证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

华润三九（000999）

重大事件快评

买入

（维持评级）

2016 年 07 月 28 日

拟收购圣火药业、产品线得到重要补充、维持买入评级

证券分析师： 邓周宇 0755-82133263 dengzy@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980514030001
证券分析师： 江维娜 021-60933157 jiangwn@guosen.com.cn 证券投资咨询执业资格证书编码：S0980515060001

事项：

华润三九公告拟收购 蓝氏国际医药投资有限公司等6 家公司持有的昆明圣火药业（集团）有限公司100%的股权。

国信观点：

华润三九公告拟收购昆明圣火药业集团100%的股权，总对价为18.9亿元（其中与业绩承诺关联的股权转让价款人民币1.8亿元）。圣火药业2015年收入达到4.65亿元、净利润达到9753万元。2016-2017年业绩承诺为1亿/1.2亿，2018年业绩承诺为：超过17年业绩且16-18年总利润超过3.6亿。当达到业绩承诺时，华润三九将将支付股权转让价款。

圣火药业集团的业务包括医药业务及非医药业务，其中非医药业务主要从事旅游景观服务、酒店管理服务、生物科技研发等业务。本次交易目的为购买圣火药业集团医药相关业务，在标的股权交割前，圣火药业集团需完成非医药板块的剥离工作。

公司收购圣火制药的意义在于：

1、将明显补充其现有的产品线。圣火药业集团以生产、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；圣火药业集团致力于云南特有的名贵中药材“三七”的深加工及综合利用开发，涵盖药品、中药化妆品及健康食品。华润三九以OTC见长，处方药领域中心脑血管产品线单薄（目前主要为参麦注射液、舒血宁等注射液品种），收购圣火药业将快速补充公司心脑血管口服剂型产品。

2、圣火药业集团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。“理沁王”牌血塞通软胶囊符合慢病管理需要，临床和零售协同较好，圣火药业集团已在云南、重庆等地具有较好的实践经验，可与华润三九在消费者洞察、品牌运作和终端覆盖方面的优势有机结合，发挥良好的协同效应。

3、圣火药业集团拥有美国GIC公司成套自动化软胶囊生产线，生产规模及生产技术居国内领先地位。收购后，圣火药业集团可成为公司软胶囊生产基地。

4、圣火药业集团地处云南省，利用三七产地资源优势开发了多个化妆品、保健品品种，未来可借助华润三九的终端优势、品牌化运作的经验，发展三七的精深加工和大健康产品开发，充分挖掘三七的资源优势，促进公司大健康产业发展。

我们认为华润三九的强项在于成熟的管理、品牌和营销体系，历次收购整合（顺峰、天合、众益等）都被证明是成功的。本次收购将明显补充其现有产品线，同时加强处方药在零售端的销售体系，探索慢病管理与OTC零售端的结合，将明显提升公司持续增长能力。暂时不考虑并购带来的业绩增厚，预计16-18年公司净利润12.75亿/15.00亿/17.06亿，EPS1.30/1.53/1.74元，PE20X/17X/15X，估值便宜，此次收购将明显增厚业绩，维持“买入”评级。

附表：财务预测与估值

资产负债表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	973	1840	2868	4079
应收款项	2390	2660	3017	3367
存货净额	911	977	1102	1227
其他流动资产	939	1045	1186	1323
流动资产合计	5213	6522	8173	9997
固定资产	3077	3075	3045	2996
无形资产及其他	1731	1662	1592	1523
投资性房地产	1984	1984	1984	1984
长期股权投资	15	45	75	105
资产总计	12019	13286	14869	16604
短期借款及交易性金融负债	1	40	40	40
应付款项	925	992	1119	1246
其他流动负债	2376	2572	2902	3236
流动负债合计	3301	3604	4060	4522
长期借款及应付债券	500	500	500	500
其他长期负债	544	596	648	700
长期负债合计	1044	1096	1147	1199
负债合计	4345	4699	5208	5722
少数股东权益	102	123	147	174
股东权益	7572	8464	9514	10708
负债和股东权益总计	12019	13286	14869	16604

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.28	1.30	1.53	1.74
每股红利	0.43	0.39	0.46	0.52
每股净资产	7.73	8.65	9.72	10.94
ROIC	14%	16%	19%	21%
ROE	16%	15%	16%	16%
毛利率	61%	61%	61%	61%
EBIT Margin	16%	17%	18%	18%
EBITDA Margin	19%	21%	22%	22%
收入增长	9%	11%	13%	12%
净利润增长率	21%	2%	18%	14%
资产负债率	37%	36%	36%	36%
息率	2%	1%	2%	2%
P/E	20.7	20.2	17.2	15.1
P/B	3.4	3.0	2.7	2.4
EV/EBITDA	20.0	16.3	14.3	13.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	7900	8791	9971	11130
营业成本	3067	3432	3862	4287
营业税金及附加	110	44	50	56
销售费用	2677	2901	3290	3673
管理费用	774	904	997	1104
财务费用	4	12	9	3
投资收益	194	20	24	27
资产减值及公允价值变动	(20)	(7)	(7)	(7)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1443	1510	1780	2027
营业外净收支	86	20	20	20
利润总额	1529	1530	1800	2047
所得税费用	254	229	270	307
少数股东损益	25	25	30	34
归属于母公司净利润	1249	1275	1500	1706

现金流量表（百万元）	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1249	1275	1500	1706
资产减值准备	(8)	2	0	0
折旧摊销	235	362	392	412
公允价值变动损失	20	7	7	7
财务费用	4	12	9	3
营运资本变动	(390)	(125)	(114)	(101)
其它	25	18	24	28
经营活动现金流	1131	1540	1809	2052
资本开支	(450)	(300)	(300)	(300)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(449)	(330)	(330)	(330)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(9)	0	0	0
支付股利、利息	(423)	(383)	(450)	(512)
其它融资现金流	15	39	0	0
融资活动现金流	(849)	(343)	(450)	(512)
现金净变动	(167)	867	1029	1210
货币资金的期初余额	1140	973	1840	2868
货币资金的期末余额	973	1840	2868	4079
企业自由现金流	456	1220	1484	1721
权益自由现金流	462	1249	1477	1718

相关研究报告:

《华润三九-000999-2013 年 3 季报点评：保持效益型稳健增长》 ——2013-10-29
《华润三九-000999-2013 年半年报点评：二季度环比明显提升》 ——2013-08-26
《华润三九-000999-2013 年 1 季报点评：Q1 增速偏低不改全年预期》 ——2013-04-26
《华润三九-000999-2012 年年报点评：以品牌和管理优势进入积极扩张期》 ——2013-03-28
《华润三九-000999-重大事件快评：收购桂林天和，内生外延并举发展》 ——2013-01-16

国信证券投资评级:		
类别	级别	定义
股票投资评级	买入	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	卖出	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业投资评级	超配	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数±10%之间
	低配	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 10%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

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。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。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，我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。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。