

华润三九 (000999)

增持 (维持)

行业地位稳固 业绩已在底部

市场数据

报告日期	2014-11-15
收盘价(元)	20.74
总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	977.74
总市值(百万元)	20302.39
流通市值(百万元)	20278.38
净资产(百万元)	6683.33
总资产(百万元)	10512.37
每股净资产	6.83

相关报告

《成本费用影响业绩,行业地位依然稳定》2014-10-28

《业务平稳发展,行业地位稳固》2014-08-24

《年报业绩平稳,未来内生外延发展延续》2014-03-09

分析师:

邓晓倩

dengxq@xyzq.com.cn

S0190512070008

项军

xiangjun@xyzq.com.cn

S0190512040001

主要财务指标

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	7802	7851	8881	10034
同比增长(%)	12.4%	0.6%	13.1%	13.0%
净利润(百万元)	1181	1197	1346	1542
同比增长(%)	15.7%	1.4%	12.4%	14.5%
毛利率(%)	60.4%	59.7%	59.1%	58.6%
净利润率(%)	15.1%	15.2%	15.2%	15.4%
净资产收益率(%)	19.2%	16.9%	16.0%	15.5%
每股收益(元)	1.21	1.22	1.38	1.58
每股经营现金流(元)	1.50	1.50	1.22	1.70

投资要点

近日我们调研了华润三九(000999),大致要点包括:1)、2014年公司OTC业务收入端预计出现3-5%的下降、2015年有望扭转颓势、迎来增长;2)、2014年公司处方药收入端预计出现5%以内的微幅增长、2015年增速有望有所加快;3)、2014年公司OTC业务毛利率预计同比较平稳、处方药毛利率出现明显的下降;4)、我们任务历史数据验证公司在OTC领域具有较强的运作能力、短期的受累、难撼公司的龙头地位;5)、在公司控股股东人员变动及多重因素的影响下、我们认为2014年将是公司2009年以来的业绩底部、我们会持续关注其变化。我们预计公司2014-2016年的EPS分别为1.22、1.38及1.58元,维持“增持”评级。

- **公司业绩回顾。**1)、2014年前3季度公司实现销售收入55.76亿元,同比下降0.47%、较2014年上半年0.48%的增速进一步下降;实现归属于母公司的净利润为7.89亿元,同比下降9.85%、较2014年上半年3.32%的增速进一步下降。2)、2014年前3季度公司整体毛利率为58.23%、同比下降2.81个百分点;销售费用率为30.93%、同比下降0.47个百分点,管理费用率为9.34%、同比微幅上升0.04个百分点;销售净利率为14.80%、同比下降1.46个百分点。
- **2014年OTC业务收入端预计出现3-5%的下滑、儿科及骨科用药增长较突出。**1)、2014年上半年公司OTC业务实现销售收入19.39亿、同比下滑7.74%,第3季度单季度我们预计OTC业务收入端的下降幅度较上半年有所缩窄。2)、2014年前3季度公司OTC业务表现疲弱、不同品类之

请阅读最后一页信息披露和重要声明

间出现分化：感冒类用药、胃肠道用药及皮肤类用药均出现下滑；而“天和药业”的骨科用药在公司 2013 年完成对其销售整合之后、2014 年取得了超越 20% 的靓丽增速；同样“小儿感冒药”系列产品也取得了 15-20% 的增速。

3)、2014 年公司 OTC 业务出现下滑，我们预计主要源于 OTC 行业增速的放缓（伴随基层医疗市场的发展、2013 年启动新版 GSP 认证以来，OTC 行业的整体增速放缓至 10% 以下）；同时公司不同区域市场对行业增速放缓的应对效果存在差异也加剧了今年 OTC 业务疲弱。

4)、针对 2014 年 OTC 收入下滑的现状，预计公司主要通过四方面的措施来应对：第一、积极开拓基层市场（公司目前已经具有约 600 人的基层销售队伍）；第二、对于区域销售的管理更加精细化——公司在整体制定每个品类销售策略的同时也会根据各销售区域不同的市场格局、要求其采取更加具体的方式，最终公司会结合考察各个区域的收入及利润；第三、在感冒、胃肠、皮肤等大品类中适时、不断引入具有潜力的品种、丰富品类。我们预计伴随 GSP 认证的影响逐步减弱、同时公司积极开拓基层、对区域市场管理更加精细化等措施的实施下、公司 2015 年 OTC 业务有望扭转 2014 年的低迷局面、迎来不低于行业的增长。

