

收购圣火药业，丰富产品线布局

投资要点

- **事件：**公司公告拟现金收购蓝氏国际医药投资有限公司等 6 家公司持有的圣火药业集团 100% 股权，作价 18.9 亿元。该收购目前已过董事会。
- **圣火药业现金流状况良好，将显著增厚公司利润。**圣火药业以生产、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。2015 年圣火医药实现收入 4.65 亿元，净利润 9753 万元，承诺 2016-2018 年目标利润分别为 1 亿元、1.2 亿元和超过 2017 年目标利润，将显著增厚公司利润；
- **此次收购协同效应显著，公司大健康产业又进一步。**1) 从产品来看：其中“理血王”牌血塞通软胶囊竞争格局良好，目前仅圣火药业和昆药集团生产，收购后可与公司参附注射液等品种形成互补，充分整合心脑血管领域资源，发挥公司专业化学术推广优势；2) 从渠道来看：圣火药业在探索处方药产品零售药店渠道销售模式（OTX）、寻求渠道创新协同方面有一定基础，其血塞通软胶囊符合慢病管理需要，临床和零售协同较好，已在云南、重庆等地具有较好的实践经验，未来可与公司的终端优势、品牌化结合，共同促进公司大健康产业发展。
- **公司为品牌中药龙头，看好长期发展。**公司是华润旗下 OTC 和处方中药平台，品种丰富，致力成为“自我诊疗引领者”与“中药价值创造者”。在 OTC 领域，公司已连续三年位居中国非处方药生产企业综合排名第一名，其 999 品牌多次位居中国中药口碑前列，产品渠道多样，已完成全国布局；在处方药领域，公司产品覆盖心脑血管、肿瘤、消化系统、骨科、儿科等领域，核心品种参附注射液、参麦注射液等市场表现优秀；此外，公司还是中药配方颗粒的先行者，为试点生产企业之一，生产 640 中单味配方颗粒品种。
- **盈利预测与投资建议。**预计 2016-2018 年 EPS 分别为 1.37 元、1.63 元、1.84 元，对应 PE 分别为 19 倍、16 倍、14 倍。公司品种丰富、渠道多样，看好公司在品牌中药领域的后续发展，首次覆盖给予“买入”评级。
- **风险提示：**药品降价风险，收购进度或不及预期风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	7900.19	9071.05	10740.08	12167.65
增长率	8.57%	14.82%	18.40%	13.29%
归属母公司净利润（百万元）	1249.23	1341.72	1599.92	1802.51
增长率	20.59%	7.40%	19.24%	12.66%
每股收益 EPS（元）	1.28	1.37	1.63	1.84
净资产收益率 ROE	16.61%	15.97%	16.85%	16.86%
PE	20	19	16	14
PB	3.34	2.99	2.64	2.35

数据来源：Wind，西南证券

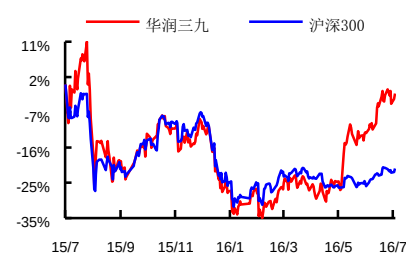
西南证券研究发展中心

分析师：朱国广
 执业证号：S1250513070001
 电话：021-68413530
 邮箱：zhugg@swsc.com.cn

分析师：何治力
 执业证号：S1250515090002
 电话：023-67898264
 邮箱：hzl@swsc.com.cn

联系人：张肖星
 电话：021-68415020
 邮箱：zxixing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	9.79
流通 A 股(亿股)	9.78
52 周内股价区间(元)	20.03-34.0
总市值(亿元)	255.98
总资产(亿元)	120.44
每股净资产(元)	8.05

