

## 集团优质资产注入，全面转型医药流通

### 投资要点

- 事件:**公司发布重大资产出售及发行股份购买资产暨关联交易预案。拟向建峰集团现金出售除东凌国际 706.9 万股限售股外的其他全部资产及负债，同时拟发行股份购买重庆医药 96.59%股份，交易对价初步确定为 66.98 亿元。
- 集团优质资产注入，全面转型医药流通。**1) 本次重组为化医集团内部资产整合，公司主业发生变更但不涉及借壳；在该方案中公司原有的化工资产全部置出，其债务、人员安置由建峰集团负责；重庆医药资产在注入时计划将工业资产如科瑞制药、和平制药协议转让给化医集团，即注入上市公司的为纯正医药流通资产；2) 在该预案中，重庆医药 96.6%股权置入作价 67 亿元，预计发行 11.3 亿股，价格为 5.93 元/股。若按照停牌股价计算，公司当前市值约 129 亿。且在本次预案中约定大股东化医集团锁定三年，其他股东锁定一年，显现了对企业长期发展充满信心；3) 控股股东化医集团的控股比例提升。本次交易后，化医集团及其控股的建峰集团持股比例将由 47.1%股份上升为 54.8%；4) 重庆医药在本次预案中承诺 16-18 年业绩分别为 4.5 亿元、5.5 亿元、6.2 亿元，按照重组完成后摊薄影响，2016-2018 年市盈率分别为 29 倍、23 倍、21 倍，仍低于同行业可比上市公司平均水平，我们认为本次收购估值合理，方案充分考虑了中小股东利益。
- 重庆医药为西南流通龙头，医院纯销及药店零售区域优势明显。**1) 行业看好。2015 年全国药品流通市场总额约 16613 亿元，扣除不可比因素同比增长 10.2%，我们持续看好医药流通行业未来发展：a、受益于人口老龄化和城镇化趋势，药品需求提升将刺激流通行业发展；b、两票制推动行业集中度持续提升，利好全国性及区域性龙头企业；c、政策驱动行业创新，加速企业由配送转型为医药供应链服务商，提升行业盈利能力；2) 盈利仍有提升空间。重庆医药 2015 年收入、净利润分别约为 165 亿元、3.8 亿元，净利润率水平高于行业平均，但与上市公司相比仍处于中位数水平以下，未来提升空间较大；3) 区域分销龙头。重庆医药 2015 年纯销、分销业务收入分别约为 120 亿元、33 亿元。目前公司服务客户超过 8300 家，包括约 6400 家医院及其他医疗机构。其中二级及以上医疗机构为 512 家，客户网络已涵盖重庆地区几乎全部二级及以上医疗机构，区域优势明显；4) 零售药店大有可为。重庆医药 2015 年零售收入约为 12 亿元，旗下的和平药房拥有 697 家零售药店，其中直营店 559 家，加盟店 138 家，主要覆盖重庆地区及四川其他县市。公司的零售业务经营的品规约 75000 个，积极通过和平药房网和天猫医药馆的和平大药房旗舰店开展 B2C 业务。
- 盈利预测与投资建议。**暂不考虑此次资产置换，预计公司 2016-2018 年 EPS 分别为 -1.10、-0.3 和 0.01 元，则对应 2018 年动态 PE 为 645 倍。如考虑资产置换，参考重庆医药业绩承诺，预计 2016-2018 年对应市盈率分别为 29 倍、23 倍、21 倍，我们看好本次资产重组对基本面的改善，且后续股价催化因素多，给予公司“买入”评级。
- 风险提示：**资产重组进展或低于预期的风险、行业政策风险。

指标/年度	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入 (百万元)	3326.47	2516.94	2303.52	2298.87
增长率	12.05%	-24.34%	-8.48%	-0.20%
归属母公司净利润 (百万元)	-367.22	-658.60	-178.31	6.92
增长率	-1.59%	-79.35%	72.93%	103.88%
每股收益 EPS (元)	-0.61	-1.10	-0.30	0.01
净资产收益率 ROE	-21.42%	-62.98%	-20.69%	0.68%
PE	-12	-7	-25	645
PB	2.60	4.26	5.14	5.11

