

收购广东顺峰，OTC 整合再迈一步

—华润三九动态点评

民生精品---简评报告/医药行业

2012 年 01 月 17 日

一、事件概述

公司计划以不超过 7 亿元,不低于 6 亿元的价格购买广东顺峰药业 99.83%的股权。收购方式是现金收购。具体能否收购及收购价格仍需看具体招标结果。公司将于 2 月 2 日召开临时股东大会审议该议案。

付款方式:合同生效之后一个月内支付至托管账户。合同签署后保证金 6000 万转为股权转让款。第一期:在合同约定的条件全部满足之日起的三个工作日内出具支付通知函将 30%的股权转让款减 6000 万元股权转让款支付至转让方收款账户。第二期:在五个工作日内出具支付通知函,托管银行根据支付通知函将 60%的股权转让款股权转让款支付至转让方收款账户。第三期:登记日起满一年后的 10 个工作日内支付剩余的 10%。

二、分析与判断

➤ 广东顺峰药业是皮肤药抗真菌类细分市场龙头企业

顺峰药业是国内最大的皮肤外用药品品牌企业之一,主要产品顺峰康王(酮康他索乳膏,独家生产)、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品市场占有率排名第六,在广东市场排名第二。“顺峰”品牌在二线以下城市和县乡市场具备一定的知名度和较好的消费者口碑。

2010 年 12 月 31 日,顺峰药业总资产 3.88 亿元,净资产 3.62 亿元。2011 年 9 月 30 日,公司总资产 3.66 亿元,净资产 1.39 亿元。2010 年公司收入和利润分别为 2.08 亿元和 4362 万元。2011 年前三季度收入利润分别为 1.54 亿元和 2373 万元。11 年和 10 年净资产的差异主要是 11 年公司进行了分红。预计 2011 年公司的收入与 2010 年持平,但是利润同比将有所下降。

➤ 增强三九在皮肤药的竞争力,提升研发实力和生产能力,增强品种储备

从收购价格看,对应 2010 年 PE 约为 14-15 倍,对应 2011 年 PE 约为 18-20 倍。收购价对应 2011 年 9 月 30 日的 PB 约为 4-5 倍。以 11 年计算,收购估值高于华润三九当前在二级市场的估值情况。主要原因是顺峰药业目前由于某些原因经营出现问题,同时其产品主要通过佛山市顺德区顺峰药品营销有限公司总经销,未建立自己的营销网络,也成为制约公司业务发展的瓶颈。收购完成后,公司将输出管理、整合营销,发挥三九在渠道和品牌营销上的优势,促进顺峰产品的销售增长和提升其盈利能力。

三九的目标是成为中国 OTC 市场引领者,中药处方药市场创新者。公司致力于提升感冒、皮肤、胃肠三大品类的领导地位。在皮肤用药领域,公司在皮炎湿疹类市场拥有 999 皮炎平(复方醋酸地塞米松乳膏、糠酸莫米松凝胶及乳膏),在抗真菌类细分市场拥有 999 优诺平(盐酸特比萘芬乳膏)等品种。但是优诺平的销售规模仅在 2000 万左右,顺峰康王和康霜的加盟将提升公司在抗真菌类细分市场的竞争力,构建公司在皮肤用药品类的竞争优势。

同时,并购完成后,顺峰药业将成为成华润三九皮肤药生产基地,顺峰拥有 7 条皮肤药生产线,为公司未来皮肤药领域的发展破除产能瓶颈;同时,公司将利用顺峰药业为广东省外用药工程技术研究开发中心的优势,建立华润三九皮肤药研发基地,提升公司在皮肤药领域的研发实力。此外,截止目前,顺峰药业共有 131 个批准文号。

强烈推荐

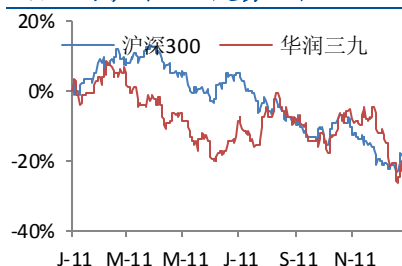
上调评级

合理估值:
22 元

交易数据(2011-01-17)

收盘价(元)	15.48
近 12 个月最高/最低	23.75/14.60
总股本(百万股)	978.90
流通股本(百万股)	355.24
流通股比例%	36.29
总市值(亿元)	151.53
流通市值(亿元)	54.99

