

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：S1130511030028
 (8621)61038215
 liij@gjzq.com.cn

黄挺

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

李敬雷

分析师 SAC 执业编号：S1130511030026
 (8621)61038219
 lijingl@gjzq.com.cn

4家企业拉开三九的并购序幕

事件

公司公告拟收购北药集团持有的辽宁华源本溪三药有限公司、合肥神鹿双鹤药业有限责任公司、北京双鹤高科天然药物有限责任公司、北京北贸天然药物经营有限责任公司四家公司 100%股权，合计转让价款 4.04 亿元。

评论

资产注入将丰富公司产品品类，获得胃肠、心脑血管、止咳等领域多个优质产品：公司的品牌强大，渠道优势显著，作为华润的中药业务平台，收购的 3 家公司均具有较多的优质中药产品。本溪三药的气滞胃痛颗粒、合肥神鹿的温胃舒、养胃舒、儿泻停颗粒等产品将大大充实公司的胃肠类产品线；双鹤高科的舒血宁、茵栀黄口服液有助于拓展公司在心脑血管和肝胆中药处方药的市场，获得更多差异化的优质产品。

渠道整合，优势互补实现快速增长：四家公司与华润三九的 OTC 和中药业务定位一致，符合未来业务的整体规划。北京北贸是北药的销售平台，具有 OTC 产品医院营销的竞争优势，结合三九自身的品牌竞争力和完善的 OTC 销售渠道，能够有效的进行渠道整合。本溪三药和合肥神鹿的胃药将借助三九胃泰的 OTC 渠道覆盖全国；而双鹤高科的心脑血管药物将与三九原有的生脉注射液等实现互补，并借助三九的招标优势实现协同增长。

制药业务收入保持较快增长，整合优势将显现：公司上半年 OTC 业务收入实现较快增长，三九胃泰和正天丸继续保持快速增长，增速均超过 40%。虽然去年同期感冒药受益甲流基数较大，但今年上半年感冒品类亦实现 20% 的增长，其中新产品强力枇杷露和小儿感冒药分别比去年同期增长 123% 和 67%；中药配方颗粒则较去年同期增长 44%；中药处方药增速略低于预期。四家企业 2010 年合计净利润 2041 万元，整合到三九的业务平台之后，将实现收入和利润加速增长。

成本压力有望缓解，业绩增速有望加快：今年上半年原材料价格居高不下，尤其是中药材及白糖价格同比涨幅在 30% 以上；受成本上升影响，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，今年中药材和糖将导致公司成本增加 1.5 亿元左右，两项各贡献一半；目前来看，中药材整体将是回落态势，这一项的成本压力将会明显缓解；糖价的走势难以做判断，只要明年糖价不继续上涨，公司业绩增长将轻松实现。

并购拉开序幕：我们认为，北药集团中药资产的划拨只是公司并购曲的开端。在大股东华润集团的强大支持下，公司定会在并购方面有更多更大规模的斩获。

投资建议：

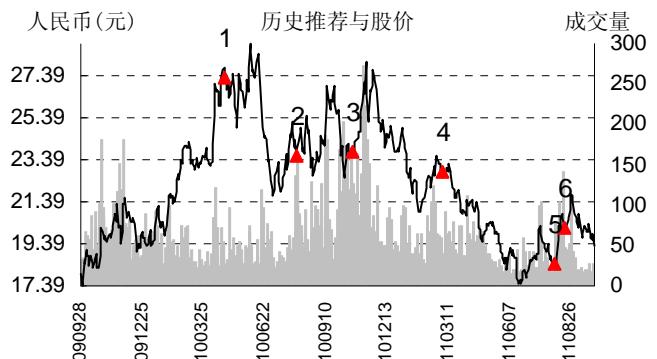
公司近两年依然保持收入的较快增长，业绩低增长主要源于成本上升和费用投入增加；我们认为，4 家公司的整合符合公司的战略规划，较好的丰富了公司的产品品类，将通过有效的渠道整合树立强大的品牌优势，获得收入的加速增长。

此次收购已取得重大突破，如果成本压力如我们所预期地缓解，投资者将不仅能挣到业绩增长的钱，还可以挣到估值回归的钱，两者叠加起来，收益空间是可观的。同时，公司未来还有希望在并购领域有更多更大规模的斩获。我们预计公司 2011-2013 年 EPS 分别为 0.915 元、1.237 元和 1.524 元，维持“买入”投资评级。

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

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形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靠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

电话：(8621)-61356534
传真：(8621)-61038200
邮箱：researchsh@gjzq.com.cn
邮编：201204
地址：上海浦东新区芳甸路 1088 号紫竹国际大厦 7 楼

北京

电话：010-6621 6979
传真：010-6621 5599-8803
邮箱：researchbj@gjzq.com.cn
邮编：100032
地址：中国北京西城区金融街 27 号投资广场 B 座 4 层

深圳

电话：0755-33516015
传真：0755-33516020
邮箱：researchsz@gjzq.com.cn
邮编：518000
地址：深圳市福田中心区福中三路 1006 号诺德金融中心 34B