

上市公司动态报告

医药流通业

# 未来三年保持较快增长

## 公司聚焦医药分销和医药制造业务

08年12月31日,公司公布称董事会已经做出决议,决议的内容主要包括收购国药控股南宁100%股权、收购东莞东风中药有限公司100%股权以及苏州万庆药业公司75%的股权,同时公司将全部的零售业务出售给母公司国药控股或其控股公司。这标志着公司的主要业务由药品分销、零售和工业变为药品分销和制造两大主业,同时这两块业务的竞争实力也得到了提高。

## 医药分销:外延+内生式发展

公司作为国药控股的南部战略平台,国药控股未来将把旗下中国南部的各分公司注入一致药业实现公司的外延式快速发展;同时公司的内生式发展主要包括以下三个方面原因:1.医药流通行业快速发展,2.行业竞争、政策等因素提高行业集中度,3.公司外部扩张及内部整合将提高公司盈利水平。

## 医药制造:一体化经营增强竞争实力

公司工业制造业务最主要的产品是联邦止咳露和头孢类系列抗生素,由于受到国家政策的限制,联邦止咳露未来将不会成为公司重点发展的品种,因此公司药品制造业务将来发展主要还是要看头孢类系列产品的增长。公司收购苏州万庆公司以后,头孢类抗生素产品将会实现上下游一体化生产,将大大提高公司头孢类产品的毛利率水平以及公司医药制造业务的抗风险能力。

## 盈利预测及投资评级

我们预测公司2008-2010年EPS分别为0.53元、0.74元和0.96元,目前股价对应的PE为31倍、22倍和17倍,继续给予增持投资评级。

## 预测和比率

	2007A	2008F	2009F	2010F
主营收入(百万)	6,878.31	8,302.21	10,517.98	13,484.49
主营收入增长率	20.49%	20.70%	26.69%	28.20%
EBITDA(百万)	232.00	257.52	333.09	409.35
EBITDA 增长率	35.38%	11.00%	29.35%	22.89%
净利润(百万)	124.91	152.62	214.43	275.40
净利润增长率	55.71%	22.18%	40.50%	28.43%
ROE	25.80%	26.51%	30.44%	31.67%
EPS(元)	0.43	0.53	0.74	0.96
P/E	37.33	30.59	21.77	16.95
P/B	9.64	8.11	6.63	5.37
EV/EBITDA	20.45	19.30	14.41	11.25

# 一致药业(000028)

维持

增持

周鸣杰

zhoumingjie@csc.com.cn

021-68825070

赵献兵

zhaoxianbing@csc.com.cn

021-68825012

分析日期: 2009年01月07日

当前股价: 17.13元

目标价格6个月: 20.00元

## 主要数据

### 股票价格绝对/相对市场表现(%)

	1个月	3个月	12个月
	20.1/24.1	36.2/46.4	-26.0/38.1
12月最高/最低价(元)			24.84/10.01
总股本(万股)			28,815
流通A股(万股)			23,326
总市值(亿元)			49.36
流通市值(亿元)			39.96
近3月日均成交量(万)			83.84
主要股东			
国药控股有限公司			10.00%

## 股价表现



## 相关研究报告

09.01.06

一致药业资产收购、出售点评-公司将专注药品分销和药品制造业务

## 公司聚焦医药分销和医药制造业务

2008年12月31日，公司董事会发布公告，宣布了公司三项资产收购和一项资产出售的董事会决议：

1. 公司以3043万元收购母公司控股的国药控股南宁100%的股权；
2. 公司以274万元收购东莞市东风中医药有限公司100%股权；
3. 以10350万元收购苏州万庆药业75%的股权；
4. 公司以7557万元将所有的零售业务转让给母公司国药控股或其关联企业。

表1：一致药业资产收购、出售情况表

收购资产	收购价格	净资产	07年收入	07年净利润	08年1-10月收入	08年1-10月净利润
国控南宁	3043万元	2890万元	32781万元	245万元	39803万元	193万元
东莞东风	274万元	275万元	231万元	3万元	630万元	-10万元
苏州万庆	10350万元	4244万元	15969万元	912万元	21777万元	-1938万元
出售资产	收购价格	净资产	07年收入	07年净利润	08年1-9月收入	08年1-9月净利润
零售资产	7557万元	2088万元	34230万元	310万元	34405万元	534万元