- **2014 年处方药业务收入端预计出现 5% 以内的微幅增长。** 1)、2014 年上半年公司处方药业务实现销售收入 12.80 亿、同比增长 1.11%，第 3 季度单季度我们预计处方药业务收入端的增速较上半年有微幅上升。2)、2014 年前三季度，处方药我们分品种来看：中药注射剂在“参附注射液”、“华蟾素”、“舒血宁”等核心品种增速疲弱的拖累下、整体仅获得微幅的增长；中药配方颗粒在公司组建中药配方颗粒事业部、人员调整的背景下、增速预计仅为 10% 左右；抗生素受库存拖累、基本持平。3)、“参附注射液”2014 年的疲弱主要源于在三保合一的地区、公司产品销售受限的拖累（参附注射液在国家医保内被限定于急救用药）；“华蟾素”增速一般主要源于公司对其注射剂剂型工艺进行改进、相应影响了销售。据了解、针对独家品种“参附注射液”公司积极的针对一些省份进行了使用解限的工作，在某些省份已经取得突破性进展；针对“华蟾素注射剂型”公司经过几年的研究也已经慢慢更加优化了其生产工艺。4)、据了解、公司目前针对中药配方颗粒成立的事业部、人员组织基本到位、其 2015 年有望取得快于 2014 年的增速。结合以上分析、我们预计 2015 年公司处方药业务有望取得快于 14 年的增速。
- **2014 年公司 OTC 业务毛利率预计同比较平稳、处方药毛利率出现明显的下降。** 1)、2014 年公司 OTC 业务的毛利率为 64.04%、同比下降 0.64 个百分点，处方药业务的毛利率为 64.9%、同比下降 5.29 个百分点。2)、在所用中药材及白糖价格整体相对的平稳的背景下、公司 OTC 业务 2014 年的毛利率同比有望比较平稳；在红参价格高涨（2014 年红参价格较 2013 年上涨了超过 60%）及产品结构变化（高盈利能力的参附注射液及华蟾素注射液增速放缓）的双重因素下、公司处方药 2014 年的毛利率预计下降超过 5 个百分点。

- **历史数据验证公司在 OTC 领域具有较强的运作能力、短期的受累、难撼公司的龙头地位。** 1)、公司于 2007 年针对“感冒止咳类用药”首次尝试“品类管理”取得明显成效、“感冒止咳类用药”2007-2012 年复合增速达到 25%、老产品“999 感冒灵”成功突破 2006 年之前不到 5 亿的规模瓶颈，年复合增速超过 20%，2013 年规模预计已经过 14 亿，成为感冒类用药中规模第一的单品。2009 年在“感冒类用药”品类规划成功实施的经验基础之上，公司正式开启“皮肤类用药”品类规划进程，其 2010-2013 年也均获得超越行业的增速。2011 年公司正式开启“胃肠道用药”品类规划进程、当年老产品 999 胃泰已经取得了超越历史的跨越式发展。2)、公司于 2013 年 2 月底完成了对“桂林天和药业股份有限公司（以下简称“天和药业”）97.18% 股权的收购，在原有“壮骨关节丸”基础上拓展了更多的骨科用药细分领域、正式开启了“骨科类用药”品类管理的序幕。公司于 2013 年 6 月底完成了对“山东临清华威”100% 的股权收购、在原有“正天丸”基础上拓展了“健脑补肾丸（口服液）”、正式开启了“补益类用药”的品类管理序幕。天和药业经过公司 2013 年的整体、2014 年已经取得超越 20% 的增长。我们认为在公司历史已经积累的丰富品类管理经验及已经建立起的强大营销网络支撑下，尽管 2014 年多因素造成了其 OTC 业务增速的下滑、但其龙头地位难撼、我们相信其 2015 年会扭转这一颓势、我们会持续关注。
- **盈利预测。**我们维持之前对公司的盈利预测，预计 2013-2015 年 EPS 分别为 1.22、1.38 及 1.58 元、归属于母公司的净利润增速分别为 1.40%、12.40% 及 14.5%，对应 2014 及 2015 年的估值为 17 倍、15 倍。2014 年在控股股东人员变化及多重因素的影响下、公司业绩表现差强人意，但历史数据证明公司具备强大的 OTC 运作能力、对终端具有较强的把控能力，我们认为 2014 年将是 2009 年以来公司业绩的底部、我们会持续跟踪、关注其变化（公司自 2009 年开始步入中断十年的发展轨道）。比较我们对 A 股主要中成药上市公司 2014-2015 年的业绩预测及其相应估值，公司目前的估值相对偏低，我们维持对公司的“增持”评级、建议积极关注。
- **风险提示。**1)、公司所使用原材料价格再次上涨；2)、中药注射剂面临降价风险。

