

华润三九（000999）公告点评：拟收购山东三九 45%的股权

中航证券金融研究所

张绍坤 证券执业证书号：S0640511040001

研究助理：沈文文 S0640111120031

电话：0755-83689524、83688575

邮箱：zskscstock@yahoo.com.cn

leechun6@gmail.com

行业分类：医药

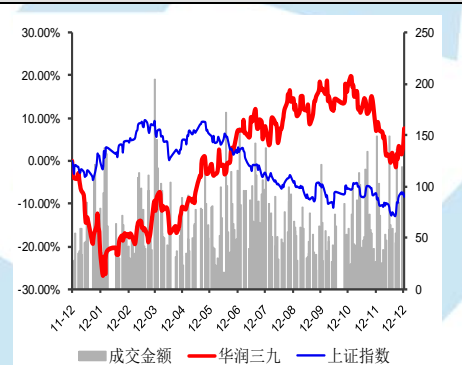
2012年12月13日

| | |
|----------------|-------|
| 公司投资评级 | 买入 |
| 6-12个月目标价 | 25.50 |
| 当前股价（12.12.13） | 21.49 |

基础数据

| | |
|-------------|---------|
| 上证指数 | 2061.48 |
| 总股本（亿） | 9.79 |
| 流通A股（亿） | 3.55 |
| 流通B股（亿） | 0 |
| 流通A股市值（亿） | 76.34 |
| 每股净资产（元） | 5.16 |
| ROE（2012Q3） | 15.44% |
| 资产负债率 | 30.76% |
| 动态市盈率 | 21.06 |
| 市净率 | 4.16 |

近一年公司指数与上证综指走势对比



资料来源：wind

事件回顾：

华润三九的董事会决议近日公告：为优化股权结构，加强与公司发展战略相适应的运营管控能力的提高，公司拟以 1.33 亿元的价格收购山东三九药业有限公司（以下简称“山东三九”）45%的股权

我们的观点：

山东三九是一家现代中药制剂生产企业，以生产颗粒制剂为主（如华润三九的品牌感冒药“999 感冒灵颗粒”），此外还从事丸剂（蜜丸、水丸、水蜜丸、浓缩丸）、片剂、散剂、糖浆剂、合剂、煎膏剂、油剂（外用）、溶液剂（外用）、硬胶囊剂的生产、销售。

在此次受让计划之前，华润三九持有山东三九 55%的股权，山东枣庄中药厂持有剩余的 45%的股权，收购完成后，山东三九将成为华润三九的全资子公司。具体的收购方式是拟在山东产权交易中心摘牌受让山东枣庄中药厂持有的山东三九的 45%股权。

从山东产权交易中心披露的数据来看，山东三九上半年实现营业收入 9,941.22 万元、净利润 2,026.15 万元；截至三季度为止实现营业收入 18,215.17、净利润 3,498.31 万元。按照这个成长速度计算的话，我们预计山东三九全年能够实现 4500 万元左右的净利润。若最终的收购价格确实为 13,300 万元，此次收购的 PE 为 6.56 倍；山东三九的所有者权益为 19,712.22 万元，收购 PB 为 1.5 倍，两项估值指标均低于华润三九本身的二级市场估值水平，收购价格比较合理，不存在溢价过高的情况。

此次收购计划既与华润医药集团的深度整合路线一致，同时也符合华润三九自身的发展战略。收购完成后，不仅能增厚公司的经营业绩，也有益于公司提高对山东三九的管控能力，从而强化华润三九自身在中药颗粒制剂领域的竞争力，包括产能控制及其销售管理。

在此次公告中，华润三九还发布了发行公司债券的议案：以分期方式发行，总额不超过 10 亿元，首期 5 亿元，主要用于偿还银行借款和补充流动资金。我们认为债务融资能够有力的支撑公司外向收购的发展战略，当然它也会带来财务费用的增长。

我们维持原来的收入预测，预计公司 2012-2014 年的 EPS 分别为 1.02 元、1.19 元和 1.33 元，对应的动态市盈率分别为 21.06 倍、18.06 倍和 16.16，考虑到公司的成长性比较确定及未来的并购预期，我们给予公司 25 倍的市盈率，目标价 25.50 元，维持买入评级。

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

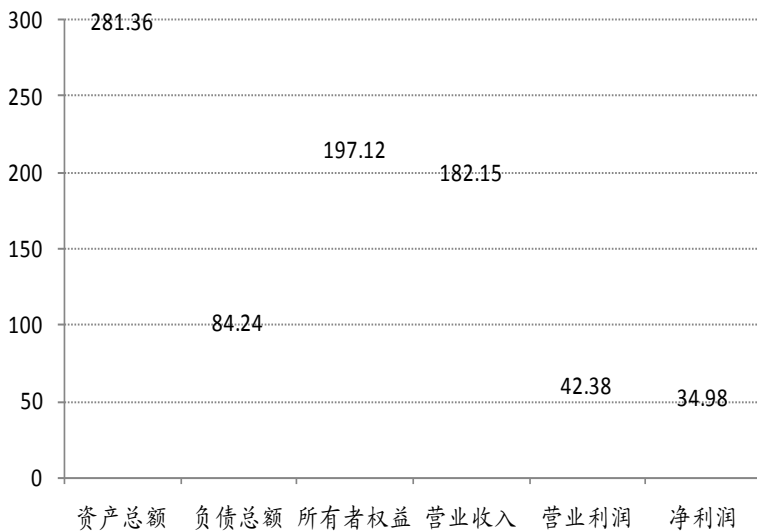
请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址：深圳市深南大道3024号航空大厦29楼