资料来源：公司公告 中信建投证券研究所

东莞东风08年收入及净利润指1-9月份数据

零售业务在公司净利润中所占比重较小，出售该项业务并不会对公司未来的净利润产生重大的影响。出售该项业务还能规避医改对药品零售业带来的风险因素，增强公司盈利的确定性。

公司收购国药控股南宁公司后，将会完全拥有国药控股在广西的所有医药分销资产；收购东莞东风中医药公司标志着公司开始向珠三角地区的二级城市布点，公司将自身的品种和品牌优势与该公司在当地的牌照以及渠道资源相结合，逐步开拓公司在东莞药品分销领域的市场份额，公司同时也在其他二级城市积极开拓新的增长点；公司收购苏州万庆公司主要是看中该公司在头孢类品种原料药方面与致君制药之间的互补性，公司收购该公司以后将能够实现头孢类品种上下游一体化的布局，提高医药工业的竞争实力与抗风险能力。

总体来看，公司此次收购、出售资产后，公司的主要业务由药品分销、零售和工业变为药品分销和制造两大主业，同时这两块业务的竞争实力也得到了提高。

## 医药分销：外延+内生式发展

### 外延式发展：

公司的大股东国药控股公司是目前国内最大的医药分销企业，目前国药控股的业务遍布全国各地，几乎每个医药商业较发达的地区均有该公司的子公司。2005年国药控股入主一致药业以后，提出将一致药业打造成国药控股南部医药商业资产的整体平台，并先后将国药控股广州公司（包括旗下的国药控股柳州以及国药控股广东新龙公司）注入一致药业。近期，国药控股又将国控南宁公司100%的股权转让给一致药业，一致药业已经全面接管了国药控股在两广地区（广东、广西）所有的医药商业资产。

目前国药控股在尚未注入一致药业南部资产包括国药控股湖北、湖南以及西南地区的分公司及子公司，我们认为国控南部各子公司和分公司存在较大的注入可能。

表 2：国药控股公司南部地区分公司及子公司 2006 年营业收入

公司名称	2006 年营业收入
国药控股湖南公司	2.3 亿元
国药控股西南公司	1 亿元
国药控股湖北新龙公司	15 亿元
国药控股湖北公司	5 亿元

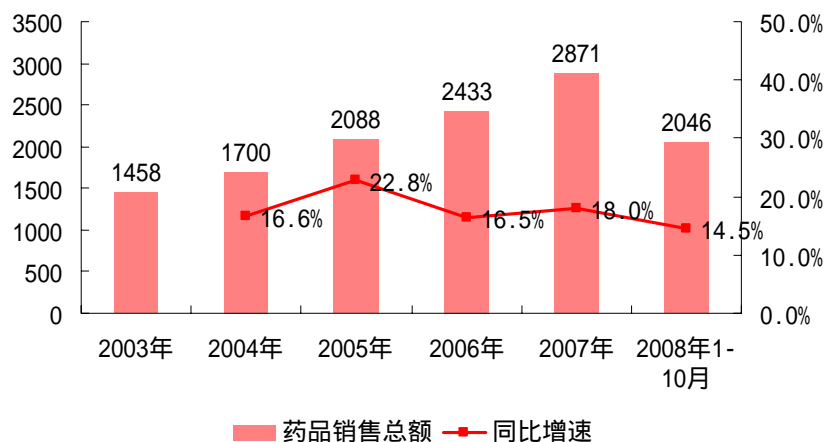
资料来源：国药控股网站 中信建投证券研究所

### 内生式发展：

#### 1. 医药流通行业发展迅速：

近年来，受到我国药品消费快速增长的带动，我国医药商业药品销售总额保持了快速稳步的发展。2003年我国医药商业药品类销售额为 1458 亿元，2007 年的销售额为 2871 亿元。2003-2007 年五年期间国内医药商业药品销售额年复合增长率为 18.5%。2008 年 1-10 月，我国药品销售收入达到 2046 亿元，同比增长 14.5%。