数据来源: Wind, 西南证券

### 西南证券研究发展中心

分析师: 商艾华  
执业证号: S1250513070003  
电话: 021-50755259  
邮箱: shah@swsc.com.cn

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

### 相对指数表现



数据来源: 聚源数据

### 基础数据

总股本(亿股)	5.99
流通 A 股(亿股)	5.99
52 周内股价区间(元)	5.16-10.38
总市值(亿元)	44.61
总资产(亿元)	58.08
每股净资产(元)	2.33

### 相关研究

**关键假设：**

假设 1：16 年公司尿素产品价格同比降幅 25.1%，致使公司化学肥料业务大减，该业务毛利率也呈现断崖下跌。17-18 年盈利好转，毛利率逐渐回升；

假设 2：PTMEG 装置 16 年运行好转，产销量大幅提升，但由于供过于求产品价格下跌 35%。17-18 年由于装置运行好转，叠加下游市场回暖，盈利能力提升；

假设 3：受益于原材料尿素价格的大幅下跌，三聚氰胺业务好转，毛利率显著提升。17-18 年营收和毛利率维持目前水平。

假设 4：公司三费率先升后降。

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**

单位：百万元		2015A	2016E	2017E	2018E
化学肥料	收入	2446.13	1761.21	1585.09	1569.24
	增速	-0.6%	-28.00%	-10.00%	-1.00%
	毛利率	10.82%	0.50%	10.00%	15.00%
PTMEG	收入	271.28	488.30	512.72	538.36
	增速	-	80.00%	5.00%	5.00%
	毛利率	-25.04%	-35.00%	10.00%	20.00%
三聚氰胺	收入	148.61	129.29	122.83	116.68
	增速	-50.5%	-13.0%	-5.0%	-5.0%
	毛利率	-1.31%	26.50%	26.00%	26.00%
复合肥 及其他产品	收入	460.45	138.14	82.88	74.59
	增速	138.7%	-70.00%	-40.00%	-10.00%
	毛利率	9.24%	-1.30%	15.00%	20.00%
合计	收入	3326.47	2516.94	2303.52	2298.87
	增速	12.1%	-24.34%	-8.48%	-0.20%
	毛利率	7.14%	-5.15%	11.03%	16.89%

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	3326.47	2516.94	2303.52	2298.87	净利润	-366.94	-659.60	-179.51	5.92
营业成本	3089.04	2646.58	2049.37	1910.56	折旧与摊销	383.06	382.62	382.65	382.67
营业税金及附加	7.35	5.56	5.09	5.08	财务费用	213.08	223.34	226.30	220.90
销售费用	167.63	133.40	117.48	103.45	资产减值损失	52.26	-10.00	-1.00	-1.00
管理费用	252.63	188.77	115.18	103.45	经营营运资本变动	-47.53	78.87	13.97	2.11
财务费用	213.08	223.34	226.30	220.90	其他	-43.81	9.00	0.00	0.00
资产减值损失	52.26	-10.00	-1.00	-1.00	经营活动现金流量净额	190.11	24.23	442.41	610.60
投资收益	81.38	1.00	1.00	1.00	资本支出	53.57	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00	其他	-1.49	1.00	1.00	1.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流量净额	52.08	1.00	1.00	1.00
<b>营业利润</b>	<b>-374.13</b>	<b>-669.70</b>	<b>-207.90</b>	<b>-42.57</b>	短期借款	137.66	584.71	-207.78	-336.19
其他非经营损益	7.41	10.50	28.50	48.48	长期借款	-564.10	-20.00	-20.00	-20.00
<b>利润总额</b>	<b>-366.71</b>	<b>-659.20</b>	<b>-179.40</b>	<b>5.92</b>	股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00
所得税	0.23	0.40	0.11	0.00	支付股利	0.00	0.00	0.00	0.00
<b>净利润</b>	<b>-366.94</b>	<b>-659.60</b>	<b>-179.51</b>	<b>5.92</b>	其他	51.35	-789.10	-226.30	-220.90
少数股东损益	0.28	-1.00	-1.20	-1.00	筹资活动现金流量净额	-375.09	-224.39	-454.08	-577.09
归属母公司股东净利润	-367.22	-658.60	-178.31	6.92	<b>现金流量净额</b>	-132.89	-199.16	-10.67	34.51
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>财务分析指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>
货币资金	325.01	125.85	115.18	149.68	<b>成长能力</b>				
应收和预付款项	157.12	98.18	89.05	88.88	销售收入增长率	12.05%	-24.34%	-8.48%	-0.20%
存货	295.20	283.36	219.70	201.03	营业利润增长率	-3.18%	-79.00%	68.96%	79.52%
其他流动资产	294.32	222.70	203.81	203.40	净利润增长率	-1.75%	-79.75%	72.79%	103.30%
长期股权投资	2.68	2.68	2.68	2.68	EBITDA 增长率	822.48%	-128.71%	729.15%	39.88%
投资性房地产	0.00	0.00	0.00	0.00	<b>获利能力</b>				
固定资产和在建工程	4350.25	4009.59	3668.91	3328.21	毛利率	7.14%	-5.15%	11.03%	16.89%
无形资产和开发支出	429.23	397.05	364.86	332.67	三费率	19.04%	21.67%	19.92%	18.61%
其他非流动资产	233.01	223.23	213.46	203.68	净利润率	-11.03%	-26.21%	-7.79%	0.26%
<b>资产总计</b>	<b>6086.83</b>	<b>5362.63</b>	<b>4877.64</b>	<b>4510.23</b>	ROE	-21.42%	-62.98%	-20.69%	0.68%
短期借款	619.26	1203.97	996.19	660.00	ROA	-6.03%	-12.30%	-3.68%	0.13%
应付和预收款项	464.73	406.97	336.43	321.01	ROIC	-3.02%	-9.07%	0.41%	4.36%
长期借款	1578.13	1558.13	1538.13	1518.13	EBITDA/销售收入	6.67%	-2.53%	17.41%	24.40%
其他负债	1711.61	1146.25	1139.08	1137.36	<b>营运能力</b>				
<b>负债合计</b>	<b>4373.73</b>	<b>4315.32</b>	<b>4009.84</b>	<b>3636.50</b>	总资产周转率	0.52	0.44	0.45	0.49
股本	598.80	598.80	598.80	598.80	固定资产周转率	0.74	0.60	0.60	0.66
资本公积	1070.13	1070.13	1070.13	1070.13	应收账款周转率	77.39	45.28	69.76	66.01
留存收益	30.63	-627.97	-806.28	-799.36	存货周转率	9.15	9.15	8.15	9.08
归属母公司股东权益	1705.74	1040.96	862.65	869.57	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	89.87%	—	—	—
少数股东权益	7.36	6.36	5.16	4.16	<b>资本结构</b>				
<b>股东权益合计</b>	<b>1713.10</b>	<b>1047.31</b>	<b>867.80</b>	<b>873.72</b>	资产负债率	71.86%	80.47%	82.21%	80.63%
负债和股东权益合计	6086.83	5362.63	4877.64	4510.23	带息债务/总负债	73.03%	87.11%	88.06%	87.31%
<b>业绩和估值指标</b>	<b>2015A</b>	<b>2016E</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	流动比率	0.64	0.44	0.46	0.64
EBITDA	222.01	-63.75	401.05	561.00	速动比率	0.46	0.27	0.30	0.44
PE	-12.15	-6.77	-25.02	644.65	股利支付率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%
PB	2.60	4.26	5.14	5.11	<b>每股指标</b>				
PS	1.34	1.77	1.94	1.94	每股收益	-0.61	-1.10	-0.30	0.01
EV/EBITDA	34.93	-124.86	19.30	13.10	每股净资产	2.86	1.75	1.45	1.46
股息率	0.00%	0.00%	0.00%	0.00%	每股经营现金	0.32	0.04	0.74	1.02
					每股股利	0.00	0.00	0.00	0.00

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
	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
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@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
	任晓	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