

一致药业(000028)

内部外部整合并进，工业商业业务齐飞

一致药业研究报告

倪文昊 易镜明
 0755-82485002 021-38676779
 niwenhao@126.com yijingming@gtjas.com

本报告导读：

- 公司内外部整合进展顺利，价值链一体化措施将发挥重要作用；
- 医药商业、医药工业两个业务单元增长趋势皆明确。

投资要点：

- 一致药业主营业务主要包括两部分：医药批发占主营销售收入的 70%，利润占比 50%以上；医药工业销售占比 10%，利润占比 30%左右；此外，公司将药品零售业务全部出售，2009 年将贡献 1949 万投资收益，增厚 EPS0.05 元；
- 医药商业（批发、零售）：公司出售零售资产后，进一步聚焦批发业务，国控南宁的注入，代表历时 3 年的两广业务整合取得阶段性成功，下一步广东省内的二级城市将成为公司扩大市场份额的主战场；预计商业销售收入、毛利润 3 年复合增长率分别为：21.2%、24.4%；
- 医药工业：联邦止咳露 2008 年销售收入延续下滑趋势，预计 2009 年将逐渐平稳，但替代产品发挥作用尚需时日；头孢类产品将通过产业链上游整合（通过收购万庆药业实现），提高高附加值口服制剂占比，提高高利润率“小头孢”销售占比 3 个途径，提高整体利润水平；预计工业业务单元销售收入、毛利润 3 年复合增长率分别为：31.8%、22.8%；
- 公司目前资产负债率畸高（超过 80%），这主要是因为近几年为公司积极对外扩张时期，跑马圈地式的投资性资金支出较多，而经营性的流动资金贷款并不多，仍是一个不断创造经营性现金流的企业。2009 -2010 年公司优化资源的配比，强化资金的管理，减少内部关联交易造成的资金沉淀，但预计短期内资产负债率难以有明显改善；
- 预计，一致药业销售收入、净利润 08-10 年复合增长率分别为：18.6%、30.5%，这一稳定增长水平，在当前这个高度不确定性市场中比较稀缺；
- 预计，08-10 年公司 EPS 分别为 0.54 元、0.77 元（剔除非经常性损益为 0.72 元）、0.96 元，对应动态 PE：33.3 倍、23.4 倍（25.1 倍）、18.8 倍；维持“谨慎增持”评级，目标价 19.85 元。

财务摘要（百万元）	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
营业收入	5709	6878	8021	9561	11469
(+/-)%	249.04%	20.49%	16.62%	19.20%	19.95%
经营利润（EBIT）	140	199	265	361	438
(+/-)%	249.91%	41.84%	32.99%	36.23%	21.30%
净利润	80	125	156	223	277
(+/-)%	124.31%	55.71%	25.17%	42.60%	24.36%
每股净收益（元）	0.28	0.43	0.54	0.77	0.96
每股股利（元）	0.09	0.00	0.10	0.10	0.15

利润率和估值指标	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
经营利润率（%）	2.46%	2.90%	3.30%	3.77%	3.82%
净资产收益率（%）	17.92%	25.80%	24.41%	26.71%	25.60%
投入资本回报率（%）	11.86%	18.22%	14.94%	19.70%	18.89%
EV/EBITDA	30.04	22.11	16.59	12.48	10.42
市盈率	64.98	41.73	33.34	23.38	18.80
股息率（%）	0.50%	0.00%	0.55%	0.55%	0.83%

评级：谨慎增持
 上次评级：谨慎增持
 目标价格：¥19.85
 上次预测：¥19.95
 当前价格：¥18.09
 2009.02.18

交易数据

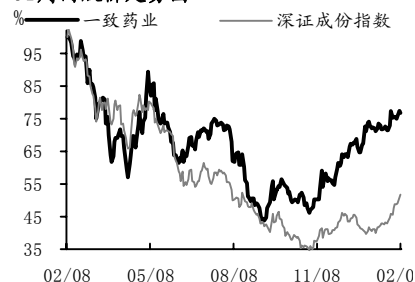
52 周内股价区间（元）	10.01 ~ 24.84
总市值（百万元）	5,213
总股本/流通 A 股（百万股）	288/204
流通 B 股/H 股	55/0
流通股比例	0.71
日均成交量（百万股）	1.0
日均成交值（百万元）	17.7