图 1：2003-2008 年 1-10 月全国医药商业药品类销售额及同比增长率（单位：亿元）

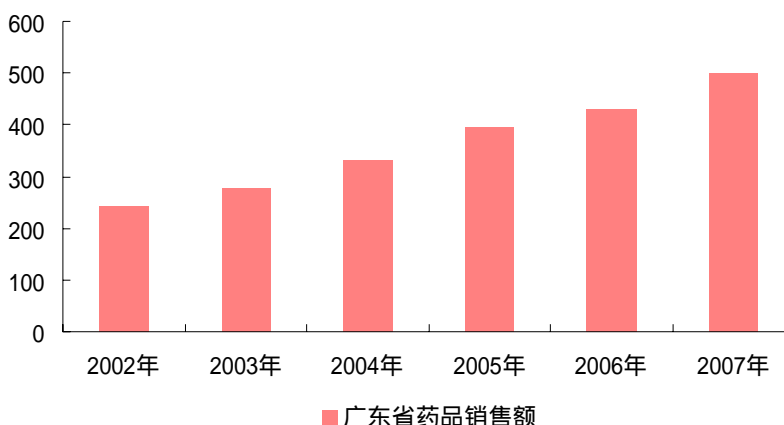


资料来源：医药商业协会 中信建投证券研究所

随着我国人民收入水平的不断提高，老百姓的健康意识也迅速提高，同时我国将在 2010 年实现全民医保，我们预计我国药品消费的总金额仍将在未来三年内保持 15% 左右的增速，这意味着我国医药商业销售额，特别是药品分销额将为未来三年内维持 15% 左右的年复合增长率。

目前公司的主要业务来自广东和广西两个省，广东省珠三角地区作为我国经济发达的地区，区域内的药品消费额增速大于全国平均水平。

图 2：2002-2007 年广东省医药商业销售额变化 单位：亿元



资料来源：医药商业协会 中信建投证券研究所

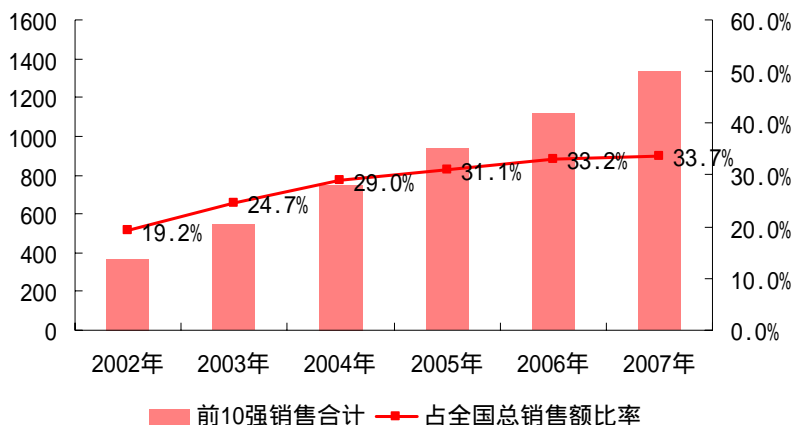
## 2. 竞争、政策等因素促进行业集中度提升：

随着我国医药商业规模的不断扩大，行业发展的已经达到了集中度不断提升的阶段。据统计，2007 我国销售额在 2000 万元以上的医药商业企业约有 600 多家，这些企业的销售额占全国总销售额的 86.3%。2007 年，医药流通百强企业销售总额达 2734 亿元，占同期全国销售总额的 67.91% 左右，比 2006 年约提高 0.03 个百分点；前 20 家企业销售总额达 1704.56 亿元，占全国销售总额的 42.33%，比 2006 年提高 0.08 个百分点；中国最大的 3 家医药批发企业销售总额达 773.37 亿元，占医药商业市场销售总额的 19.21%，比 2006 年提高 0.26 个百分点。

目前我国医药商业企业呈现的竞争格局是全国性医药商业龙头公司与区域性龙头公司瓜分市场的格局，全国性的商业龙头公司是指国药控股和九州通，而地区性的商业龙头公司包括上海地区的上海医药、南京地区的南京医药、浙江的华东医药、广东的广州市医药商业公司以及北京地区的北京市医药商业公司公司等。

更小规模的医药商业公司往往是在更小的地区或者二级城市拥有一定的竞争优势，但这类医药商业公司由于本身规模较小，正在面临来自全国性龙头和区域性龙头公司的巨大挑战。未来的发展趋势是这类医药商业公司将会被淘汰或者收购，他们的市场份额将被全国性龙头公司或者区域性龙头公司所取代。

