

证券研究报告

医药生物

强烈推荐 (维持)

证券分析师

凌军

S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

片仔癀 (600436)

华润收购公司股权确立，迎来皇家品种价值释放

事项：

片仔癀于 12 月 8 日公告，漳州市人民政府与华润医药集团有限公司签署《投资合作协议》，《投资合作协议》中双方约定，漳州市人民政府在合资公司注册成立后 3 年内，产业园投资额达 30%，合资公司新建工厂建成投产，且合资公司年生产销售额超 2 亿元，形成初具规模企业时启动华润医药参与片仔癀股权重组的谈判，并在两年内取得实质性进展。在协议签署后，漳州市人民政府就其所直接或间接持有的片仔癀公司股份，不再寻求同华润医药之外的第三方的股权重组机会（包括公开挂牌出让）。

■ 华润意图收购片仔癀，独家谈判权至少 5 年

从公告内容看，华润收购片仔癀取得实质性进展的条件为：1、成立的合资公司 3 年内年生产销售额超 2 亿元。2、在条件 1 实现后启动收购谈判，谈判期为 2 年。因此至少 5 年内华润拥有收购片仔癀的独家谈判权。

■ 公司有望成为东阿阿胶第二

华润的优势在于优秀的绩效管控和强大的销售平台，而这两项正是片仔癀公司所欠缺的。我们认为如果华润收购片仔癀成功，公司将成为东阿阿胶第二，甚至超越阿胶。东阿阿胶被华润收购部分股权后，2004-2011 年计算，预计收入增长 2.41 倍，净利润增长 5.65 倍，市值增长近 9 倍。关于公司的被并购价值，我们在 2011 年 11 月 10 日出具的公司点评报告中就已明确指出，“从长远角度看，放眼未来 10 年，可以期待片仔癀公司因股权或因激励调整，迎来价值释放大机会。”

■ 变相的茅台战略已经初显

茅台战略的基本原则是：高端产品通过大幅提价树立高端品牌，低端产品通过高端品牌做大销售。目前片仔癀已经在 2011 年连续两次提价，同时借助华润合作，对低端药品的销售进行加强。我们认为这种引进战略投资者的变相茅台战略已经显现。

■ 迎来皇家品种价值释放——强烈推荐，短期目标价 120 元——2012 年 PE50 倍

我们预计 2011-2013 年实现每股收益分别为 1.79、2.42 和 3.11 元，对应 12 月 7 日收盘价，PE 分别为 41.8、30.9、24.1 倍。片仔癀是具有 400 年历史的皇家药品，我们看好公司与华润战略股权重组的巨大潜力，维持“强烈推荐”评级。我们将目标价从 100 元上调为 120 元，对应 2012 年每股收益 50 倍 PE。

请通过合法途径获取本公司研究报告，如经由未经许可的渠道获得研究报告，请慎重使用并注意阅读研究报告尾页的声明内容。

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
流动资产	752	722	886	1192	营业收入	695	867	1018	1195
现金	240	228	268	545	营业成本	430	533	570	621
应收账款	121	121	160	178	营业税金及附加	5	8	10	11
其他应收款	13	3	12	9	营业费用	51	60	82	102
预付账款	35	24	36	33	管理费用	55	64	76	89
存货	333	336	400	414	财务费用	6	6	4	-3
其他流动资产	9	10	11	13	资产减值损失	0	-30	-15	-22
非流动资产	532	725	707	690	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	177	51	51	51	投资净收益	6	6	6	6
固定资产	183	158	155	145	营业利润	153	231	298	403
无形资产	41	52	50	48	营业外收入	2	3	2	2
其他非流动资产	132	463	451	446	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	1285	1447	1593	1881	利润总额	153	232	299	404
流动负债	352	249	253	192	所得税	23	38	47	64
短期借款	213	88	83	0	净利润	130	195	252	340
应付账款	62	87	88	99	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	77	75	82	93	归属母公司净利润	130	194	251	339
非流动负债	75	114	101	110	EBITDA	175	255	318	418
长期借款	20	30	30	30	EPS (元)	0.93	1.39	1.79	2.42
其他非流动负债	55	84	71	80					
负债合计	427	363	354	302	主要财务比率				
少数股东权益	33	34	35	36	会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E
股本	140	140	140	140	成长能力				
资本公积	367	467	467	467	营业收入	6.9%	24.8%	17.4%	17.3%
留存收益	320	445	598	937	营业利润	-9.2%	51.4%	28.8%	35.4%
归属母公司股东权	825	1050	1205	1543	归属于母公司净利润	-8.0%	49.7%	29.4%	34.8%
负债和股东权益	1285	1447	1593	1881	获利能力				
					毛利率(%)	38.0%	38.5%	44.1%	48.0%
现金流量表					净利率(%)	18.7%	22.4%	24.7%	28.3%
单位:百万元					ROE(%)	15.7%	18.5%	20.9%	21.9%
会计年度	2009A	2010A	2011E	2012E	ROIC(%)	12.6%	16.9%	19.1%	21.2%
经营活动现金流	130	205	142	351	偿债能力				
净利润	130	195	252	340	资产负债率(%)	33.3%	25.1%	22.2%	16.0%
折旧摊销	16	18	17	18	净负债比率(%)	54.43%	32.38%	31.83%	9.94%
财务费用	6	6	4	-3	流动比率	2.14	2.90	3.51	6.22
投资损失	-6	-6	-6	-6	速动比率	1.19	1.55	1.93	4.06
营运资金变动	-19	21	-112	-5	营运能力				
其他经营现金流	2	-29	-14	7	总资产周转率	0.59	0.64	0.67	0.69
投资活动现金流	-33	-25	3	7	应收账款周转率	6	7	7	7
资本支出	30	39	0	0	应付账款周转率	6.53	7.14	6.52	6.67
长期投资	-5	13	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现金流	-8	27	3	7	每股收益(最新摊薄)	0.93	1.39	1.79	2.42
筹资活动现金流	-20	-192	-105	-80	每股经营现金流(最新)	0.93	1.47	1.01	2.51
短期借款	43	-125	-5	-83	每股净资产(最新摊薄)	5.89	7.50	8.60	11.02
长期借款	20	10	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	74.78	49.95	38.59	28.62
资本公积增加	45	100	0	0	P/B	11.76	9.24	8.05	6.28
其他筹资现金流	-127	-177	-100	3	EV/EBITDA	52	36	29	22
现金净增加额	77	-12	40	278					

平安综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

公司声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师（一人或多人）就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

本公司研究报告是针对与公司签署服务协议的签约客户的专属研究产品，为该类客户进行投资决策时提供辅助和参考，双方对权利与义务均有严格约定。本公司研究报告仅提供给上述特定客户，并不面向公众发布。未经书面授权刊载或者转发的，本公司将采取维权措施追究其侵权责任。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨在发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2011 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

传真：(0755) 8244 9257