资产负债表摘要（12/08）

股东权益（百万元）	693.13
每股净资产	2.41
市净率	7.5
净负债率	446.8%

EPS（元）	2007A	2008E
Q1	0.09	0.13
Q2	0.12	0.13
Q3	0.15	0.15
Q4	0.07	0.13
全年	0.43	0.54

52周内股价走势图



模型更新时间: 2009.02.18

股票研究

批零贸易业

医药商业

一致药业(000028)

评级: 谨慎增持

上次评级: 谨慎增持

目标价格: ¥ 19.85

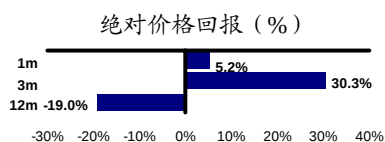
上次预测: ¥ 19.95

当前价格: ¥ 18.09

公司网址:

www.szaccord.com.cn

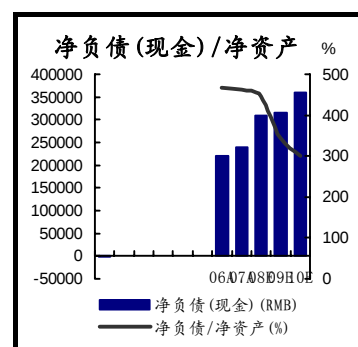
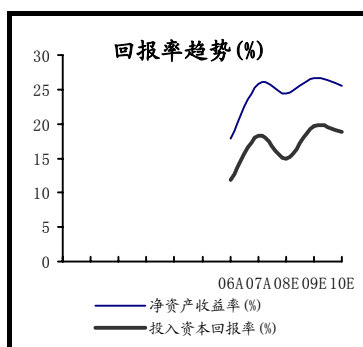
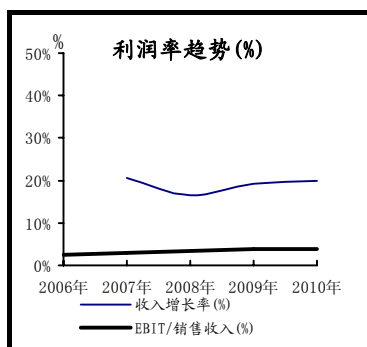
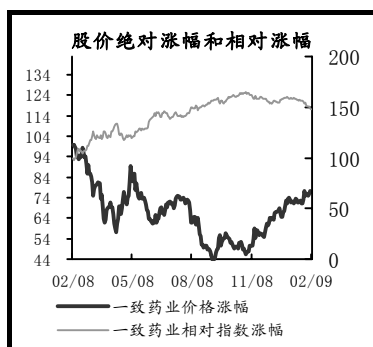
.



52 周价格范围 10.01~24.84
市值 (百万) 5,213

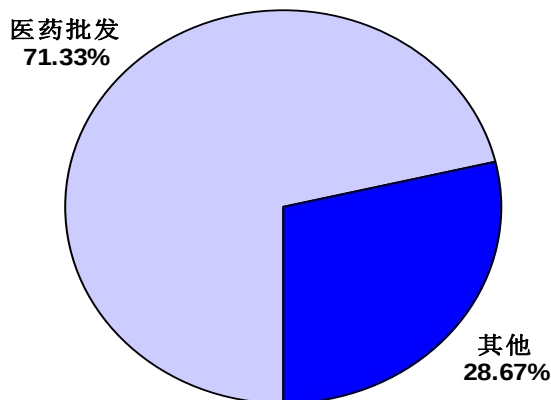
财务预测 (单位: 百万元)