图 3：2002-2007 年医药商业前 10 强规模及市场集中度 单位：亿元



资料来源：医药商业协会 中信建投证券研究所

目前在广东省的排名靠前的医药商业公司依次是广州市医药商业公司、国药控股广州公司以及广东九州通公司，2007 年这三家公司合计在广东的市场占有率在 32% 左右。

表 3：广东省医药商业公司排名及其市场占有率

公司	2007 年销售额 (亿元)	市场占有率
广州市医药商业公司	93.6	18.7%
国药控股广州公司	49.1	9.8%
广东九州通公司	17.6	3.5%
合计	160.3	32%

资料来源：医药商业协会 中信建投证券研究所

广东九州通的主要市场在社区及农村市场，与广州市医药商业公司和国药控股广州公司不构成直接竞争。与广州市医药商业公司相比，国药控股广州公司的主要优势在于大股东的背景带来品种和品牌的优势。

目前广州市医药商业公司和国药控股的主要业务仍然集中在珠三角地区的大城市，二线城市的市场占有率仍然非常低。一致药业此次收购东莞市东风中医药公司，主要是看重了东莞市场的医药分销份额。目前，东莞市医药分销行业排名第一的企业年销售额达到十多亿元，而一致药业在当地还没有形成规模销售，一致药业对东莞东风中医药的定位是争取进入东莞市前三名。同时，公司还将在珠三角其他城市进行拓展，提高公司在广东省二级城市的市场占有率。

一级城市医院的用药量放量以及二级城市市场的开拓将成为公司未来医药商业分销增长的主要动力。

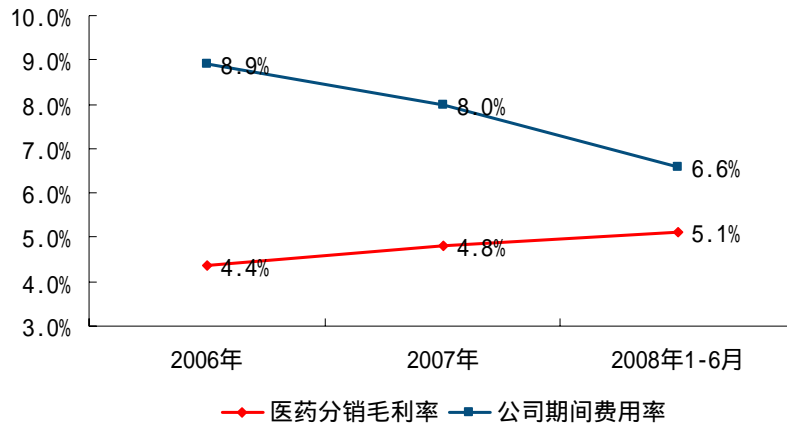
### 3. 规模扩张和内部整合提高公司运营效率：

公司在规模扩张的同时，也在不断提升公司内部运营效率，其整合效应包括两个方面：

第一，规模的扩张将使公司的费用率进一步的下降；

第二，公司分销的产品数量的增加，公司对医药企业的话语权大大加强，使公司可以拿到更低进货价格，提高公司分销业务的毛利率水平。

图 4：2006-2008 年 1-6 月一致药业医药分销毛利率及期间费用率变化



资料来源：医药商业协会 中信建投证券研究所

## 医药制造：一体化经营增强竞争实力

公司工业制造业务最主要的产品是联邦止咳露和头孢类系列抗生素，由于受到国家政策的限制，联邦止咳露未来将不会成为公司重点发展的品种，因此公司药品制造业务将来发展主要还是要看头孢类系列产品的增长。

