

## 华润三九（000999）公告点评：拟收购临清华威药业，以并购带动增长

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

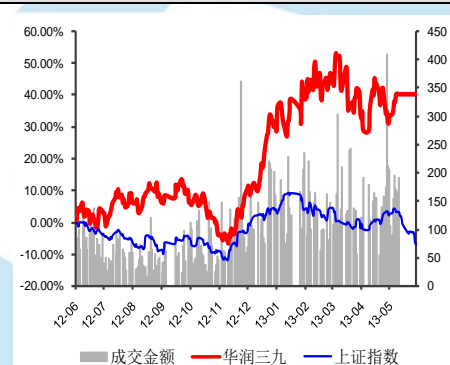
2013年06月24日

公司投资评级	买入
6-12个月目标价	36.68
当前股价（13.05.31）	29.60

### 基础数据

上证指数	1963.24
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）	105
每股净资产（元）	5.42
ROE（2012）	23.06%
资产负债率	35.26%
动态市盈率	22.60
市净率	5.46

### 近一年公司指数与上证综指走势对比



### 事件回顾：

华润三九近日公告称：为落实公司发展战略，丰富产品线，实现业务快速增长，公司拟收购华润东阿阿胶有限公司（以下简称“东阿阿胶”）持有的山东临清华威药业有限公司（以下简称“临清华威”）100%股权，转让价款为人民币8,074.73万元。

### 我们的观点：

华润三九和东阿阿胶均系“华润医药控股有限公司”的控股公司，而临清华威是东阿阿胶的全资子公司，此次交易属于关联交易，但交易的性质不构成重大资产重组。

临清华威是一家老字号中药生产企业，其前身是山东临清中药厂，始建于1958年。公司拥有拥有80个品种的批准文号，生产剂型有片剂、丸剂、颗粒剂、散剂、口服液、糖浆剂等剂型。按照产品的功效进行分类的话，大致可以分为健脑、补肾和养胃三类。尽管公司的经营历史源远流长，但经营历史没有转化为经营规模和形成品牌效应，因此，可以说，临清华威是一家小型中药生产企业。东阿阿胶于2001年和临清华威进行资产重组，此后，临清华威成为东阿阿胶的全资子公司。然而东阿阿胶的经营品牌为阿胶等保健品，和药品经营是完全不同的市场逻辑。2012年之前的财务数据显示，尽管有华润东阿阿胶作为强力后盾，临清华威的经营改善并不明显。华润三九作为一家品牌中药和OTC药物生产企业，对临清华威进行整合收购，更容易产生协同效应。

按照临清华威一季度的财务和经营数据计算，华润三九此次的收购价格为8,074.73万元，收购溢价为4,815.28万元，动态市净率2.48倍，动态市盈率9.77倍，均低于华润三九收购之前自身的动态市净率（5.46）和动态市盈率（22.60），价格合理。追溯临清华威的经营历史可以发现，其2009、2010和2011年的净利润均为负值，处于亏损状态，于2012年扭亏为盈，管理效率大幅提高，管理费用率显著下降，因此可以说，经营成果的波动性也暗含着一定的收购风险。我们认为，收购之后，临清华威将纳入华润三九的品牌下进行管理，产品分类经营明确以后，销售和管理效率存在大幅提高的空间，能够为华润三九自身的成长带来正能量。

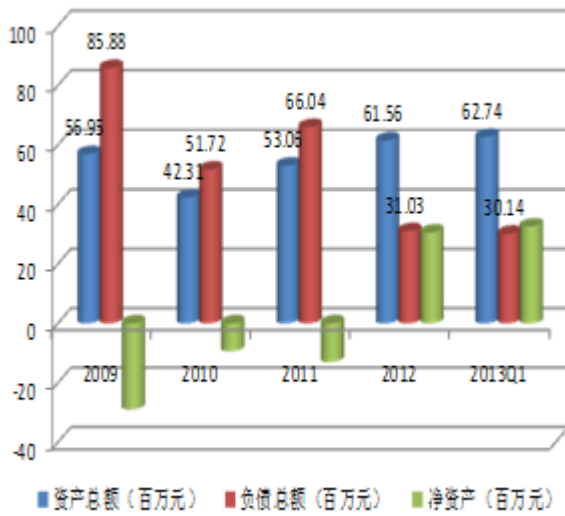
我们预计公司2013-2015年的EPS分别为1.31元、1.62元和1.97元，对应的动态市盈率分别为22.60倍、18.27倍和15.03倍，考虑到公司的成长性比较确定及未来的并购预期，我们给予公司28倍的市盈率，目标价36.68元，维持买入评级。

