

相关研究:

- 1、华润三九公司动态，2011.5.8
- 2、华润三九深度报告，2011.3.22

投资评级:

买入

当前价格: **18.98 元**
目标价格: **21.60 元**
目标期限: **12 个月**

市场数据

总股本(百万股)	978.90
A 股股本(百万股)	978.90
B/H 股股本(百万股)	-/-
A 股流通比例(%)	36.29
12 个月最高/最低(元)	35.77/24.68
第一大股东	华润医药控股
第一大股东持股比例	63.59%
上证综指/沪深 300	2365/2588

注：2011 年 9 月 29 日数据

近十二个月股价表现



%	3 个月	6 个月	12 个月
相对收益	20.06	7.10	-20.11
绝对收益	6.29	-12.77	-29.22

注：相对收益与沪深 300 相比

分析师：陈国栋

(8621) 68634510-8721

cgd2854@xcsc.com

执业证书编号：S0500511080001

收购北药旗下四家企业，壮大中成药业务

投资要点:

□ 华润北药重组提速，中药资源整合渐入佳境

以 4.04 亿元收购北药集团下属四家企业本溪三药、合肥神鹿、北京双鹤高科、北京北贸，收购后这四家企业将成为华润三九全资子公司。这些企业原先隶属于北药集团下面的天然药物事业部，本溪三药、合肥神鹿、北京双鹤高科为生产企业，北京北贸负责销售本溪三药、合肥神鹿的重点产品及双鹤高科的产品。此次收购标志着华润北药整合提速，华润三九作为中药、天然药物平台，整合效果会逐步体现。未来华润北药与中国中医科学院进行战略合作，中药产学研体系得到完善，关注后续合作进展情况。

□ 短期业绩贡献有限，关注后续资产整合效果

2010 年收购四家企业合计净利润为 2041 万元，主要由生产企业贡献，占公司当期净利润额的 2.5%。收购 PE 为 19.79 倍，短期内对公司利润影响有限，可关注后续资产整合效果。本溪三药的气滞胃痛颗粒为国家基本药物，用于治疗胸痞胀满，胃脘疼痛等症。合肥神鹿的温胃舒、养胃舒在急性慢性胃炎、萎缩性胃炎方面疗效显著，特点是一病两药，分型治疗。公司自身在胃病领域有着传统强势品种三九胃泰，新收购胃药品种适应症范围与其类似。双鹤高科的舒血宁注射液属于优质优价产品，成为公司心脑血管处方药的生力军。目前华润三九拥有直控销售终端 5 万家，覆盖 30 万个销售终端。公司在药品零售领域耕耘多年，凭借现有药品和第三终端庞大销售网络，收购企业品种有望实现快速增长。

□ 收购北京北贸，完善销售网络

北京北贸覆盖 417 家三级医院、589 家二级医院，拥有 1 万多家药店。收购后增强公司在北京周边地区的销售能力。

□ 估值和投资建议

此次收购北药集团下属中药资产在市场预期内,未来还要看资产整合效果。我们预测 2011 年-2013 年每股收益分别为 0.90、1.08、1.26 元,继续给予买入评级,目标价为 21.60 元。

□ 重点关注事项

风险提示: 药品降价; 原材料成本上升。

盈利预测

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
主营业务收入 (百万元)	4852.72	4365.15	5091.1	5967.98	6987.96
增长率	11.48%	-10.05%	16.63%	17.22%	17.09%
净利润 (百万元)	709.49	815.98	881.87	1057.04	1237.86
增长率	14.62%	15.01%	8.07%	19.86%	17.11%
摊薄后每股收益 (元)	0.73	0.83	0.90	1.08	1.26