公司的头孢类产品在规模迅速扩张的同时，毛利率水平出现了非常明显的下降。

图 5：一致药业头孢类抗生素销售收入及毛利率变化

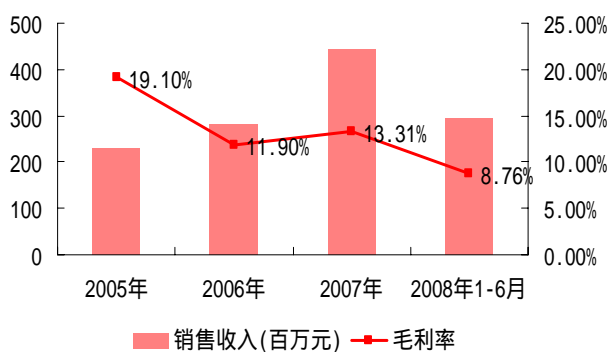
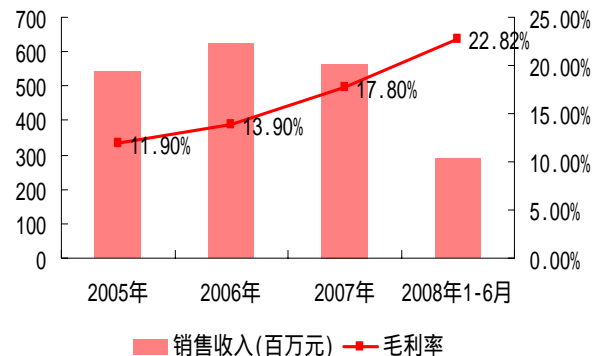


图 6：华北制药头孢类抗生素销售收入及毛利率变化

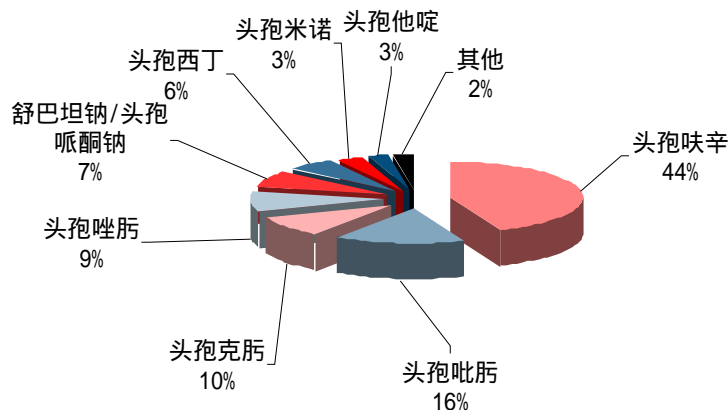


资料来源：公司年报 中信建投证券研究所

面临同样行业困境的其他上市公司，在这种不利的情况下仍然保持了较高的毛利率水平。目前，公司头孢类产品的主要原料头孢原料药基本都是来自外部采购，导致公司在原材料成本上升的情况下风险抵御能力较弱。

公司本次收购苏州万庆药业，主要看重了该公司在头孢类原料药方面的优势，该公司将为致君制药提供头孢制剂所需的原料药。

图 7：致君制药 2007 年医院销售品种构成



资料来源：中信建投证券研究所

苏州万庆目前拥有致君制药主要产品的原料药批文，将为公司提供大部分头孢制剂所需的原料药。公司成为一体化公司以后，将大大提高公司头孢类产品的毛利率水平以及公司的抗风险能力。

表 4：苏州万庆主要原料药品种批文情况

苏州万庆原料药品种	批文号
头孢孟多酯钠	国药准字 H20083192
头孢硫脒	国药准字 H20067426
头孢西丁钠	国药准字 H20065783
头孢克洛	国药准字 H20059662
头孢呋辛钠	国药准字 H20059659
头孢尼西钠	国药准字 H20057789
头孢哌酮钠	国药准字 H20057366
硫酸头孢匹罗	国药准字 H20051280
头孢米诺钠	国药准字 H20053275
头孢克肟	国药准字 H20041527
头孢他啶	国药准字 H20044914
头孢噻肟钠	国药准字 H20046535

资料来源：国家食品药品监督管理局 中信建投证券研究所（红色代表致君制药主要制剂品种重合的原料药品种）

## 盈利预测及估值

我们预计公司医药分销收入在行业高增长和市场集中度提高的背景下，2008年-2010年的营业收入将会实现20%、30%和30%的增长速度；公司医药工业板块中联邦止咳露由于受到外部不利环境的影响，2008-2010年的销售收入将会略有收缩，头孢类产品2009年加上合并的苏州万庆的收入将会实现较大幅度的增长，头孢类产品在实现上下游一体化后，其产品的毛利率水平也将有所提升，恢复到14%的水平。