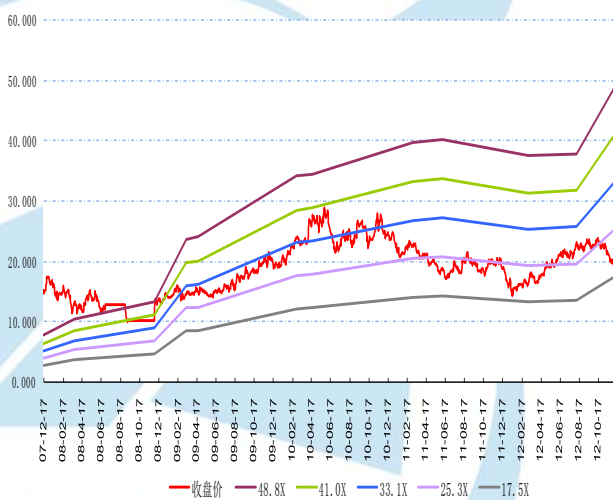
公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

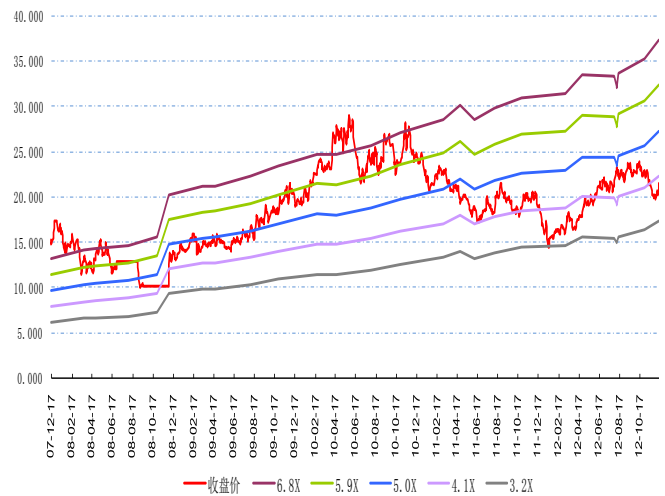
传真：0755-83688539

图表 1: 截至三季度山东三九的各项财务数据 (单位: 百万元)