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	3505	4088	5111	6340	营业收入	4365	5091	5968	6988
现金	1731	2519	3355	4358	营业成本	1686	1969	2297	2696
应收账款	308	153	164	175	营业税金及附加	21	24	29	34
其他应收款	47	25	36	42	营业费用	1356	1568	1838	2152
预付账款	115	98	115	135	管理费用	386	448	507	594
存货	490	426	426	441	财务费用	-15	-18	-24	-37
其他流动资产	813	866	1016	1189	资产减值损失	-4	5	5	5
非流动资产	2586	2565	2465	2339	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	20	20	20	投资净收益	27	5	5	5
固定资产	1048	1178	1175	1107	营业利润	963	1100	1321	1549
无形资产	1141	1135	1125	1115	营业外收入	80	20	20	20
其他非流动资产	379	232	145	97	营业外支出	8	8	8	8
资产总计	6091	6653	7576	8678	利润总额	1034	1112	1333	1561
流动负债	1573	1539	1598	1709	所得税	175	183	220	258
短期借款	20	30	30	30	净利润	859	928	1113	1303
应付账款	501	394	459	539	少数股东损益	43	47	56	66
其他流动负债	1052	1115	1109	1140	归属母公司净利润	816	882	1057	1238
非流动负债	55	32	47	52	EBITDA	1071	1209	1446	1670
长期借款	3	3	3	3	EPS（元）	0.83	0.90	1.08	1.26
其他非流动负债	52	29	44	49					
负债合计	1627	1571	1645	1761	主要财务比率				
少数股东权益	251	298	354	419	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	979	979	979	979	成长能力				
资本公积	1350	1350	1350	1350	营业收入	-10.0%	16.6%	17.2%	17.1%
留存收益	1888	2476	3269	4189	营业利润	8.8%	14.3%	20.1%	17.3%
归属母公司股东权益	4213	4805	5597	6518	归属于母公司净利润	15.0%	8.1%	19.9%	17.1%
负债和股东权益	6091	6673	7596	8698	获利能力				
					毛利率(%)	61.4%	61.3%	61.5%	61.4%
现金流量表				单位:百万元	净利率(%)	18.7%	17.3%	17.7%	17.7%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROE(%)	19.4%	18.4%	18.9%	19.0%
经营活动现金流	848	1099	1082	1291	ROIC(%)	32.2%	38.7%	45.1%	52.5%
净利润	859	928	1113	1303	偿债能力				
折旧摊销	123	128	149	157	资产负债率(%)	26.7%	23.5%	21.7%	20.2%
财务费用	-15	-18	-24	-37	净负债比率(%)	2.82%	2.10%	2.00%	1.87%
投资损失	-27	-5	-5	-5	流动比率	2.23	2.66	3.20	3.71
营运资金变动	-48	10	-128	-119	速动比率	1.91	2.38	2.93	3.45
其他经营现金流	-45	56	-22	-9	营运能力				
投资活动现金流	-68	-3	-7	-7	总资产周转率	0.74	0.80	0.84	0.86
资本支出	270	0	0	0	应收账款周转率	8	17	19	21
长期投资	-12	2	0	0	应付账款周转率	3.56	4.40	5.38	5.40
其他投资现金流	190	-1	-7	-7	每股指标（元）				
筹资活动现金流	-257	-308	-240	-281	每股收益(最新摊薄)	0.83	0.90	1.08	1.26
短期借款	8	10	0	0	每股经营现金流(最	0.87	1.12	1.11	1.32
长期借款	-37	0	0	0	每股净资产(最新摊	4.30	4.91	5.72	6.66
普通股增加	0	0	0	0					
资本公积增加	9	0	0	0					
其他筹资现金流	-237	-318	-240	-281					
现金净增加额	521	788	835	1003					

分析师声明

本人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，以独立诚信、谨慎客观、勤勉尽职、公正公平准则出具本报告。本报告准确清晰地反映了本人的研究观点，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

湘财证券投资评级体系（市场比较基准为沪深 300 指数）

买入：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上；

增持：未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；

中性：未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%以上；

卖出：未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上。

重要声明

本研究报告仅供湘财证券有限责任公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告由湘财证券有限责任公司研究所编写，以合法地获得尽可能可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证所载信息之精确性和完整性。湘财证券研究所将随时补充、修订或更新有关信息，但未必发布。

在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见仅供参考，并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其关联机构、雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。投资者应明白并理解投资证券及投资产品的目的和当中的风险。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务。

本报告版权仅为湘财证券有限责任公司所有。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发布、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“湘财证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

如未经本公司授权，私自转载或者转发本报告，所引起的一切后果及法律责任由私自转载或转发者承担。本公司并保留追究其法律责任的权利。