我们预测公司2008-2010年EPS分别为0.53元、0.74元和0.96元，目前股价对应的PE为31倍、22倍和17倍，继续给予增持投资评级。

名称	2007	2008E	2009E	2010E
<b>医药分销</b>				
营业收入	6,752.37	8,102.84	10,533.70	13,693.81
毛利率	4.82%	5.20%	5.10%	5.10%
<b>医药零售</b>				
营业收入	327.35	425.56	0.00	0.00
毛利率	24.16%	23.00%	23.00%	23.00%
<b>医药工业</b>				
联邦止咳露				
营业收入	228.98	183.20	170.00	160.00
毛利率	84.42%	85.00%	85.00%	85.00%
头孢系列产品				
营业收入	443.61	665.42	1,204.77	1,445.72
毛利率	13.31%	9.00%	14.00%	15.00%
<b>其他业务</b>				
营业收入	126.57	132.90	139.54	146.52
毛利率	25.53%	25.00%	25.00%	25.00%
<b>内部抵消</b>	1038.81	1,253.86	1,588.50	2,036.52
<b>主要产品收入合计(百万元)</b>	<b>6,840.07</b>	<b>8,256.06</b>	<b>10,459.51</b>	<b>13,409.53</b>
<b>毛利率</b>	<b>10.28%</b>	<b>9.30%</b>	<b>8.46%</b>	<b>8.11%</b>

资料来源：中信建投证券研究所

## 风险分析

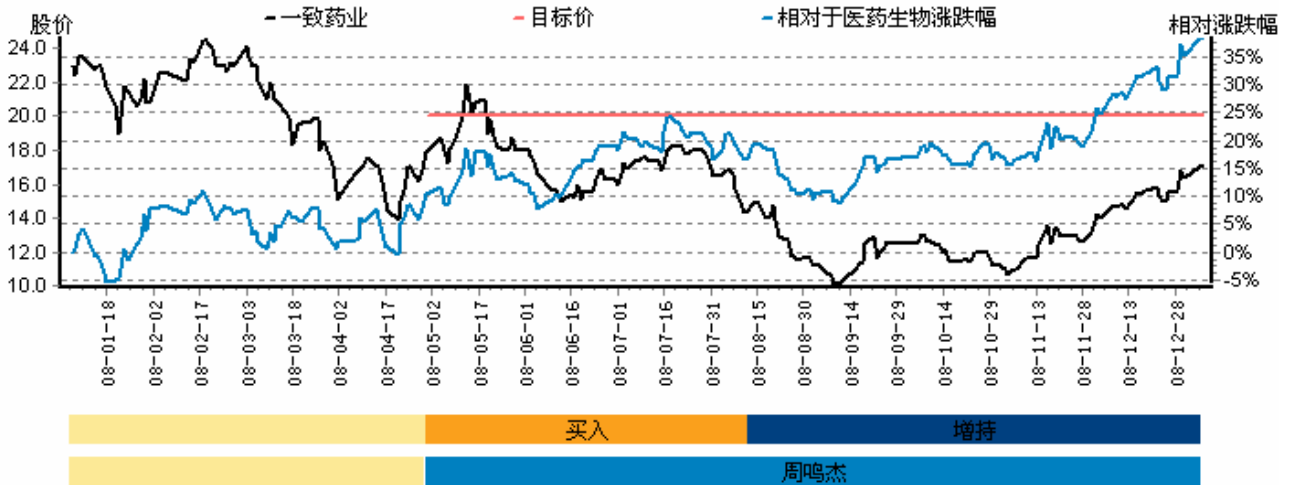
头孢类抗生素产品在医院“大处方”中所占比例较高，国家医疗机构改革治理医疗机构中“以药养医”，预计会对“大处方”中的药品销售量产生不利影响；