资料来源: 山东产权交易中心、中航证券金融研究所

图表 2: 公司的 PE Band


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 3: 公司的 PB Band


资料来源: wind、中航证券金融研究所

图表 4: 盈利预测表

| 资产负债表 | | | | | 利润表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 单位: 百万元 | | | | | 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 流动资产 | 4146 | 4502 | 5883 | 7443 | 营业收入 | 5525 | 6945 | 8277 | 9519 |
| 现金 | 2023 | 2105 | 3139 | 4385 | 营业成本 | 2267 | 2968 | 3585 | 4186 |
| 应收账款 | 443 | 520 | 620 | 732 | 营业税金及附加 | 71 | 80 | 83 | 95 |
| 其他应收款 | 53 | 79 | 87 | 101 | 营业费用 | 1759 | 2163 | 2578 | 2965 |
| 预付账款 | 69 | 129 | 155 | 173 | 管理费用 | 507 | 597 | 712 | 819 |
| 存货 | 684 | 821 | 1030 | 1198 | 财务费用 | -16 | -81 | -105 | -152 |
| 其他流动资产 | 875 | 847 | 850 | 853 | 资产减值损失 | 12 | 9 | 9 | 10 |
| 非流动资产 | 3453 | 4003 | 4008 | 3932 | 公允价值变动收益 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 长期投资 | 19 | 18 | 19 | 19 | 投资净收益 | 2 | 12 | 11 | 10 |
| 固定资产 | 1347 | 1955 | 2148 | 2125 | 营业利润 | 927 | 1221 | 1427 | 1606 |
| 无形资产 | 1288 | 1362 | 1445 | 1534 | 营业外收入 | 42 | 53 | 54 | 56 |
| 其他非流动资产 | 799 | 667 | 396 | 254 | 营业外支出 | 21 | 13 | 13 | 14 |
| 资产总计 | 7599 | 8505 | 9891 | 11374 | 利润总额 | 948 | 1260 | 1467 | 1648 |
| 流动负债 | 2636 | 2514 | 2879 | 3191 | 所得税 | 133 | 191 | 221 | 247 |
| 短期借款 | 61 | 39 | 43 | 45 | 净利润 | 815 | 1069 | 1246 | 1401 |
| 应付账款 | 629 | 797 | 990 | 1146 | 少数股东损益 | 1 | 1 | 1 | 1 |
| 其他流动负债 | 1946 | 1677 | 1845 | 1999 | 归属母公司净利润 | 760 | 997 | 1160 | 1302 |
| 非流动负债 | 113 | 67 | 78 | 84 | EBITDA | 1050 | 1308 | 1541 | 1700 |
| 长期借款 | 4 | 4 | 4 | 4 | EPS (元) | 0.78 | 1.02 | 1.19 | 1.33 |
| 其他非流动负债 | 109 | 64 | 75 | 80 | | | | | |
| 负债合计 | 2748 | 2581 | 2957 | 3275 | 主要财务比率 | | | | |
| 少数股东权益 | 306 | 378 | 464 | 562 | 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 股本 | 979 | 979 | 979 | 979 | 成长能力 | | | | |
| 资本公积 | 1207 | 1207 | 1207 | 1207 | 营业收入 | 26.6% | 25.7% | 19.2% | 15.0% |
| 留存收益 | 2367 | 3364 | 4289 | 5356 | 营业利润 | -3.7% | 31.7% | 16.9% | 12.6% |
| 归属母公司股东权益 | 4545 | 5546 | 6470 | 7537 | 归属于母公司净利润 | -6.8% | 31.1% | 16.4% | 12.2% |
| 负债和股东权益 | 7599 | 8505 | 9891 | 11374 | 获利能力 | | | | |
| | | | | | 毛利率 (%) | 59.0% | 57.3% | 56.7% | 56.0% |
| | | | | | 净利率 (%) | 13.8% | 14.4% | 14.0% | 13.7% |
| | | | | | ROE (%) | 16.7% | 17.98% | 17.9% | 17.3% |
| | | | | | ROIC (%) | 30.6% | 28.3% | 31.8% | 35.1% |
| | | | | | 偿债能力 | | | | |
| | | | | | 资产负债率 (%) | 36.2% | 30.3% | 29.9% | 28.8% |
| | | | | | 净负债比率 (%) | 2.38% | 1.67% | 1.60% | 1.49% |
| | | | | | 流动比率 | 1.57 | 1.79 | 2.04 | 2.33 |
| | | | | | 速动比率 | 1.31 | 1.46 | 1.68 | 1.95 |
| | | | | | 营运能力 | | | | |
| | | | | | 总资产周转率 | 0.81 | 0.86 | 0.90 | 0.90 |
| | | | | | 应收账款周转率 | 7 | 7 | 7 | 7 |
| | | | | | 应付账款周转率 | 4.02 | 4.16 | 4.01 | 3.92 |
| | | | | | 每股指标 (元) | | | | |
| | | | | | 每股收益 (最新摊薄) | 0.78 | 1.02 | 1.19 | 1.33 |
| | | | | | 每股经营现金流 (最新摊薄) | 0.98 | 0.93 | 1.27 | 1.45 |
| | | | | | 每股净资产 (最新摊薄) | 4.64 | 5.67 | 6.61 | 7.70 |
| | | | | | 估值比率 | | | | |
| | | | | | P/E | 27.32 | 20.89 | 17.91 | 16.02 |
| | | | | | P/B | 4.59 | 3.76 | 3.22 | 2.77 |
| | | | | | EV/EBITDA | 18 | 15 | 12 | 11 |

| 现金流量表 | | | | |
|----------------|------|-------|-------|-------|
| 单位: 百万元 | | | | |
| 会计年度 | 2011 | 2012E | 2013E | 2014E |
| 经营活动现金流 | 955 | 909 | 1245 | 1422 |
| 净利润 | 815 | 1069 | 1246 | 1401 |
| 折旧摊销 | 139 | 168 | 220 | 246 |
| 财务费用 | -16 | -81 | -105 | -152 |
| 投资损失 | -2 | -12 | -11 | -10 |
| 营运资金变动 | -15 | -576 | -117 | -103 |
| 其他经营现金流 | 34 | 341 | 13 | 40 |
| 投资活动现金流 | -385 | -885 | -85 | -95 |
| 资本支出 | 410 | 826 | 0 | 0 |
| 长期投资 | -5 | -0 | -1 | 1 |
| 其他投资现金流 | 20 | -59 | -87 | -94 |
| 筹资活动现金流 | -345 | 59 | -126 | -81 |
| 短期借款 | 41 | -22 | 4 | 2 |
| 长期借款 | 1 | -0 | 0 | 0 |
| 普通股增加 | 0 | 0 | 0 | 0 |
| 资本公积增加 | -143 | 0 | 0 | 0 |
| 其他筹资现金流 | -245 | 81 | -130 | -83 |
| 现金净增加额 | 224 | 83 | 1034 | 1245 |

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

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

张绍坤, SAC执业证书号: S0640511040001, 南开大学经济学硕士, 2007年8月加入中航证券金融研究所, 从事零售行业的研究。

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。

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所根据的研究或分析。