该股与沪深 300 走势比较



分析师

分析师: 李平祝

执业证书编号: S0100511030004

电话: (8610)85127808

Email: lipingzhu@mszq.com

联系人: 吴晓雯

电话: (8610)85127656

Email: wuxiaowen@mszq.com

相关研究

1. 华润三九(000999)三季报点评: 药材成本压力见顶,明年弹性显现

三、盈利预测与投资建议

我们认为短期来看公司的成本压力将得到缓解,四季度虽然公司的毛利率未明显回升,但是1月份公司的白糖成本和药材成本下降均相对明显,预计2012年1季度公司毛利率将有所回升;中期看大股东的支持和外延式发展将助推公司十二五期间迅速做大做强,长期看OTC领域的集中度提升,公司作为龙头企业将充分体现规模效应与品牌效应,随着规模的提升,边际利润率也将提升。根据我们跟踪的公司经营情况,同时考虑上收购,我们对公司2011-2013年业绩预测进行相应调整,我们预测未来三年公司分别实现EPS0.80元、1.08元和1.27元,以16日收盘价计算对应动态PE分别为18倍、14倍和12倍。我们维持强烈推荐的评级。

四、风险提示:

中药材及白糖价格下降幅度低于预期;新收购公司整合进度低于预期。

盈利预测与财务指标

项目/年度	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	4,365	5,048	6,694	7,950
增长率(%)	-10.0%	15.6%	32.6%	18.8%
归属母公司股东净利润(百万元)	816	785	1,057	1,241
增长率(%)	15.0%	-3.8%	34.6%	17.4%
每股收益(元)	0.83	0.80	1.08	1.27
PE	18	18	14	12
PB	3.39	2.96	2.52	2.15

资料来源:民生证券研究所

图 1: 国内食糖现货价格指数走势图



资料来源: 云南糖网, 民生证券研究所

图 1: 中药材综合指数走势图



资料来源: 天地网, 民生证券研究所

公司财务报表数据预测汇总

利润表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
一、营业总收入	4,365	5,048	6,694	7,950
减：营业成本	1,686	2,102	2,744	3,270
营业税金及附加	20.59	60.57	80.33	95.40
销售费用	1355.67	1579.93	2,095	2,488
管理费用	385.53	368.48	488.65	580.37
财务费用	-14.56	-23.62	-10.85	-8.54
资产减值损失	-3.72	0.00	0.00	0.00
加：投资收益	0	0	0	0
二、营业利润	962.63	970.34	1306.93	1534.77
加：营业外收支净额	71.40	0.00	0.00	0.00
三、利润总额	1034.03	970.34	1306.93	1534.77
减：所得税费用	174.92	144.05	194.54	228.72
四、净利润	859.10	826.29	1112.39	1306.06
归属于母公司的利润	815.98	784.82	1056.56	1240.51
五、基本每股收益 (元)	0.834	0.802	1.079	1.267

主要财务指标				
项目	2010A	2011E	2012E	2013E
EV/EBITDA	11.51	9.92	7.49	6.00
成长能力:				0
营业收入同比	-10.0%	15.6%	32.6%	18.8%
营业利润同比	8.78%	0.80%	34.69%	17.43%
净利润同比	12.8%	-3.8%	34.6%	17.4%
营运能力:				
应收账款周转率	3.89	3.59	3.44	3.91
存货周转率	3.44	3.82	4.22	4.36
总资产周转率	0.75	0.76	0.85	0.88
盈利能力与收益质量:				
毛利率	61.4%	58.4%	59.0%	58.9%
净利率	19.7%	16.4%	16.6%	16.4%
总资产净利率 ROA	17.6%	14.0%	16.0%	16.2%
净资产收益率 ROE	19.4%	16.2%	18.7%	18.7%
资本结构与偿债能力:				
流动比率 (倍)	2.55	2.75	3.02	3.44
资产负债率	22.9%	23.3%	23.3%	21.8%
长期借款/总负债	10.0%	4.7%	3.0%	5.4%
每股指标 (元)				
每股收益	0.834	0.802	1.079	1.267
每股经营现金流量	0.869	1.033	1.011	1.625
每股净资产	4.304	4.936	5.786	6.785