相关研究

关键假设：

假设 1：公司传统业务稳定增长，处方药品种受医保控费影响毛利率略有下滑；

假设 2：期间费用率保持稳定；

假设 3：昆明圣火于 2016 年 4 季度并表。

基于以上假设，我们预测公司 2016-2018 年分业务收入成本如下表：

表 1：分业务收入及毛利率

百万元	2015A	2016E	2017E	2018E
合计				
营业收入	7,900.2	9,071.0	10,740.1	12,167.6
yoy	8.57%	14.82%	18.40%	13.29%
营业成本	3,067.0	3,448.4	4,063.3	4,617.9
毛利率	61.18%	61.98%	62.17%	62.05%
非处方药				
收入	4,380.41	5,037.47	5,793.09	6,662.06
yoy	7.33%	15.00%	15.00%	15.00%
成本	1,691.71	1,914.24	2,201.38	2,531.58
毛利率	61.38%	62.00%	62.00%	62.00%
中药处方药				
收入	3,036.70	3,401.10	3,775.23	4,190.50
yoy	12.28%	12.00%	11.00%	11.00%
成本	1,014.26	1,139.37	1,359.08	1,550.49
毛利率	66.60%	66.50%	64.00%	63.00%
包装印刷				
收入	399.34	407.33	415.47	423.78
yoy	-0.84%	2.00%	2.00%	2.00%
成本	319.47	325.86	332.38	339.03
毛利率	20.00%	20.00%	20.00%	20.00%
海外贸易				
收入	34.61	35.65	36.72	37.82
yoy	2.28%	3.00%	3.00%	3.00%
成本	26.65	27.45	28.27	29.12
毛利率	23.00%	23.00%	23.00%	23.00%
其它				
收入	49.14	50.00	50.00	50.00
成本	14.94	15.00	15.00	15.00
昆明圣火（16 年 Q4 并表）				
收入	464.98	557.98	669.57	803.49
yoy	10.31%	20.00%	20.00%	20.00%
成本	89.57	106.02	127.22	152.66
毛利率	80.74%	81.00%	81.00%	81.00%