股市有风险 入市须谨慎

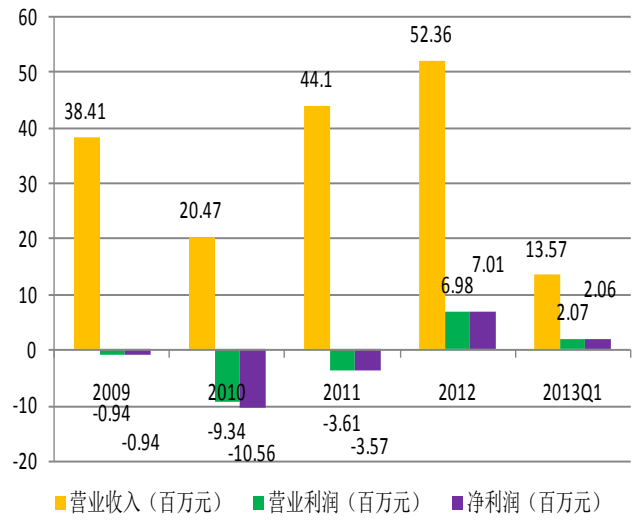
中航证券金融研究所发布 证券研究报告

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: 临清华威的财务结构**


资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

**图表 2: 临清华威的经营状况**


资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所


 AVIC

**图表 3: 盈利预测表**

<b>财务和估值数据摘要</b>						
单位:百万元	2010A	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	4365.15	5525.22	6891.10	8532.47	10450.47	12635.06
增长率(%)	N/A	26.58%	24.72%	23.82%	22.48%	20.90%
归属母公司股东净利润	815.98	760.45	1014.08	1283.87	1583.88	1931.52
增长率(%)	N/A	-6.81%	33.35%	26.61%	23.37%	21.95%
每股收益(EPS)	0.834	0.777	1.036	1.312	1.618	1.973
每股股利(DPS)	0.300	0.300	0.000	0.393	0.485	0.592
每股经营现金流	0.869	0.977	1.241	1.356	1.108	1.978
销售毛利率	61.37%	58.96%	61.14%	60.68%	60.81%	60.85%
销售净利率	19.68%	14.75%	15.69%	16.04%	16.16%	16.30%
净资产收益率(ROE)	19.37%	16.73%	19.10%	20.68%	21.65%	22.28%
投入资本回报率(ROIC)	#DIV/0!	20.15%	24.19%	23.85%	24.13%	24.57%
市盈率(P/E)	38.39	41.19	30.89	24.40	19.78	16.22
市净率(P/B)	7.44	6.89	5.90	5.05	4.28	3.61
股息率(分红/股价)	0.009	0.009	0.000	0.012	0.015	0.018
<b>报表预测</b>						
<b>利润表</b>						
营业收入	4365.15	5525.22	6891.10	8532.47	10450.47	12635.06
减: 营业成本	1686.23	2267.39	2678.21	3354.97	4095.54	4946.63
营业税金及附加	20.59	70.78	90.06	87.02	106.58	128.86
营业费用	1355.67	1758.95	2199.22	2696.42	3302.54	3992.92
管理费用	385.53	507.39	667.10	797.79	977.12	1181.38
财务费用	-14.56	-15.69	-12.57	-12.80	-16.66	-36.08
资产减值损失	-3.72	11.80	7.90	0.00	0.00	0.00
加: 投资收益	27.23	2.24	0.93	1.00	1.00	1.00
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
<b>营业利润</b>	962.63	926.84	1262.11	1610.08	1986.35	2422.36
加: 其他非经营损益	71.40	21.27	20.68	0.00	0.00	0.00
<b>利润总额</b>	1034.03	948.11	1282.78	1610.08	1986.35	2422.36
减: 所得税	174.92	132.99	201.69	241.36	297.80	363.20
<b>净利润</b>	859.10	815.13	1081.09	1368.72	1688.54	2059.16
减: 少数股东损益	43.12	54.68	67.01	84.84	104.67	127.64
<b>归属母公司股东净利润</b>	815.98	760.45	1014.08	1283.87	1583.88	1931.52
<b>资产负债表</b>						
货币资金	1475.87	1700.69	833.53	1706.49	2090.09	3341.31
应收和预付款项	1283.19	1439.79	1944.51	2247.80	2885.72	3320.49
存货	490.44	683.53	823.68	985.75	1223.10	1444.77
其他流动资产	0.20	0.42	23.74	23.74	23.74	23.74
长期股权投资	18.11	18.88	19.80	19.80	19.80	19.80
投资性房地产	9.96	13.70	12.96	12.96	12.96	12.96
固定资产和在建工程	1340.22	1977.67	2436.60	2699.57	2932.54	3135.51
无形资产和开发支出	1161.83	1319.04	1768.39	1800.69	1829.40	1854.51
其他非流动资产	8.50	63.79	174.94	159.28	138.61	138.61
<b>资产总计</b>	5788.31	7217.51	8038.16	9656.09	11155.96	13291.69
短期借款	20.00	61.26	79.09	340.09	439.80	0.00
应付和预收款项	918.50	2199.22	2074.54	2448.92	2636.70	3093.73
长期借款	2.95	4.26	26.26	26.26	26.26	26.26
其他负债	383.10	102.22	282.18	282.18	282.18	282.18
<b>负债合计</b>	1324.54	2366.95	2462.07	3097.45	3384.94	3402.18
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1349.62	1207.08	1193.51	1193.51	1193.51	1193.51
留存收益	1884.40	2359.01	3137.35	4036.07	5144.78	6496.84
<b>归属母公司股东权益</b>	4212.92	4544.99	5309.77	6208.48	7317.19	8669.25
少数股东权益	250.85	305.57	266.32	351.16	455.83	583.47
<b>股东权益合计</b>	4463.77	4850.56	5576.08	6559.64	7773.02	9252.72
负债和股东权益合计	5788.31	7217.51	8038.16	9657.09	11157.96	12654.90
<b>现金流量表</b>						
经营性现金净流量	850.28	956.15	1214.71	1327.20	1084.56	1935.95
投资性现金净流量	-67.82	-385.00	-1541.91	-346.00	-346.00	-346.00
筹资性现金净流量	-256.75	-345.38	-321.95	-108.24	-354.96	-338.74
<b>现金流量净额</b>	523.43	224.76	-649.23	872.96	383.60	1251.22

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

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。