

华润三九 (000999.SZ) 中药行业

评级：买入 维持评级

公司点评

李龙俊

分析师 SAC 执业编号：S1130511030032
(8621)61038315
lilj@gjzq.com.cn

叶苏

联系人
(8621)61038200
yesu@gjzq.com.cn

黄挺

分析师 SAC 执业编号：S1130511030028
(8621)61038218
huangting@gjzq.com.cn

收购再战一城，皮肤用药领域地位提升；

事件

公司公告拟参照招标方式购买广东顺峰药业有限公司 99.83% 股权，预计投标价格不高于 7 亿人民币。因顺峰药业股东拟参照投标方式出售所持顺峰药业股权，公司参与投标后仍存在不能中标的可能性。

评论

顺峰药业是国内最大的皮肤类外用专业企业之一：公司是全国皮肤类软膏品种最齐全的一大企业，产品包括抗真菌、抗痤疮、皮质激素、抗银屑病、抗生素、消炎镇痛、护肤、护发、美容类 120 多种，拥有顺峰康王（酮康他索乳膏）、顺峰康霜（曲咪新乳膏）、顺峰宝宝几大知名品牌，并在县乡市场具有较好的知名度；公司 2010 年销售额 2.08 亿元，净利润 4362 万元。截至 2011 年 9 月 30 日，资产总额 36587 万元，负债总额 22725 万元，净资产 13863 万；顺峰康王（酮康他索乳膏）为独家产品，年销售额 1.5 亿，2009 年在皮肤外用市场占有 3.8%，排名第六；顺峰康霜（曲咪新乳膏）市场 2010 年零售终端占有率 63.4%。

顺峰注入将极大提升公司在皮肤用药领域的地位：皮肤外用领域年均复合增速 18%，市场规模在 70-80 亿元。华润三九在皮肤用药领域有 999 皮炎平和 999 优诺平等品种，此次收购将极大丰富公司在皮肤用药领域的产品线，快速建立公司在抗真菌细分领域的市场地位；并购完成后，顺峰药业将成为成华润三九皮肤药生产基地。

构建三九皮肤药研发基地：顺峰的药物研究中心具有强大研发实力，近 10 多年来共研究开发成功国家 1~6 类新药 28 个，化妆品 39 个，功能性化妆品 8 个，保健食品 6 个。收购完成后，公司将利用顺峰药业作为皮肤外用工程技术研发中心，奠定公司未来在皮肤科领域的领导地位。

渠道整合促增长：顺峰原有大量优质的产品，但由于缺乏独立的营销渠道，主要在二三线城市销售自己的产品，极大的制约了公司的发展，而华润三九则在品牌和渠道方面具有较强的优势；此次收购将有望促进顺峰产品的销售增长，并构建三九在感冒、皮肤、胃肠、止痛、骨科等多品类的领导地位。

OTC 行业的整合者：去年底公司收购了 4 家 OTC 领域的企业，股权转让已完成，产品和渠道的整合陆续进行中。在大股东华润集团的强大支持下，围绕大品牌战略，在公司可能在并购方面有更多更大规模的斩获。如能有品种的持续补充，我们预计 OTC 业务能够实现 20% 以上的销售收入增长。

成本压力已经减轻，业绩增长有望提速：成本受中药材和白糖价格影响很大，2011 年上半年公司整体毛利率同比下降 2.62 个百分点，其中 OTC 业务整体毛利率则大幅下降 5 个百分点；我们预计，去年全年中药材和糖导致公司成本增加 1.5 亿元左右，两项各贡献一半；2012 年的成本压力将相比较于 2011 年大为减轻，中药材价格已经呈现下降趋势，降成本是大概率事件；目前糖价走势开始疲弱，如果糖价也能有所调整，公司业绩增长将轻松实现。

投资建议

公司近两年保持收入的较快增长，业绩低增长主要源于成本上升和费用增加。此次收购复合公司的战略规划，丰富了公司在皮肤科细分领域的产品品类，将通过公司强大的品牌优势和渠道营销树立皮肤科用药的领先地位。在成本不涨的假设下，预计公司 2012 年 EPS 为 1.05 元，同比增长 25%；如果中药材成本下降或者糖价下降，利润增长能够到 30% 以上。目前对应 2012 年估值仅 14 倍，安全边际明显，“买入”评级。

