

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

华润三九 (000999)

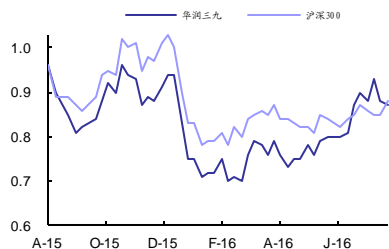
买入

2016 年中报点评

(维持评级)

2016 年 08 月 15 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	979/978
总市值/流通 (百万元)	24,815/24,786
上证综指/深圳成指	3,051/10,528
12 个月最高/最低价	33.80/19.57

相关研究报告:

《华润三九-000999-重大事件快评: 拟收购圣火药业、产品线得到重要补充, 维持买入评级》——2016-07-28
 《华润三九-000999-2013 年 3 季报点评: 保持效益型稳健增长》——2013-10-29
 《华润三九-000999-2013 年半年报点评: 二季度环比明显提升》——2013-08-26
 《华润三九-000999-2013 年 1 季报点评: Q1 增速偏低不改全年预期》——2013-04-26
 《华润三九-000999-2012 年年报点评: 以品牌和管理优势进入积极扩张期》——2013-03-28

证券分析师: 江维娜

电话: 021-60933157

E-MAIL: jiangwn@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001

证券分析师: 邓周宇

电话: 0755-82133263

E-MAIL: dengzy@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

Q2 提速, 内生+外延保障持续成长能力

● 收入、利润增速、经营性现金流上看, Q2 都要好于 Q1

公司上半年实现收入 42.81 亿元 (+15.83%), 净利润 6.36 亿元 (+1.44%)。分季度看 Q1 收入增速为+13.22%, Q2 收入增速为+18.54%; Q1 净利润增速为-7.86%, Q2 净利润增速为+12.39%; Q1 经营净现金流为 1.81 亿, Q2 为 5.31 亿。可以看出 Q2 的增长速度较 Q1 明显加快。

● 内生+外延使得处方药快速增长

在整体招标环境不利、以及辅助用药持续打压下, 公司在上半年处方药业务仍获得了很快的增速, 整体收入 16.81 亿元, 增速高达 23.98%, 而毛利率达到 70.98%, 同比上升 6.56%; 收入快速增长和毛利率提升的原因在于合并众益带来的结果。拆分来看, 参附注射液销售收入有所下滑, 华蟾素系列产品实现稳健增长 (10%以内); 天和骨通贴膏持和茵栀黄口服液等产品取得快速增长趋势。

● OTC 保持平稳增长, 外延进一步丰富品种, 深入推进新商业模式

OTC 业务保持平稳增长。上半年 OTC 业务收入 23.71 亿元 (+12.54%), 毛利率 60.09% (-3.30%)。公司积极执行外延战略。公司 7 月底公告拟收购昆明圣火药业集团 100% 的股权, 将明显补充其现有的产品线。圣火药业集团以生产、销售口服心脑血管药物为主, 主要产品包括血塞通软胶囊和黄藤素软胶囊; 本次收购若成功将快速丰富公司心脑血管口服剂型产品 (目前主要为参麦注射液、舒血宁等注射液品种), 同时借助众益血塞通软胶囊也将深入推进处方药产品零售药店渠道销售模式 (OTX)。

● 估值便宜, 维持“买入”评级

我们认为华润三九的强项在于成熟的管理、品牌和营销体系, 历次收购整合 (顺峰、天和、众益等) 都被证明是成功的。今年再次收购将明显补充其现有产品线, 同时加强处方药在零售端的销售体系, 探索慢病管理与 OTC 零售端的结合, 将明显提升公司持续增长能力。暂时不考虑并购带来的业绩增厚, 预计 16-18 年公司净利润 12.75 亿/15.00 亿/17.06 亿, EPS1.30/1.53/1.74 元, PE20X/17X/15X, 估值便宜, 此次收购将明显增厚业绩, 维持“买入”评级。

● 风险提示: 外延战略推进速度慢于预期。

盈利预测和财务指标

	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	8,791	9,971	11,130
(+/-%)	11.3%	13.4%	11.6%
净利润(百万元)	1,275	1,500	1,706
(+/-%)	2.1%	17.6%	13.8%
摊薄每股收益 (元)	1.30	1.53	1.74
EBIT Margin	17.2%	17.8%	18.1%
净资产收益率 (ROE)	15.1%	15.8%	15.9%
市盈率 (PE)	20.2	17.2	15.1
EV/EBITDA	16.3	14.3	13.0
市净率 (PB)	3.0	2.7	2.4

资料来源: Wind、国信证券经济研究所预测

注: 摊薄每股收益按最新总股本计算

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	973	1840	2868	4079
应收款项	2390	2660	3017	3367
存货净额	911	977	1102	1227
其他流动资产	939	1045	1186	1323
流动资产合计	5213	6522	8173	9997
固定资产	3077	3075	3045	2996
无形资产及其他	1731	1662	1592	1523
投资性房地产	1984	1984	1984	1984
长期股权投资	15	45	75	105
资产总计	12019	13286	14869	16604
短期借款及交易性金融负债	1	40	40	40
应付款项	925	992	1119	1246
其他流动负债	2376	2572	2902	3236
流动负债合计	3301	3604	4060	4522
长期借款及应付债券	500	500	500	500
其他长期负债	544	596	648	700
长期负债合计	1044	1096	1147	1199
负债合计	4345	4699	5208	5722
少数股东权益	102	123	147	174
股东权益	7572	8464	9514	10708
负债和股东权益总计	12019	13286	14869	16604

