

公司点评报告

医药行业

医药商业&化学制药

一致药业（000028）
谨慎推荐

（维持评级）

2008年12月31日

资产收购&出售：进一步步入良性发展轨道

医药行业资深分析师：丁丹

医药行业首席分析师：贺平鸽

事项：

公司今日公告四项资产收购和出售事项：1）拟将零售资产以7557.4万元的价格出售给控股股东国药控股股份有限公司或其关联企业。2）拟以3043.17万元收购国药控股南宁有限公司100%的股权。3）拟以274.2万元收购东莞市东风中医药有限公司100%股权100%股权。4）拟以10350万元的价格收购苏州万庆药业有限公司75%股权。

评论：

■ 将微利的零售业务剥离给大股东国药控股

此次出售是为了剥离零售业务给大股东国药控股，剥离出售的资产包括：1、广东一致药店；2、深圳一致药店；3、广州一致药店；4、广西一致药店（四项资产的简要情况见表1）。出售上述资产后，一致药业将不再经营药品零售业务。

2007年药品零售业务整体收入4.2亿元，净利润310万元，分别占上市公司的6.14%、2.48%（乃我们根据四项资产营收数据加总计算而得，公司公告公布的数据为收入占比4.98%、净利润占比0.05%）。我们预计2008年一致药店整体收入4~5亿元，净利润约600~700万元，净利润占比约4%。因此，剥离零售业务对公司09年的收入和净利润影响均较小，估计约影响EPS0.02元/股。

表1：一致药业药品零售资产一览

出售资产	总资产	净资产	2007年收入	2007年净利润	2008年1~3Q收入	2008年1~3Q净利润
1、广东一致药店有限公司	7,765.12	4,992.83	7,332.88	25.30	7,911.05	11.79
2、深圳市一致医药连锁有限公司	6,612.68	-2,389.08	26,437.40	185.86	20,083.12	481.20
3、广州一致药店连锁有限公司	1,385.98	-848.67	4,314.38	56.70	3,183.19	2.23
4、广西一致药店连锁有限公司	2123.53	333.11	4,092.63	42.59	3,227.67	38.86
合计	17,887.31	2,088.19	42,177.29	310.45	34,405.03	534.08

数据来源：wind，国信证券经济研究所

四项资产合计总资产17887万元，净资产总额为2088万元，（这块零售资产不但微利，且负债率非常高），而此次出售的成本法评估值为6404.80万元，收益法评估值为5140.66万元，其中仅无形资产（渠道网络价值）就增值2687

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

全球视野 本土智慧

万元，从中看出，此次资产出售给大股东，上市公司以及流通股股东毫不吃亏。出售上述资产后将为上市公司2009年带来1949.2万元的投资收益，扣除净利润损失，约增加09年EPS0.05元/股。

2007年国药控股另一上市子公司国药股份也曾将其零售业务——国大药房整体出售给国药控股。药品零售业务目前在中国基本属于不赚钱的领域，竞争异常激烈，还处于行业洗牌的起步阶段，微利的状态将要持续较长时期，因此事实上，一致药业在这之前就曾有过出售零售业务的意愿，但由于考虑品牌维护等原因一直比较犹豫。此次在大股东的主导下，将零售业务统一剥离至母公司，有利于从国控层面对这块业务进行整体规划，而在区域分销竞争中已经处于领先地位的两家子公司更专心致力于核心分销业务的开拓。

■ 收购国控南宁公司，进一步整合两广分销

国控南宁总资产为26652万元，净资产为2889.8万元，收购价3043万元，收购价相对净资产仅溢价5%。2007年国控南宁营业收入为3.28亿元，净利润为245万元，2008年1-10月营业收入为3.98亿元，净利润为192.7万元。我们预估09年南宁公司的净利润为300万元，增加上市公司EPS0.01元/股。

从现状看，国控南宁的规模或是在当地的市场份额还比较小，净利润率0.48%，盈利水平不高，但增长较快。

国药控股收购一致药业后，就致力于将新一致药业打造为国药控股南方销售平台，2006年两广整合启动，但公司管理层并未急欲进行大规模的整合，而是稳扎稳打，在先收购国控柳州公司后，公司将国控广州的优势品种对其进行支持和共享，成效明显，今年国控柳州的业绩增长估计将在50%以上。在此“试点成功”的基础上，此次收购国控南宁公司，公司将在09年迈出两广整合的更大步伐：国控南宁与同处广西的国药控股柳州有望形成联动，在一致药业两广一体化运营的大平台上，通过类似品类支持等资源优化配置，进一步提升一致药业在中国南区药业分销的市场份额。

