同比下降1.41个百分点。其中，OTC业务实现营业收入408,109.50万元，同比减少0.87%；处方药业务实现营业收入270465.80万元，同比小幅增长2.08%。受宏观调控、医保控费和药品降价的持续深度影响，2014年，医药行业整体增速下滑至13%左右，OTC行业更是下滑至9%左右，非连锁药店的经营日趋艰难，连锁药店整合并购活动频频发生，主要是基药分流和医药电商在分食OTC行业的市场份额。OTC业务方面，公司持续强化品类经营和内容营销，通过节目赞助和互联网传播，不断巩固市场地位和深化品牌形象。处方药方面，以参附和华蟾素注射液为主的中药注射剂品种勉强保持个位数增长，和行业的成长节奏基本一致。中药配方颗粒的新增产能不断释放，由于行业的高景气，公司计划于今年启动二期产能规划，长期增长可期。
- 舒血宁事件的后续影响。近期，网络上出现了北京药监局要求华润三九子公司召回生产的舒血宁注射液的新闻。从监管安全的角度来看，药品召回属于普通的药品质量事件。从华润三九的角度来看，公司产品众多，相比之下，舒血宁注射液的短期暂停销售对公司的正常经营不会有重大影响。
- 持续研发保驾护航。2014年，公司研发投入2.34亿元，同比增长16.44%，主要用于核心产品的二次开发和新药研究项目。通过二次开发，有效提升了现有产品的品质；通过开展41个新药项目，公司的产品储备有望得到进一步丰富。
- 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。
- 不考虑外部收购的影响，我们预计公司2015-2017年的EPS分别为1.23元、1.36元和1.48元，对应的动态市盈率分别为20.99倍、18.97倍和17.50倍，考虑到公司的恢复性增长，给予买入评级，目标价30.75元。

股市有风险 入市须谨慎

中航证券金融研究所发布证券研究报告

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	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6891.10	7801.60	7276.59	7979.46	8631.73	9240.85
增长率(%)	24.72%	13.21%	-6.73%	9.66%	8.17%	7.06%
归属母公司股东净利润	1014.08	1181.10	1035.89	1206.38	1334.69	1446.89
增长率(%)	33.35%	16.47%	-12.29%	16.46%	10.64%	8.41%
每股收益(EPS)	1.036	1.207	1.058	1.232	1.363	1.478
每股股利(DPS)	0.240	0.260	0.260	0.285	0.315	0.341
每股经营现金流	1.241	1.501	1.214	3.070	1.395	2.126
销售毛利率	61.14%	60.39%	61.35%	61.75%	61.70%	61.64%
销售净利率	15.69%	15.57%	14.73%	15.65%	16.00%	16.21%
净资产收益率(ROE)	19.10%	19.21%	15.32%	15.69%	15.32%	14.72%
投入资本回报率(ROIC)	32.12%	24.21%	16.82%	17.32%	24.05%	25.31%
市盈率(P/E)	24.97	21.44	24.45	20.99	18.97	17.50
市净率(P/B)	4.77	4.12	3.75	3.29	2.91	2.58
股息率(分红/股价)	0.009	0.010	0.010	0.011	0.012	0.013

报表预测						
利润表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入	6891.10	7801.60	7276.59	7979.46	8631.73	9240.85
减: 营业成本	2678.21	3089.87	2812.18	3052.14	3305.95	3544.79
营业税金及附加	90.06	107.60	99.22	107.71	116.52	124.74
营业费用	2199.22	2410.21	2412.68	2553.43	2762.15	2957.07
管理费用	667.10	779.88	736.49	797.95	863.17	924.09
财务费用	-12.57	-5.52	7.33	-0.71	-41.24	-71.64
资产减值损失	7.90	11.25	28.09	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	0.93	3.48	47.44	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	1262.11	1411.79	1228.03	1468.95	1625.17	1761.80
加: 其他非经营损益	20.68	21.18	31.57	0.00	0.00	0.00
利润总额	1282.78	1432.97	1259.60	1468.95	1625.17	1761.80
减: 所得税	201.69	218.34	187.46	220.34	243.78	264.27
净利润	1081.09	1214.63	1072.14	1248.60	1381.40	1497.53
减: 少数股东损益	67.01	33.53	36.25	42.22	46.71	50.64
归属母公司股东净利润	1014.08	1181.10	1035.89	1206.38	1334.69	1446.89

资产负债表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
货币资金	833.53	733.62	240.59	2789.69	3791.49	5513.78
应收和预付款项	1944.51	2190.90	1996.70	2215.02	2341.35	2537.04
存货	823.68	999.95	858.30	978.63	1011.06	1122.38
其他流动资产	23.74	622.71	1114.41	0.00	0.00	0.00
长期股权投资	19.80	26.56	15.55	15.55	15.55	15.55
投资性房地产	12.96	15.13	16.86	14.17	11.47	8.77
固定资产和在建工程	2436.60	2771.40	2809.03	2675.07	2491.10	2297.14
无形资产和开发支出	1768.39	2135.96	2318.39	2138.18	1957.98	1777.77
其他非流动资产	174.94	42.31	284.76	262.51	240.27	240.27
资产总计	8038.16	9538.55	9654.58	11088.82	11860.28	13512.70
短期借款	79.09	22.75	31.71	0.00	0.00	0.00
应付和预收款项	2074.54	2327.99	2069.51	2570.70	2269.01	2758.06
长期借款	26.26	501.06	508.49	508.49	508.49	508.49
其他负债	282.18	325.72	29.12	23.89	23.89	23.89
负债合计	2462.07	3177.51	2638.83	3103.08	2801.39	3290.45
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1193.51	1149.31	1146.68	1146.68	1146.68	1146.68
留存收益	3137.35	4020.62	4634.36	5562.13	6588.57	7701.30
归属母公司股东权益	5309.77	6148.82	6759.95	7687.71	8714.15	9826.88
少数股东权益	266.32	212.21	235.58	277.80	324.51	375.14
股东权益合计	5576.08	6361.03	6995.52	7965.51	9038.65	10202.02
负债和股东权益合计	8038.16	9538.55	9634.35	11068.58	11840.04	13492.47

现金流量表						
	2012A	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
经营性现金净流量	1214.71	1469.27	1188.55	3005.47	1365.31	2081.06
投资性现金净流量	-1541.91	-1549.08	-919.61	-150.00	-100.00	-100.00
筹资性现金净流量	-321.95	107.35	-313.94	-306.37	-263.50	-258.77
现金流量净额	-649.23	26.07	-45.25	2549.10	1001.81	1722.29

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。

风险提示：投资者自主作出投资决策并自行承担投资风险，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。

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根据的研究或分析。