数据来源：公司公告，西南证券

附表：财务预测与估值

利润表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	现金流量表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7900.19	9071.05	10740.08	12167.65	净利润	1274.70	1369.07	1632.55	1839.27
营业成本	3067.03	3448.42	4063.33	4617.88	折旧与摊销	257.34	260.88	280.72	291.00
营业税金及附加	109.88	125.16	148.29	168.17	财务费用	4.49	24.48	23.25	14.45
销售费用	2677.28	3074.07	3639.69	4123.48	资产减值损失	19.72	0.00	0.00	0.00
管理费用	773.70	879.89	1041.79	1180.26	经营营运资本变动	400.90	-25.43	-242.16	-156.75
财务费用	4.49	24.48	23.25	14.45	其他	-697.31	-49.28	-55.86	-61.55
资产减值损失	19.72	0.00	0.00	0.00	经营活动现金流净额	1259.84	1579.71	1638.49	1926.41
投资收益	194.48	50.00	55.50	61.61	资本支出	-1388.79	-1702.00	-130.00	-130.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	598.97	50.00	55.50	61.61
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-789.82	-1652.00	-74.50	-68.40
营业利润	1442.57	1569.02	1879.24	2125.02	短期借款	-31.71	503.23	-503.23	0.00
其他非经营损益	86.44	57.27	62.71	64.85	长期借款	-9.21	0.00	0.00	0.00
利润总额	1529.00	1626.30	1941.95	2189.88	股权融资	-38.32	0.00	0.00	0.00
所得税	254.30	257.22	309.40	350.61	支付股利	-399.39	-481.64	-517.30	-616.86
净利润	1274.70	1369.07	1632.55	1839.27	其他	-163.89	-15.37	-23.25	-14.45
少数股东损益	25.47	27.36	32.62	36.75	筹资活动现金流净额	-642.52	6.22	-1043.78	-631.30
归属母公司股东净利润	1249.23	1341.72	1599.92	1802.51	现金流量净额	-171.09	-66.06	520.21	1226.72
资产负债表（百万元）	2015A	2016E	2017E	2018E	财务分析指标	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	973.17	907.10	1427.31	2654.03	成长能力				
应收和预付款项	2461.82	2655.39	3178.64	3619.41	销售收入增长率	8.57%	14.82%	18.40%	13.29%
存货	910.56	1023.07	1205.99	1370.57	营业利润增长率	17.47%	8.77%	19.77%	13.08%
其他流动资产	867.77	996.38	1179.71	1336.52	净利润增长率	18.89%	7.40%	19.24%	12.66%
长期股权投资	14.50	14.50	14.50	14.50	EBITDA 增长率	14.11%	8.80%	17.73%	11.33%
投资性房地产	16.90	16.90	16.90	16.90	获利能力				
固定资产和在建工程	3076.73	3102.10	2995.63	2878.88	毛利率	61.18%	61.98%	62.17%	62.05%
无形资产和开发支出	3494.22	4915.30	4876.38	4837.47	三费率	43.74%	43.86%	43.81%	43.71%
其他非流动资产	203.58	198.25	192.93	187.60	净利率	16.14%	15.09%	15.20%	15.12%
资产总计	12019.26	13829.01	15088.00	16915.87	ROE	16.61%	15.97%	16.85%	16.86%
短期借款	0.00	503.23	0.00	0.00	ROA	10.61%	9.90%	10.82%	10.87%
应付和预收款项	1834.36	2061.99	2414.98	2755.32	ROIC	16.57%	15.59%	16.78%	18.46%
长期借款	0.68	0.68	0.68	0.68	EBITDA/销售收入	21.57%	20.44%	20.33%	19.97%
其他负债	2510.09	2691.71	2985.70	3250.83	营运能力				
负债合计	4345.12	5257.61	5401.36	6006.83	总资产周转率	0.70	0.70	0.74	0.76
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	固定资产周转率	3.19	3.14	3.48	3.98
资本公积	1108.36	1108.36	1108.36	1108.36	应收账款周转率	11.05	10.49	11.44	10.94
留存收益	5494.25	6354.32	7436.94	8622.59	存货周转率	3.47	3.57	3.64	3.58
归属母公司股东权益	7571.68	8441.58	9524.20	10709.85	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	99.01%	—	—	—
少数股东权益	102.46	129.82	162.44	199.19	资本结构				
股东权益合计	7674.14	8571.40	9686.64	10909.05	资产负债率	36.15%	38.02%	35.80%	35.51%
负债和股东权益合计	12019.26	13829.01	15088.00	16915.87	带息债务/总负债	11.50%	19.08%	9.25%	8.32%
					流动比率	1.58	1.32	1.60	1.81
					速动比率	1.30	1.08	1.33	1.53
					股利支付率	31.97%	35.90%	32.33%	34.22%
					每股指标				
					每股收益	1.28	1.37	1.63	1.84
					每股净资产	7.84	8.76	9.90	11.14
					每股经营现金	1.29	1.61	1.67	1.97
					每股股利	0.41	0.49	0.53	0.63
业绩和估值指标	2015A	2016E	2017E	2018E					
EBITDA	1704.40	1854.37	2183.20	2430.46					
PE	20.49	19.08	16.00	14.20					
PB	3.34	2.99	2.64	2.35					
PS	3.24	2.82	2.38	2.10					
EV/EBITDA	14.62	13.75	11.21	9.56					
股息率	1.56%	1.88%	2.02%	2.41%					

数据来源：Wind，西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师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，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，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获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级

买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下

行业评级

强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

本报告仅供本公司客户使用，本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 15 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	罗月江	机构销售	021-68413856	13632421656	lyj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	沈怡蓉	机构销售	021-68415897	18351306226	syrong@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	赵晨阳	机构销售	021-68416926	15821921712	zcy@swsc.com.cn
北京	赵佳	地区销售总监	010-57631179	18611796242	zjia@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
广深	刘娟	地区销售总监	0755-26675724	18665815531	liuj@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	张婷	机构销售	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	罗聪	机构销售	0755-26892557	15219509150	luoc@swsc.com.cn
	任骁	机构销售	0755-26820395	18682101747	rxiao@swsc.com.cn
	刘予鑫	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn