证券研究报告

公司点评

国联证券 GUOLIAN SECURITIES

2016 年 12 月 04 日

华润三九（000999）\医药生物

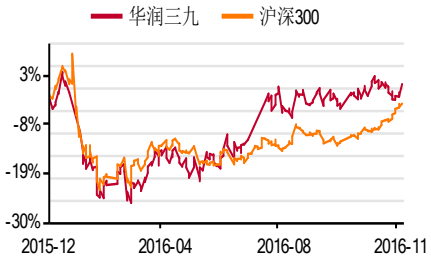
——携手赛诺菲打造妇儿用药新龙头

投资建议：	推荐
上次建议：	推荐
当前价格：	26.8 元
目标价格：	元

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	979/978
流通 A 股市值（百万元）	26,203
每股净资产（元）	8.47
资产负债率（%）	41.81
一年内最高/最低（元）	28.19/19.57

一年内股价相对走势



周静　　分析师

执业证书编号：S0590516030001

电话：025-84578383

邮箱：

樊景扬

电话：0510-82832380

邮箱：fjy@glsc.com.cn

相关报告

1、《华润三九（000999）\医药生物行业》2016.11.07

2、《华润三九（000999）\医药生物行业》2016.10.31

事件：

12月2日，公司发布公告，与赛诺菲在中国消费者保健领域开展深度合作，双方拟在中国成立一家专注于儿科及妇科非处方产品的合资企业。同时，华润三九将负责赛诺菲全球非处方药旗舰产品之一易善复在中国市场的经销和推广；此次合作也将成为赛诺菲健康药业未来在中国上市新产品的平台。

投资要点：

➢ **携手赛诺菲，打造新龙头。**

本次合作赛诺菲以太阳石（唐山）全部股权注入合资公司，取得合资公司30%的注册资本，其拥有的儿童药品牌“好娃娃”、妇科药品牌“康妇特”等在国内有较高的知名度，同时华润三九在儿科领域也有较好的产品布局，预计随着合资公司的成立，双方有望产生较好的协同作用，合资公司有望成为妇儿用药领域的新龙头。

➢ **妇儿用药发展前景较好。**

目前国内妇儿用药相对短缺，长期发展前景较好，一方面二胎放开后，妇儿用药的需求将呈现出较好的增长态势，另一方面国家支持妇儿用药企业的发展，在审批审评等政策方面给予照顾。我们认为妇儿用药长期发展前景较好，预计新公司将成为华润三九较好的利润增长点。

➢ **易善复及其他产品的合作值得期待。**

赛诺菲作为国际医药行业龙头企业之一，在健康消费品业务领先全球，拥有众多OTC及健康产品，双方协议华润三九在赛诺菲任何领先消费者保健品牌项下之产品拥有“优先谈判权”，包括令特适（Lactacyd）、Nature's Own、Icy Hot及其他在抗过敏、消化系统健康、及咳嗽感冒等领域的品牌。我们认为华润三九在国内OTC领域优势明显，与赛诺菲的合作将丰富公司产品组合，增强华润三九的核心竞争力，长期发展值得关注。

➢ **盈利预测及评级**

预计公司2016-2018年EPS分别为1.28、1.56、1.82元，对应12月2日收盘价26.8元，PE为21、17、15倍。公司品牌、渠道优势明显，治理水平较高、并购整合能力较强，在新的形势下业绩加速有望加速增长，看好公司的长期发展，维持“推荐”评级。

➢ **风险提示**

合作推进慢于预期，协同效应不及预期

请务必阅读报告末页的重要声明

财务数据和估值	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	7,276.59	7,900.19	9,064.09	10,547.30	11,974.92
增长率（%）	-6.73%	8.57%	14.73%	16.36%	13.54%
EBITDA（百万元）	1,521.16	1,792.36	1,730.86	2,062.07	2,357.60
净利润（百万元）	1,035.89	1,249.23	1,254.39	1,527.70	1,779.85
增长率（%）	-12.29%	20.59%	0.41%	21.79%	16.51%
EPS（元/股）	1.06	1.28	1.28	1.56	1.82
市盈率（P/E）	25.33	21.00	20.91	17.17	14.74
市净率（P/B）	3.88	3.46	3.09	2.72	2.40
EV/EBITDA	17.64	14.97	15.82	13.26	11.27

数据来源：公司公告，国联证券研究所

图表 1：财务预测摘要

资产负债表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
货币资金	240.59	-15.47	453.20	527.36	598.75
应收账款+票据	1,932.3	2,390.22	2,362.19	3,167.88	3,110.71
预付账款	64.33	71.60	149.25	104.99	182.89
存货	858.30	910.56	1,044.55	1,206.16	1,342.29
其他	1,114.4	867.77	867.77	867.77	867.77
流动资产合计	4,210.0	4,224.68	4,876.98	5,874.17	6,102.41
长期股权投资	15.55	14.50	14.50	14.50	14.50
固定资产	2,243.3	2,714.38	2,922.87	2,914.73	2,902.29
在建工程	565.68	362.36	150.00	150.00	150.00
无形资产	1,578.6	1,730.91	1,697.67	1,709.14	1,717.95
其他非流动资产	1,041.4	1,892.67	2,734.03	3,228.00	3,521.98
非流动资产合计	5,444.5	6,714.81	7,519.07	8,016.38	8,306.73
资产总计	9,654.5	10,939.5	12,396.0	13,890.5	14,409.1
短期借款	31.71	0.00	496.82	909.62	137.60
应付账款+票据	725.65	924.55	899.41	1,200.31	1,177.17
其他	1,369.3	1,820.85	1,825.57	1,931.90	1,932.45
流动负债合计	2,126.6	2,745.40	3,221.80	4,041.83	3,247.22
长期带息负债	508.49	499.68	526.38	39.65	0.00
长期应付款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	23.89	20.27	20.27	20.27	20.27
非流动负债合计	532.38	519.95	546.65	59.92	20.27
负债合计	2,659.0	3,265.35	3,768.45	4,101.75	3,267.49
少数股东权益	235.58	102.46	128.04	159.19	195.48
股本	978.90	978.90	978.90	978.90	978.90
资本公积	1,146.6	1,108.36	1,108.36	1,108.36	1,108.36
留存收益	4,634.3	5,484.42	6,412.30	7,542.34	8,858.90
股东权益合计	6,995.5	7,674.14	8,627.60	9,788.79	11,141.6
负债和股东权益总	9,654.5	10,939.4	12,396.0	13,890.5	14,409.1

现金流量表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
净利润	1,030.9	1,072.55	1,240.53	1,519.41	1,776.71
折旧摊销	258.35	257.34	206.03	212.98	219.93
财务费用	27.86	26.47	18.98	15.14	1.03
存货减少	108.06	-61.06	-133.99	-161.60	-136.13
营运资金变动	-252.57	-86.78	-70.05	-354.20	-43.31
其它	15.94	49.80	19.72	19.72	19.72
经营活动现金流	1,188.5	1,258.32	1,281.21	1,251.45	1,837.94
资本支出	341.22	330.65	230.00	230.00	230.00
长期投资	3,091.4	3,669.87	800.00	500.00	300.00
其他	2,513.0	3,210.70	39.44	39.44	39.44
投资活动现金流	-919.61	-789.82	-990.56	-690.56	-490.56
债权融资	-22.96	-32.62	523.52	-73.93	-811.67
股权融资	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他	-290.98	-609.90	-345.50	-412.80	-464.32
筹资活动现金流	-313.94	-642.52	178.02	-486.73	-1,275.9
现金净增加额	-45.25	-172.61	-15.47	453.20	527.36

利润表

单位:百万元	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入	7,276.5	7,900.1	9,064.0	10,547.3	11,974.9
营业成本	2,812.1	3,067.0	3,389.9	3,902.50	4,418.74
营业税金及附加	99.22	109.88	126.07	146.69	166.55
营业费用	2,412.6	2,677.2	3,217.7	3,712.65	4,191.22
管理费用	736.49	773.70	833.90	965.08	1,089.72
财务费用	7.33	4.49	17.24	13.11	-1.27
资产减值损失	28.09	19.72	19.72	19.72	19.72
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	-0.68	-1.04	0.00	0.00	0.00
其他	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	1,179.9	1,247.0	1,459.4	1,787.55	2,090.24
营业外净收益	79.69	281.96	46.40	46.40	46.40
利润总额	1,259.6	1,529.0	1,505.8	1,833.95	2,136.64
所得税	187.46	254.30	225.88	275.09	320.50
净利润	1,072.1	1,274.7	1,279.9	1,558.85	1,816.15
少数股东损益	36.25	25.47	25.58	31.15	36.29
归属于母公司净利	1,035.8	1,249.2	1,254.3	1,527.70	1,779.85

主要财务比率

	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
成长能力					
营业收入	-6.73%	8.57%	14.73%	16.36%	13.54%
EBIT	-11.42	21.56%	-0.66%	21.27%	15.61%
EBITDA	-8.94%	17.83%	-3.43%	19.14%	14.33%
归属于母公司净利	16.47%	20.59%	0.41%	21.79%	16.51%
获利能力					
毛利率	61.35%	61.18%	62.60%	63.00%	63.10%
净利率	14.73%	16.14%	14.12%	14.78%	15.17%
ROE	15.32%	16.50%	14.76%	15.86%	16.26%
ROIC	16.02%	16.40%	15.39%	15.89%	16.57%
偿债能力					
资产负债率	27.54%	29.85%	30.40%	29.53%	22.68%
流动比率	1.98	1.54	1.51	1.45	1.88
速动比率	1.05	0.89	0.92	0.94	1.20
营运能力					
应收账款周转率	3.87	3.37	3.95	3.40	3.96
存货周转率	3.28	3.37	3.25	3.24	3.29
总资产周转率	0.75	0.72	0.73	0.76	0.83
每股指标（元）					
每股收益	1.06	1.28	1.28	1.56	1.82
每股经营现金流	1.21	1.29	1.31	1.28	1.88
每股净资产	6.91	7.73	8.68	9.84	11.18
估值比率					
市盈率	25.33	21.00	20.91	17.17	14.74
市净率	3.88	3.46	3.09	2.72	2.40
EV/EBITDA	17.64	14.97	15.82	13.26	11.27
EV/EBIT	21.25	17.48	17.95	14.78	12.42

数据来源：公司报告、国联证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20%以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10%以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5%以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为－10%～10%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业投资评级	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属国联证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“国联证券”）。未经国联证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为国联证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，国联证券不因收件人收到本报告而视其为国联证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但国联证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，国联证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，国联证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

国联证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。国联证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。国联证券的资产管理部门、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，国联证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。因此，投资者应当考虑到国联证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

无锡

国联证券股份有限公司研究所

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 层

电话：0510-82833337

传真：0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话：021-38991500

传真：021-38571373

分公司机构销售联系方式

地区	姓名	固定电话
北京	管峰	010-68790949-8007
上海	刘莉	021-38991500-831
深圳	张杰甫	0755-82556064