

华润三九（000999）公告点评：拟投标顺峰药业，构建皮肤类药品的领导地位

行业分类：医药

2012. 01. 17

研究员：张绍坤
 (执业证书编号：S0640511010008)
 联系人：刁志学, 沈文文
 电话：0755-83520492、83688575
 Email：diaozhixue@163.com

事件回顾：

华润三九为实现公司的战略目标，构建其在皮肤用药品类的领导地位，丰富公司的产品线，公司拟参照投标方式购买广东顺峰药业有限公司（以下简称“顺峰药业”）99.8312%股权，预计投标价格不高于人民币7亿元。议案已经由公司董事会审议通过，尚需提交公司股东大会批准。

我们的观点：

若投标成功，能够完善皮肤产品品类

华润三九作为主营 OTC 产品的药品生产商，近年来一直致力于完善公司 OTC 产品的品类规划。公司的 OTC 业务现有八大品类，分别是感冒、皮肤、胃肠、头痛、骨科、喉科、妇科、止咳。其中，收入占比较大的为感冒、皮肤和胃肠三大品牌品类。

图表 1：华润三九皮肤类产品明细

皮肤	<p>咪唑斯汀缓释片（奥尼捷）：用于缓解季节性和常年性过敏性鼻炎、过敏性结膜炎、荨麻疹和其他过敏反应的症状。</p> <p>复方醋酸地塞米松乳膏（999 皮炎平）：主要用于过敏性和自身免疫性炎症性疾病。如局限性瘙痒症、神经性皮炎、接触性皮炎等。</p> <p>糠酸莫米松凝胶（999 皮炎平）：适用于面部以及小儿湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎、皮肤瘙痒症。</p> <p>糠酸莫米松乳膏（999）：用于湿疹、神经性皮炎、异位性皮炎及皮肤瘙痒症。</p> <p>复方醋酸地塞米松凝胶（999 优诺平）：用于神经性皮炎、接触性皮炎、脂溢性皮炎以及慢性湿疹。</p> <p>盐酸特比萘芬乳膏（999 优诺平）：用于手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣和皮肤念珠菌病等。</p> <p>硝酸咪康唑乳膏（999 选平）：由皮真菌、酵母菌及其它真菌引起的皮肤、指（趾）甲感染，酵母菌和革兰氏阳性细菌等引起的阴道感染和继发性感染。</p> <p>曲安奈德益康唑乳膏：用于手癣、足癣、体癣、股癣、花斑癣、皮炎和湿疹等。</p> <p>联苯苄唑乳膏（999 选灵）：用于治疗各种皮肤真菌病，如手、足癣，体、股癣，花斑癣。</p>
----	--

数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

南方医药经济研究所的研究表明，近几年来，中国非处方药物市场上皮肤类药品的市场规模的增速一直保持在 15%以上，高于非处方药物市场规模的整体增速。在非处方药物市场上，品牌用药的趋势已经显现。考虑到影响中国医药市场整体趋势的主导因素不会发生变化，而华润三九已经建立了其自身在皮肤类药品市场的领导者地位，品牌优势已经十分明显，即时不考虑到此次投标，其未来几年的增长速度都会保

持在行业平均水平之上。

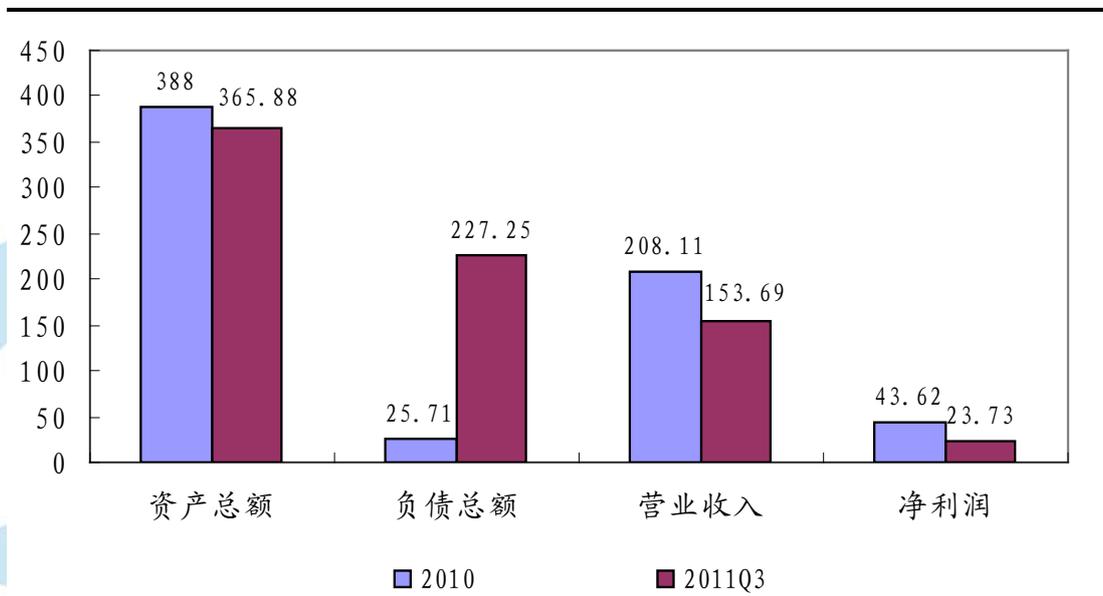
图表 2: OTC 市场上皮肤类药物排名情况

皮肤外用类 (化学药)			
1	达克宁	硝酸咪康唑乳膏	西安杨森制药有限公司
2	999 皮炎平	复方醋酸地塞米松乳膏	华润三九医药股份有限公司
3	唯达宁	硝酸益康唑喷剂	修正药业集团营销有限公司