资料来源：民生证券研究所

资产负债表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
货币资金	1,476	2,019	2,516	3,592
应收票据	0	0	0	0
应收账款	1,121	1,406	1,945	2,035
预付账款	115	125	189	185
其他应收款	47	50	50	50
存货	490	550	650	750
其他流动资产	0	0	0	0
流动资产合计	3,250	4,151	5,350	6,613
长期股权投资	18	28	38	48
固定资产	1,048	1,128	1,185	1,213
在建工程	292	300	300	300
无形资产	1,141	1,039	934	827
其他非流动资产	10	9	7	6
非流动资产合计	2,539	2,528	2,485	2,414
资产总计	5,788	6,679	7,835	9,027
短期借款	20	0	0	0
应付票据	606	631	984	941
应付账款	0	0	0	0
预收账款	103	328	243	435
其他应付款	210	210	210	210
应交税费	0	0	0	0
其他流动负债	338	338	338	338
流动负债合计	1,276	1,507	1,774	1,924
长期借款	0	0	0	0
其他非流动负债	45	45	45	45
非流动负债合计	48	48	48	48
负债合计	1,325	1,555	1,823	1,972
股本	979	979	979	979
资本公积	1,350	1,350	1,350	1,350
留存收益	1,367	1,884	2,503	3,336
少数股东权益	251	292	348	414
所有者权益合计	4,464	5,124	6,012	7,055
负债和股东权益合计	5,788	6,679	7,835	9,027

现金流量表				
项目 (百万元)	2010A	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	850.28	1011.30	989.39	1590.80
投资活动现金流量	(67.82)	(320.00)	(320.00)	(320.00)
筹资活动现金流量	(256.75)	(147.72)	(173.08)	(194.38)
现金及等价物净增加	523.43	543.59	496.30	1076.42

分析师与联系人简介

李平祝，北京大学药理学硕士，具有证券投资咨询执业资格。3年证券从业经验，2011年3月加入民生证券。

分析师承诺

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格和相当的专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

机构销售

销售	负责区域	电话	手机	邮箱
尹璠	北京	010-85127761	18611738655	yintang@mszq.com
郭明	北京	010-85127762	18601357268	guomingyjs@mszq.com
郭楠	北京	010-85127835	15801209146	guonan@mszq.com
韦珂嘉	北京	010-85127772	13701050353	weikejia@mszq.com
杜婵媛	北京	010-85127761	18610531518	duchanyuan@mszq.com
杨平平	北京	010-85127761	15210830789	yangpingping@mszq.com
李珊珊	北京	010-85127506	18616891195	lishanshan@mszq.com
平珂	上海	021-68885772	13818133101	pingke@mszq.com
张瑜鑫	上海	021-68885790	13810338213	zhangyuxin_jgxs@mszq.com
陈康菲	上海	021-68885792	13917175055	chenkangfei@mszq.com
朱光宇	上海	021-68885773	18601666368	zhuguangyu@mszq.com
汪萍	上海	021-68885167	13402036996	wangping@mszq.com
钟玲	上海	021-68885797	15900782242	zhongling@mszq.com
郑敏	上海	021-68885159	18701944310	zhengmin@mszq.com
王溪	上海	021-68885793	13585785630	wangxi_sh@mszq.com
蔡虹	广深	0755-22662056	18665333929	caihong@mszq.com
刘毅	广深	0755-22662101	13760348848	Liuyi_sz@mszq.com
许立平	广深	020-84228173	18601368846	xuliping@mszq.com
李潇	广深	0755-22662095	13631517757	lixiao@mszq.com
马炜炎	广深	0755-22662089	18665855545	maweiyan@mszq.com
王仪枫	广深	0755-22662093	13682556787	wangyifeng@mszq.com

民生证券研究所:

北京: 北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层; 100005

上海: 浦东新区浦东南路588号(浦发大厦)31楼F室; 518040

深圳: 深圳市福田区深南大道7888号东海国际中心A座; 200120

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10% ~ 20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10% ~ 10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5% ~ 5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

免责声明

本报告仅供民生证券有限责任公司(以下简称“本公司”)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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息,但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断,在不同时期,本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告,但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用,并不构成对客户的投资建议,并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司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。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易,亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系,并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告,则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可,任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。本公司版权所有并保留一切权利。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记,除非另有说明,均为本公司的商标、服务标识及标记。