图表1: 皮肤科用药领域市场规模



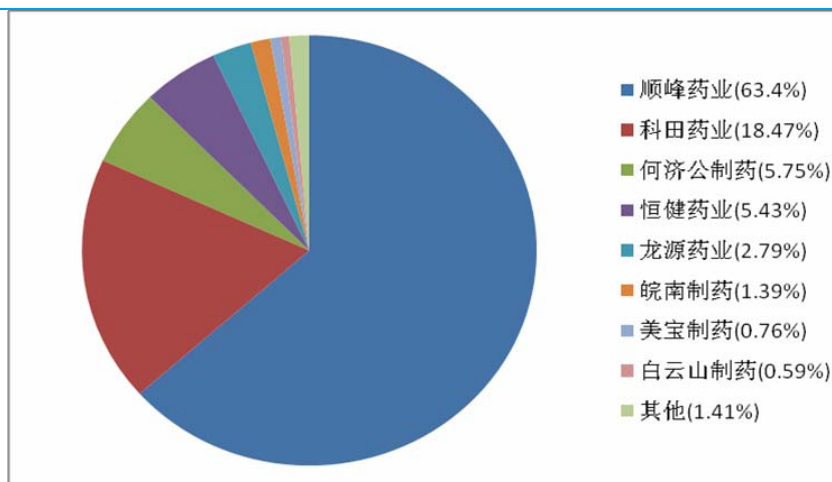
来源:《中国非处方药行业发展蓝皮书》2010 国金证券研究所

图表2: 化药类皮肤用药市场份额

	公司	药品名称	市场份额
1	西安杨森制药有限公司	达克宁(硝酸咪康唑乳膏)	16.40%
2	华润三九医药股份有限公司	999皮炎平(复方醋酸地塞米松乳膏)	10.10%
3	西安杨森制药有限公司	采乐(酮康唑洗剂)	5.80%
4	上海先灵葆雅制药有限公司	艾洛松糠酸莫米松乳膏	5.30%
5	西安杨森制药有限公司	派瑞松(曲安奈德益康唑乳膏)	5.10%
6	广东顺峰药业有限公司	顺峰康王(酮康他索乳膏)	3.80%
7	中美天津史克制药有限公司	百多邦(莫匹罗星软膏)	3.50%
8	天津药业集团有限公司	尤卓尔(丁酸氢化可的松乳膏)	3.20%
9	昆明滇虹药业有限公司	复方酮康唑发用洗剂	3.20%
10	山东齐鲁制药厂	丁克(盐酸特比萘芬软膏)	2.40%
11	其他	其他	41.20%

来源:《中国非处方药行业发展蓝皮书》2010 国金证券研究所

图表3: 曲咪新零售终端竞争格局

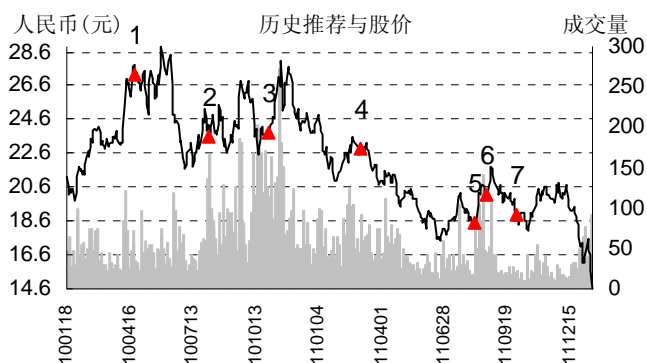


来源: 国金证券研究所

历史推荐和目标定价(人民币)

	日期	评级	市价	目标价
1	2010-04-25	买入	27.27	N/A
2	2010-08-03	买入	23.58	N/A
3	2010-10-28	买入	23.77	N/A
4	2011-03-06	买入	22.82	N/A
5	2011-08-07	买入	18.47	N/A
6	2011-08-19	买入	20.19	N/A
7	2011-09-29	买入	18.98	N/A

来源：国金证券研究所


投资评级的说明:

强买：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 20%以上；

买入：预期未来 6-12 个月内上涨幅度在 10%-20%；

持有：预期未来 6-12 个月内变动幅度在 -10%-10%；

减持：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 10%-20%；

卖出：预期未来 6-12 个月内下跌幅度在 20%以上。

特别声明:

本报告版权归“国金证券股份有限公司”（以下简称“国金证券”）所有，未经事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。经过书面授权的引用、刊发，需注明出处为“国金证券股份有限公司”，且不得对本报告进行任何有悖原意的删节和修改。

本报告的产生基于国金证券及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但国金证券及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，对由于该等问题产生的一切责任，国金证券不作出任何担保。且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，在不作事先通知的情况下，可能会随时调整。

客户应当考虑到国金证券存在可能影响本报告客观性的利益冲突，而不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。本报告亦非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请。

证券研究报告是用于服务机构投资者和投资顾问的专业产品，使用时必须经专业人士进行解读。国金证券建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。报告本身、报告中的信息或所表达意见也不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，国金证券不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

在法律允许的情况下，国金证券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。

本报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法，故本报告所载观点可能与其他类似研究报告的观点及市场实际情况不一致，且收件人亦不会因为收到本报告而成为国金证券的客户。

本报告仅供国金证券股份有限公司的机构客户使用；非国金证券客户擅自使用国金证券研究报告进行投资，遭受任何损失，国金证券不承担相关法律责任。

上海	北京	深圳
电话: (8621)-61356534	电话: 010-6621 6979	电话: 0755-33516015
传真: (8621)-61038200	传真: 010-6621 5599-8803	传真: 0755-33516020
邮箱: researchsh@gjzq.com.cn	邮箱: researchbj@gjzq.com.cn	邮箱: researchsz@gjzq.com.cn
邮编: 201204	邮编: 100032	邮编: 518000
地址: 上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼	地址: 中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层	地址: 深圳市福田区中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B