附表

资产负债表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
流动资产	5176	5859	6640	7330
货币资金	1362	2246	2269	2522
交易性金融资产	0	0	0	0
应收账款	557	1076	1369	1547
其他应收款	62	86	84	102
存货	1000	817	939	1074
非流动资产	5067	5783	6349	6346
可供出售金融资产	0	0	0	0
长期股权投资	27	27	28	27
投资性房地产	15	3	3	3
固定资产	2496	3018	3944	3924
在建工程	276	508	182	226
油气资产	0	0	0	0
无形资产	1516	1490	1458	1428
资产总计	10242	11643	12989	13676
流动负债	3016	3957	4150	3489
短期借款	23	926	870	30
应付票据	251	205	265	286
应付账款	782	870	999	1143
其他	1959	1956	2016	2030
非流动负债	866	349	353	351
长期借款	3	3	3	3
其他	863	346	350	348
负债合计	3881	4306	4503	3840
股本	979	979	979	979
资本公积	1149	1149	1149	1149
未分配利润	3599	4474	5749	7206
少数股东权益	212	246	283	327
股东权益合计	6361	7336	8721	10306
负债及权益合计	10242	11643	13224	14146

现金流量表

单位: 百万元

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
净利润	1181	1197	1346	1542
折旧和摊销	245	263	329	377
资产减值准备	-341	-127	56	51
无形资产摊销	44	25	30	29
公允价值变动损失	0	0	0	0
财务费用	-6	1	2	3
投资损失	-3	-35	-36	-40
少数股东损益	34	34	38	43
营运资金的变动	324	-142	553	308
经营活动产生现金流量	952	1468	1195	1665
投资活动产生现金流量	-734	-705	-879	-334
融资活动产生现金流量	77	-667	-147	-158
现金净变动	296	95	170	1173
现金的期初余额	1355	1362	2246	2269
现金的期末余额	1651	1457	2415	3441

利润表

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入	7802	7851	8881	10034
营业成本	3090	3164	3633	4157
营业税金及附加	108	108	123	138
销售费用	2410	2424	2710	3064
管理费用	780	740	825	845
财务费用	-6	1	2	3
资产减值损失	11	12	12	12
公允价值变动	0	0	0	0
投资收益	3	35	36	40
营业利润	1412	1438	1613	1854
营业外收入	39	40	35	35
营业外支出	18	25	16	18
利润总额	1433	1453	1632	1872
所得税	218	222	248	286
净利润	1215	1231	1384	1585
少数股东损益	34	34	38	43
归属母公司净利润	1181	1197	1346	1542
EPS (元)	1.21	1.22	1.38	1.58

主要财务比率

会计年度	2013	2014E	2015E	2016E
成长性 (%)				
营业收入增长率	12.4%	0.6%	13.1%	13.0%
营业利润增长率	11.2%	1.9%	12.2%	14.9%
净利润增长率	15.7%	1.4%	12.4%	14.5%
盈利能力 (%)				
毛利率	60.4%	59.7%	59.1%	58.6%
净利率	15.1%	15.2%	15.2%	15.4%
ROE	19.2%	16.9%	16.0%	15.5%
偿债能力 (%)				
资产负债率	37.9%	37.0%	34.1%	27.1%
流动比率	1.72	1.48	1.60	2.10
速动比率	1.38	1.27	1.37	1.79
营运能力 (次)				
资产周转率	0.82	0.72	0.72	0.75
应收帐款周转率	10.42	8.24	6.22	5.89
每股资料 (元)				
每股收益	1.21	1.22	1.38	1.58
每股经营现金	1.50	1.50	1.22	1.70
每股净资产	6.28	7.24	8.62	10.19
估值比率 (倍)				
PE	17.03	16.80	14.94	13.05
PB	3.27	2.84	2.38	2.02