基本药品制度中的药品将会指定配送机构，但配送的费用率由政府机构指定，政府给定配送的费率可能较低，可能会降低公司药品分销的毛利率水平。

## 报表预测

利润表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	6,878.31	8,302.21	10,517.98	13,484.49
营业成本	6,171.20	7,529.86	9,627.76	12,390.53
营业费用	331.53	340.39	357.61	431.50
管理费用	188.97	207.56	252.43	283.17
财务费用	29.87	20.30	23.63	21.25
投资收益	34.09	13.00	35.42	18.00
营业利润	169.33	202.16	273.04	351.75
利润总额	191.05	214.16	283.04	361.75
所得税	52.33	53.54	56.61	72.35
净利润	138.72	160.62	226.43	289.40
归属母公司所有者的净利润	124.91	152.62	214.43	275.40
NOPLAT	144.63	166.85	237.33	298.40
资产负债表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
货币资金	254.83	249.07	315.54	404.53
交易性金融资产	0.00	0.00	0.00	0.00
应收帐款	1,286.65	1,478.48	1,786.62	2,216.63
预付款项	54.12	129.42	225.70	349.60
存货	574.32	618.89	738.57	882.61
流动资产合计	2,369.74	2,629.11	3,260.58	4,102.30
非流动资产	536.35	694.41	657.98	621.64
资产总计	2,906.09	3,323.52	3,918.56	4,723.94
短期借款	254.40	313.22	340.45	213.30
应付帐款	1,054.61	1,340.93	1,714.53	2,206.53
预收款项	15.67	23.97	34.49	47.97
流动负债合计	2,271.82	2,595.47	3,029.85	3,635.98
非流动负债	116.69	111.81	131.81	151.81
少数股东权益	33.46	41.46	53.46	67.46
母公司股东权益	484.11	575.69	704.35	869.59
净营运资本	97.92	33.65	230.73	466.32
投入资本IC	500.39	657.03	628.44	611.54
现金流量表 (百万元)	2007A	2008E	2009E	2010E
净利润	138.72	160.62	226.43	289.40
折旧摊销	32.81	0.00	36.43	36.35
净营运资金增加	23.71	(64.27)	197.09	235.59
经营活动产生现金流	87.70	49.83	243.23	309.56
投资活动产生现金流	(13.35)	(190.19)	35.42	18.00
融资活动产生现金流	(25.93)	134.59	(212.17)	(238.56)
现金净增(减)	48.42	(5.77)	66.47	89.00

附:



## 评级说明

以上证指数或者深证综指的涨跌幅为基准。

买入：未来 12 个月内相对超出市场表现 15% 以上；

增持：未来 12 个月内相对超出市场表现 5—15%；

中性：未来 12 个月内相对市场表现在-5—5%之间；

减持：未来 12 个月内相对弱于市场表现 5—15%；

卖出：未来 12 个月内相对弱于市场表现 15% 以上。

## 重要声明

本报告的信息均来源于我公司认为可信的公开资料，但我公司及研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更，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，可能会随时调整。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成投资者在投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保，投资者据此做出的任何决策与本公司和作者无关。在法律允许的情况下，我公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或类似的金融服务。本报告版权仅为我公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，须注明出处为中信建投证券研究发展部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

本文作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告清晰地反映了作者的研究观点。本文作者不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

## 中信建投精神

### 我们的精神 理念 追求

珍视客户利益，珍视公司利益，珍惜个人荣誉  
追求卓越的职业水准，追求最佳分析师的境界  
强调创新意识的培养，强调前瞻性的研究与判断  
注重研究、沟通、推介能力的全面发展  
发扬敬业精神，发扬团队精神

## 关于中信建投 证券研究发展部

第一家与基金管理公司签约的证券研究机构  
第一家与保险公司签约的证券研究机构  
第一批与全国社会保障基金理事会签约的证券研究机构  
第一批拥有博士后科研工作站的证券研究机构  
2004 和 2006 年宏观经济预测所有机构第一名  
2003-2006 年连续四年证券研究机构宏观经济预测第一名  
2003 年投资组合收益率为 47.91%，超越上证综合指数 37 个百分点  
2004 年华夏 50 组合收益率为 3.56%，超越上证综合指数 13 个百分点  
2005 年华夏 19 组合收益率为 8.98%，超越上证综合指数 16.32 个百分点  
2006 年中信建投 Top30 组合收益率为 180%，超越上证综合指数 50 个百分点  
周鸣杰 医药行业分析师 上海交通大学博士

## 作者简介

### 地址

赵献兵 经济学硕士 高级经济师	副总分析师 P.Chem.组负责人
北京 中信建投证券研究发展部	上海 中信建投证券研究发展部
中国 北京 100010	中国 上海 200120
朝内大街 188 号 4 楼	世纪大道 201 号渣打银行大厦 601 室
电话：(8610) 8513-0588	电话：(8621) 6880-5588
传真：(8610) 6518-0322	传真：(8621) 6880-5010