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.28	1.30	1.53	1.74
每股红利	0.43	0.39	0.46	0.52
每股净资产	7.73	8.65	9.72	10.94
ROIC	14%	16%	19%	21%
ROE	16%	15%	16%	16%
毛利率	61%	61%	61%	61%
EBIT Margin	16%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	19%	21%	22%	22%
收入增长	9%	11%	13%	12%
净利润增长率	21%	2%	18%	14%
资产负债率	37%	36%	36%	36%
息率	2%	1%	2%	2%
P/E	20.7	20.2	17.2	15.1
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	20.0	16.3	14.3	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7900	8791	9971	11130
营业成本	3067	3432	3862	4287
营业税金及附加	110	44	50	56
销售费用	2677	2901	3290	3673
管理费用	774	904	997	1104
财务费用	4	12	9	3
投资收益	194	20	24	27
资产减值及公允价值变动	(20)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1443	1510	1780	2027
营业外净收支	86	20	20	20
利润总额	1529	1530	1800	2047
所得税费用	254	229	270	307
少数股东损益	25	25	30	34
归属于母公司净利润	1249	1275	1500	1706

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1249	1275	1500	1706
资产减值准备	(8)	2	0	0
折旧摊销	235	362	392	412
公允价值变动损失	20	7	7	7
财务费用	4	12	9	3
营运资本变动	(390)	(125)	(114)	(101)
其它	25	18	24	28
经营活动现金流	1131	1540	1809	2052
资本开支	(450)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(449)	(330)	(330)	(330)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(9)	0	0	0
支付股利、利息	(423)	(383)	(450)	(512)
其它融资现金流	15	39	0	0
融资活动现金流	(849)	(343)	(450)	(512)
现金净变动	(167)	867	1029	1210
货币资金的期初余额	1140	973	1840	2868
货币资金的期末余额	973	1840	2868	4079
企业自由现金流	456	1220	1484	1721
权益自由现金流	462	1249	1477	1718

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本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。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

本报告仅供参考之用，不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下，本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。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。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险，我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		技术分析	
董德志	021-60933158	郇彬	021-6093 3155	闫莉	010-88005316
陶川	010-88005317	朱俊春	0755-22940141		
燕翔	010-88005325	王佳骏	021-60933154		
李智能	0755-22940456				
固定收益		医药生物		互联网	
董德志	021-60933158	江维娜	021-60933157	王学恒	010-88005382
赵婧	0755-22940745	邓周宇	0755-82133263	何立中	010-88005322
魏玉敏	021-60933161	万明亮			
柯聪伟	021-60933152	梁东旭	0755-82130646		
		徐衍鹏	021-60875165		
		谢长雁	0755-82133263		
纺织/日化/零售		社会服务(酒店、餐饮和休闲)		家电	
郭陈杰	021-60875168	曾光	0755-82150809	王念春	0755-82130407
朱元	021-60933162	钟潇	0755-82132098		
		张峻豪	0755-22940141		
通信服务		电子		环保与公共事业	
程成	0755-22940300	刘翔	021-60875160	陈青青	0755-22940855
王齐昊	0755-22940673	蓝逸翔	021-60933164	邵潇	0755-22940659
		马红丽	021-60875174		
军工及主题投资		非金属及建材		房地产	
李君海	010-88005315	黄道立	0755-82130685	区瑞明	0755-82130678
王东	010-88005309	刘宏	0755-22940109	朱宏磊	0755-82130513
徐培沛	0755-22940793				
电力设备/新能源		化工		建筑工程	
杨敬梅	021-60933160	苏淼	021-60933150	刘萍	0755-22940678
轻工造纸		汽车及零部件		非银行金融	
邵达	0755-82130706	梁超	0755-22940097	陈福	
				赵秋实	
				王继林	
金融工程					
吴子昱	0755-22940607				
黄志文	0755-82133928				
邹璐	0755-82130833-701418				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）		海外销售交易部	
李文英	010-88005334 13910793700	汤静文	021-60875164 13636399097	赵晓曦	0755-82134356 15999667170	赵冰童	0755-82134282 13693633573
liuwing@guosen.com.cn		tangjingwen@guosen.com.cn		zhaoxxi@guosen.com.cn		zhaobt@guosen.com.cn	
夏 坤	13726685252	吴 国	15800476582	邵燕芳	0755-82133148 13480668226	梁 佳	0755-25472670 13602596740
				shaoyf@guosen.com.cn		liangjia@guosen.com.cn	
王 玮	13726685252	梁轶聪	021-60873149 18601679992	颜小燕	0755-82133147 13590436977	程可欣	886-0975503529(台湾)
		liangyc@guosen.com.cn		yanxy@guosen.com.cn		chengkx@guosen.com.cn	
许 婧	18600319171	倪 婧	18616741177	黄明燕	18507558226	夏 雪	18682071096
边玮维	13726685252	林 若	13726685252	刘紫微	13828854899	吴翰文	13726685252
王艺汀	13726685252	张南威	13726685252	简 洁	13726685252		
		周 鑫	13726685252				
		张欣慰	13726685252				