

华润三九 (000999 SZ.)

经营符合预期

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC 执业证书编号: S0260511050002

披露中报, 主业经营符合预期

2011 年上半年, 公司实现营业收入和净利润 24.53 亿元和 3.97 亿元, 分别同比增长 23.98% 和 1.90% (其中扣非后净利润增长 6.67%), 实现每股收益 0.41 元, 每股经营性现金流 0.45 元, 符合我们此前预期。

OTC 核心品种及中药免煎颗粒业务销售继续快速增长

上半年公司医药制造业务实现销售 20.81 亿元, 同比增长 24%。OTC 业务整体增长 29%, 其中: 三九胃泰及正天丸在持续广告及基层市场投入的推动下增长均超过 40%, 部分区域亦出现断货现象; 感冒系列和皮肤系列增长约 20%; 新品种强力枇杷露及小儿感冒药分别同比增长 123% 和 67%; 中药处方药增长约 20%; 免煎颗粒增长 44%; 普药业务受抗生素分级管理政策影响略有下降。

原材料成本上升吞噬利润, 整体经营质量健康

上半年中药材及白糖价格不断创出新高致公司成本费用控制面临较大压力, 其整体毛利率同比下降 2.62 个百分点; 今年销售费用投放更加均衡, 上半年销售费用率同比上升 1.09 个百分点。公司中期经营性现金流大于净利润, 应收账款及存货周转天数持续下降, 整体经营质量健康。

下半年展望: 继续推进并购与整合, 成本可能仍是盈利最大变量

从上半年的销售情况看, 我们预计全年公司制药业务销售仍将维持 20-25% 的增长速度。外延性发展方面, 华润集团已于今年 7 月开始实质性控股北药集团, 我们认为北药集团的天然植物药业务与公司 OTC 业务有较好的协同效应, 可能提供胃肠道用药品类规划的基础; 此外, 公司仍在积极推进围绕主业的并购, 今年可能有所斩获。如果下半年主要原材料价格逐步回落, 公司经营压力将有所减轻。

盈利预测与投资评级

维持公司 2011-2013 年 EPS 分别至 0.90/1.12/1.41 元的盈利预测, 对应 PE 21/17/13 倍。公司近期股价已基本反映了经营受到的成本和费用压力, 我们建议投资者着眼于长远, 公司目前估值不高, OTC 销售持续超过市场预期, 再考虑公司的并购及整合预期, 维持“买入”的评级。

风险提示

成本压力可能超过预期。并购和整合的时间不确定。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4852.72	4365.15	5119.72	6414.30	7738.47
增长率	12.43%	-10.05%	17.29%	25.29%	20.64%
EBITDA(百万元)	1016.27	1040.64	1136.59	1449.79	1736.25
净利润(百万元)	709.49	815.98	878.43	1096.23	1379.30
增长率	41.87%	15.01%	7.65%	24.79%	25.82%
每股收益(元)	0.72	0.83	0.90	1.12	1.41
市盈率	60.79	52.86	49.10	39.34	31.27
市净率	5.30	5.94	3.55	5.64	4.61
EV/EBITDA	18.02	22.41	14.87	22.29	18.03

数据来源: 华润三九医药股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	18.47
目标价格(元)	27.00
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	-1.39%	-9.50%	-25.88%
沪深 300	-6.81%	-7.18%	-0.01%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)

978.90/355.24

主要股东:

华润医药控股有限公司

主要股东持股比例

63.59%

财务比率

ROE	19.37%
ROA	17.39%
资产负债率	26.72%
每股净资产(元)	4.30

2010 年报数据

资产负债表简表 单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1273	1731	1184	2601	3622
应收账款	361	308	377	446	512
预付款项	77	115	80	120	154
应收利息	0	0			
应收股利	0	0			
其他应收款	76	47	915	481	691
存货	418	490	491	598	736
流动资产合计	3037	3505	3925	5378	7092
长期股权投资	17	18	18	18	18
固定资产	1117	1048	1045	966	872
在建工程	234	292	271	291	310
无形资产	1137	1141	1486	1611	1764
长期待摊费用	7	8			
递延所得税资产	52	48	0	0	0
非流动资产合计	2594	2586	2854	2921	3000
资产总计	5631	6091	6779	8299	10092
短期借款	12	20	0	0	0
应付票据	184	105	134	175	194
应付账款	446	501	513	642	774
预收款项	194	103	166	205	227
应付职工薪酬	122	181	138	193	248
应交税费	131	115	154	179	217
应付利息	0	0			
应付股利	0	0	0	0	0
其他应付款	267	253	229	237	210
流动负债合计	1613	1573	1369	1721	2049
长期借款	40	3	3	3	3
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	0	0			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	5	7	0	0	0
非流动负债合计	67	55	3	3	3
负债合计	1680	1627	1372	1724	2052
股本	979	979	979	979	979
资本公积	1341	1350	1350	1350	1350
盈余公积	219	262	394	558	765
未分配利润	1149	1626	2373	3304	4477
少数股东权益	265	251	312	383	469
负债股东权益总计	5631	6091	6779	8299	10092
每股净资产（元）	3.77	4.30	5.20	6.32	5.20

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表 单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	4853	4365	5120	6414	7738
营业成本	2396	1686	2123	2602	3022
营业税金及附加	20	21	30	32	40
销售费用	1166	1356	1538	1992	2402
管理费用	368	386	403	461	665
财务费用	0	-15	-35	-24	-53
资产减值损失	26	-4	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	8	27	15	17	20
营业利润	885	963	1075	1370	1682
营业外收入	31	12	45	11	52
营业外支出	11	2	11	3	10
利润总额	904	1034	1109	1377	1724
所得税费用	143	175	170	209	259
净利润	762	859	939	1168	1465
归属于母公司净利润	709	816	878	1096	1379
少数股东损益	52	43	61	71	86
EPS（元）	0.72	0.83	0.90	1.12	1.41

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表 单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	855	848	-85	1581	1166
投资活动现金流量	-93	-68	-378	-164	-145
筹资活动现金流量	-213	-259	-85	0	0
现金及现金等价物净增加额	549	521	-547	1418	1021
期末现金余额	1267	1795	1184	2601	3622
每股经营活动现金流（元）	0.87	0.87	-0.09	1.62	1.19

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标 单位：百万元

指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	12.4%	-10.0%	17.3%	25.3%	20.6%
营业利润增长率	39.4%	8.8%	11.7%	27.4%	22.8%
毛利率	50.6%	61.4%	58.5%	59.4%	61.0%
营业利润率	18.2%	22.1%	21.0%	21.4%	21.7%
净利润率	14.6%	18.7%	17.2%	17.1%	17.8%
净资产收益率	19.2%	19.4%	17.2%	17.7%	18.2%
总资产收益率	12.6%	13.4%	13.0%	13.2%	13.7%
流动比率	1.9	2.2	2.9	3.1	3.5
资产负债率	29.8%	26.7%	20.2%	20.8%	20.3%
所得税税率	15.8%	16.9%	15.3%	15.2%	15.0%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。

相关研究报告

广发证券—公司投资评级说明

买入（Buy）	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有（Hold）	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出（Sell）	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。