■ 收购东莞医药分销公司获得牌照，广东二线城市拓展加深

公司积极拓展珠三角区域市场，采取“点强网通”的发展战略，收购当地中小企业的方式效率高、成本低。此次收购的东莞市东风中医药有限公司销售额和净利润均较小，主要为了获得其经营资质和在当地已有的渠道。成交金额较小，对公司资金基本不造成负担。公司未来期望在佛山、湛江等5~6个广东重点二线城市设立分、子公司，对广东分销市场进行深度拓展。

■ 收购苏州万庆，实现工业一体化

苏州万庆2007年的主营业务收入为15969万元，净利润为912万元。总资产24379.9万元，净资产4243.8万元，2008年1-10月，主营业务收入为21777万元，净利润为-2255万元，亏损的主要原因是按照审计要求进行帐务调整，补记资产减值损失，存货盘亏等共计1869万所致。

公司现有的工业板块，也即致君制药是上市公司的主要利润来源，前三季度为上市公司贡献55%的净利润。工业板块的业务增长对公司整体业绩产生重大影响。致君的原料药目前全部外购，向上游延伸产业链一直是公司的规划，特别是08以来随着原料药价格的大幅上涨，对致君的头孢制剂业务产生较大冲击，毛利率下降至10%以下。公司一直在国内寻找合适的标的，之前一些考察对象的因地域、人事安排等原因无法成型，此次苏州万庆在地点上靠近上海的国控总部，而在业务上，苏州万庆以发展原料药为主要方向，GMP认证的品种24个、批文49个。最重要的是其原料药批文，均为致君制药制剂生产需求量大的品种；其新增的几个原料批文，均为致君制药即将拿到生产批件或者即将开始申报的品种，在解决原料药成本问题的同时，对致君制药聚焦抗感染领域的产业链一体化具有重要的战略意义。

■ 步入良性发展轨道，上调盈利预测

主要考虑以下因素：1、致君制药实现一体化生产后有望提高毛利率，并在2008~2010获得15%优惠税率；2、出售零售业务获得投资收益，我们初步上调公司09年EPS至0.75元/股（原来预测为0.66元/股），上调幅度13.64%，

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

其中出售资产增加0.05元/股（增加净利润约1200万元），即，将主业的EPS上调至0.70元/股，上调幅度6.06%。对：3、收购国控南宁后对广西分销业务的整合；4、开拓东莞等广东二线市场的实质性进展——带来的收益我们暂不计算，未来可能根据实际进展情况调整相应盈利预测。

从和大股东国药控股“一买一卖”的关联交易看是桩“划算的买卖”——出售的零售资产溢价率较高，仅无形资产增值就占了出售价格的35%，而买入的国控南宁仅以净资产溢价5%。

在广东二线城市设立分、子公司，工业产业链向上游延伸……这些经营规划在今年上半年管理层都曾和投资者交流过，如今，具体举措在年内就一一实现。从中，我们看到的是一个有完整系统的经营规划、务实稳健且执行力强的管理层，我们清晰的看到以施金明总经理为核心的优秀管理团队正在将公司带入良性发展轨道，我们期待09年公司业绩的超预期增长。按我们的初步估算，08~10年EPS分别为0.53、0.75（主业0.70）、0.88元/股，同比增长23%、32%、26%，09~10年动态PE24X（主业）、19X，建议投资者积极关注并在调整的机会中介入。

其他：此次收购和出售需流出现金净额约6110万元，虽然公司的负债率较高，达到82%，但帐面上现金尚有3.8亿元，对公司整体资金压力不大。

国信证券投资评级：		
类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数20%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，股价表现优于市场指数10%-20%之间
	中性	预计6个月内，股价表现介于市场指数±10%之间
	回避	预计6个月内，股价表现弱于市场指数10%以上
行业 投资评级	推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数10%以上
	谨慎推荐	预计6个月内，行业指数表现优于市场指数5%-10%之间
	中性	预计6个月内，行业指数表现介于市场指数±5%之间
	回避	预计6个月内，行业指数表现弱于市场指数5%以上