数据来源: 中国非处方药物协会, 中航证券金融研究所

顺峰药业的主要产品顺峰康王 (酮康他索乳膏)、顺峰康霜 (曲咪新乳膏) 是抗真菌类细分市场的品牌产品, 顺峰康王在皮肤外用药市场占有率排名第六。其销售市场集中在二线以下的城市和县城, 已经建立了良好的口碑。但由于后续产品有限及营销代理、渠道管理等方面的不足, 顺峰药业进入了瓶颈期。若华润三九能够中标, 公司的抗真菌类产品能够得到有效的补充。考虑到华润三九在品牌经营、渠道整合层面的优势, 预计并购完成后, 顺峰药业的产品销售能力和盈利能力会得到很大的提升。

图表 3: 顺峰药业的主要财务指标 (百万元)



数据来源: 公司公告, 中航证券金融研究所

顺峰药业前三季度的净利润为 2,373.38 万元, 若假设公司 2011 年的净利润保持平稳变化的趋势, 顺峰药业 2011 年全年的净利润大约在 3,164.51 万元左右。若华润三九以 7 亿元的价格投标, 其给予的 PE 倍数在 22.15 倍左右, 略低于医药行业在 2011 年的整体估值 (约为 25 倍 PE), 高于华润三九现有的估值 (以今日的收盘价计算的话, 华润三九的 PE 倍数为 18.43)。投标价格处在一个比较合理的范围内。

估值调整走在行业前列

受制于白糖及部分中药材等原材料价格的高位运行, 华润三九前三季度的营业收入增长平稳, 但净利润同比略有下降。白糖及部分中药材原材料价格自 7 月份之后开始回落, 回归理性, 最近保持在相对低位、平稳运行, 预计公司 2011 年全年的净利润与去年持平。考虑到公司四季度完成了对合肥神鹿、本溪三药、双鹤高科和北京北药四家公司的内部整合, 以及此次若投标成功可能带来的外部的业绩驱动因素, 都对公司未来业绩的增长形成支撑, 可以判断公司的业绩拐点已经到来。

伴随 A 股行情的整体走弱, 华润三九二级市场的估值在近期也开始大幅回调, 以今日的收盘价计算的话, 华润三九的 PE 倍数为 18.43, 低于医药行业的整体水平。在公司的成长性这一问题得到解决之后, 预计其估值继续下调的空间比较有限。

我们维持之前的估值水平，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 0.84 元、0.97 元、1.10 元，对应的动态市盈率分别为 23.48 倍、20.33 倍和 17.93 倍，考虑到华润医药集团内部的资产整合丰富了公司的产品线以及公司此次的并购行动，我们给予公司 26 倍的 PE，目标价 21.84 元，维持买入评级。



图表 4: 盈利预测表

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	4291	5327	6571	营业收入	4365	5021	5918	6905
现金	1731	2494	3421	4410	营业成本	1686	2103	2514	3005
应收账款	308	160	198	270	营业税金及附加	21	53	45	56
其他应收款	47	15	42	44	营业费用	1356	1578	1852	2164
预付账款	115	99	130	159	管理费用	386	338	440	497
存货	490	499	615	751	财务费用	-15	-84	-118	-158
其他流动资产	813	1023	921	937	资产减值损失	-4	11	8	7
非流动资产	2586	2579	2505	2401	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	18	20	19	19	投资净收益	27	1	9	11
固定资产	1048	1176	1172	1104	营业利润	963	1024	1185	1346
无形资产	1141	1150	1155	1161	营业外收入	80	54	59	61
其他非流动资产	379	233	159	117	营业外支出	8	10	11	10
资产总计	6091	6870	7832	8972	利润总额	1034	1068	1233	1396
流动负债	1573	1783	2003	2265	所得税	175	176	203	231
短期借款	20	30	24	25	净利润	859	893	1030	1165
应付账款	501	531	644	786	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	1052	1222	1336	1454	归属母公司净利润	816	824	951	1075
非流动负债	55	25	30	36	EBITDA	1071	1065	1207	1336
长期借款	3	2	2	2	EPS (元)	0.83	0.84	0.97	1.10
其他非流动负债	52	22	27	34					
负债合计	1627	1807	2033	2302	主要财务比率				
少数股东权益	251	319	398	489	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%	15.0%	17.9%	16.7%
留存收益	1888	2419	3076	3857	营业利润	8.8%	6.4%	15.7%	13.5%
归属母公司股东权益	4213	4743	5401	6182	归属于母公司净利润	15.0%	1.0%	15.3%	13.1%
负债和股东权益	6091	6870	7832	8972	获利能力				
					毛利率(%)	61.4%	58.1%	57.5%	56.5%
					净利率(%)	18.7%	16.4%	16.1%	15.6%
					ROE(%)	19.4%	17.4%	17.6%	17.4%
					ROIC(%)	32.2%	33.6%	40.6%	46.9%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	26.7%	26.3%	26.0%	25.7%
					净负债比率(%)	2.82%	2.43%	1.94%	1.82%
					流动比率	2.23	2.41	2.66	2.90
					速动比率	1.91	2.12	2.35	2.56
					营运能力				
					总资产周转率	0.74	0.77	0.80	0.82
					应收账款周转率	6	10	15	13
					应付账款周转率	3.56	4.08	4.28	4.20
					每股指标(元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.83	0.84	0.97	1.10
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.87	1.03	1.14	1.15
					每股净资产(最新摊薄)	4.30	4.85	5.52	6.32
					估值比率				
					P/E	23.66	23.42	20.30	17.96
					P/B	4.58	4.07	3.57	3.12
					EV/EBITDA	17	17	15	13

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航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分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。