投资评级说明

行业评级 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 推 荐: 相对表现优于市场;
 中 性: 相对表现与市场持平
 回 避: 相对表现弱于市场

公司评级 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期上证综指/深圳成指的涨跌幅为基准,投资建议的评级标准为:

- 买 入: 相对大盘涨幅大于 15% ;
 增 持: 相对大盘涨幅在 5% ~ 15%之间
 中 性: 相对大盘涨幅在-5% ~ 5%;
 减 持: 相对大盘涨幅小于-5%

机构销售经理联系方式					
机构销售负责人		邓亚萍	021-38565916	dengyp@xyzq.com.cn	
上海地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
罗龙飞	021-38565795	luolf@xyzq.com.cn	盛英君	021-38565938	shengyj@xyzq.com.cn
杨 忱	021-38565915	yangchen@xyzq.com.cn	王 政	021-38565966	wangz@xyzq.com.cn
冯 诚	021-38565411	fengcheng@xyzq.com.cn	王 溪	021-20370618	wangxi@xyzq.com.cn
顾 超	021-20370627	guchao@xyzq.com.cn	李远帆	021-20370716	liyuanfan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
北京地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱圣诞	010-66290197	zhusd@xyzq.com.cn	李 丹	010-66290223	lidan@xyzq.com.cn
肖 霞	010-66290195	xiaoxia@xyzq.com.cn	郑小平	010-66290223	zhengxiaoping@xyzq.com.cn
刘晓浏	010-66290220	liuxiaoliu@xyzq.com.cn	吴 磊	010-66290190	wulei@xyzq.com.cn
何嘉	010-66290195	hejia@xyzq.com.cn			
地址: 北京市西城区武定侯街 2 号泰康国际大厦 6 层 609 (100033) 传真: 010-66290200					
深圳地区销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
朱元贱	0755-82796036	zhuyy@xyzq.com.cn	李 昇	0755-82790526	lisheng@xyzq.com.cn
杨 剑	0755-82797217	yangjian@xyzq.com.cn	邵景丽	0755-23836027	shaojingli@xyzq.com.cn
王维宇	0755-23826029	wangweiyu@xyzq.com.cn			
地址: 福田区中心四路一号嘉里建设广场第一座 701 (518035) 传真: 0755-23826017					
海外销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
刘易容	021-38565452	liuyirong@xyzq.com.cn	徐 皓	021-38565450	xuhao@xyzq.com.cn
张珍岚	021-20370633	zhangzhenlan@xyzq.com.cn	陈志云	021-38565439	chanchiwan@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					
私募销售经理					
姓名	办公电话	邮 箱	姓名	办公电话	邮 箱
徐 瑞	021-38565811	xur@xyzq.com.cn	杨雪婷	021-38565470	yangxueting@xyzq.com.cn
地址: 上海市浦东新区民生路 1199 弄证大五道口广场 1 号楼 20 层 (200135) 传真: 021-38565955					

【信息披露】

本公司在知晓的范围内履行信息披露义务。客户可登录 www.xyzq.com.cn 内幕交易防控栏内查询静默期安排和关联公司持股情况。

【分析师声明】

本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

【法律声明】

兴业证券股份有限公司经中国证券监督管理委员会批准，已具备证券投资咨询业务资格。

本报告仅供兴业证券股份有限公司（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。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.xyzq.com.cn> 网站刊载的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。本公司没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。

本公司的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本公司系列报告的信息均来源于公开资料，我们对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

在法律许可的情况下，兴业证券股份有限公司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，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。因此，投资者应当考虑到兴业证券股份有限公司及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突。投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一信赖依据。

若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。未经授权的转载，本公司不承担任何转载责任。