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
损益表					
营业收入	5709	6878	8021	9561	11469
营业成本	5091	6171	7252	8643	10310
税金及附加	10	12	13	15	19
营业费用	300	332	279	327	407
管理费用	166	189	219	246	307
EBIT	140	199	265	361	438
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	7	34	15	40	25
财务费用	23	30	47	38	29
营业利润	118	169	218	323	409
所得税	31	52	56	71	90
少数股东损益	5	14	19	26	37
净利润	80	125	156	223	277
资产负债表					
货币资金、交易性金融	205	255	630	470	664
其他流动资产	1900	2115	2609	2975	3523
长期投资	109	57	64	69	74
固定资产合计	526	483	470	515	488
无形及其他资产	48	53	81	105	125
资产合计	2679	2906	3790	4065	4799
流动负债	2083	2272	2942	2984	3422
长期负债	124	117	155	167	178
股东权益	473	518	693	913	1199
投入资本(IC)	624	789	943	1117	1270
现金流量表					
NOPLAT	103	155	203	261	306
折旧与摊销	33	37	49	57	63
流动资金增量	-95	75	199	163	304
资本支出	209	-63	25	79	20
自由现金流	22	179	29	76	46
经营现金流	-29	224	127	240	272
投资现金流	-270	77	-41	-79	-30
融资现金流	351	-128	289	-322	-48
现金流净增加额	52	173	375	-161	194
财务指标					
成长性					
收入增长率	249.04	20.49%	16.62%	19.20%	19.95%
EBIT 增长率	249.91	41.84%	32.99%	36.23%	21.30%
净利润增长率	124.31	55.71%	25.17%	42.60%	24.36%
利润率					
毛利率	10.83%	10.28%	9.59%	9.61%	10.10%
EBIT 率	2.46%	2.90%	3.30%	3.77%	3.82%
净利润率	1.41%	1.82%	1.95%	2.33%	2.42%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.92%	25.80%	24.41%	26.71%	25.60%
总资产收益率(ROA)	2.99%	4.30%	4.13%	5.49%	5.78%
投入资本回报率	11.86%	18.22%	14.94%	19.70%	18.89%
运营能力					
存货周转天数	25	31	31	29	29
应收账款周转天数	47	64	65	65	63
总资产周转天数	169	152	170	153	151
净利润现金含量	-0.37	1.79	0.81	1.08	0.98
资本支出/收入	0.04	-	0.00	0.01	0.00
偿债能力					
资产负债率	82.35%	82.19%	81.71%	77.53%	75.02%
净负债率	466.55	461.48	446.84	345.03	300.26
估值比率					
PE	64.98	41.73	33.34	23.38	18.80
PB	11.64	10.77	8.14	6.25	4.81
EV/EBITDA	30.04	22.11	16.59	12.48	10.42
P/S	0.91	0.76	0.65	0.55	0.45
股息率	0.50%	0.00%	0.55%	0.55%	0.83%



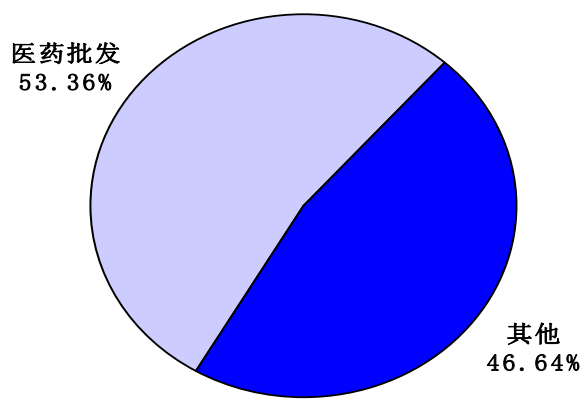
1. 医药商业：进一步聚焦批发业务，两广整合取得阶段性成功

图1. 2008年上半年公司批发业务占销售收入比例



数据来源：wind、国泰君安证券研究所

图2. 2008年上半年公司批发业务占销售利润比例



数据来源：wind、国泰君安证券研究所

表1. 公司医药商业业务单元收入、毛利预测（单位：百万元、%）

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
医药批发	收入	6439.38	6752.37	8079	10058	12020
	增幅	280.58%	4.86%	19.65%	24.50%	19.50%
	毛利	280.63	325.15	398	518	625
	增幅	314.58%	15.86%	22.50%	30.06%	20.66%
	毛利率	4.36%	4.82%	4.93%	5.15%	5.20%
医药零售业	收入	311.18	327.35	402		
	增幅	40.63%	5.20%	22.80%		
	毛利	68.99	79.09	90		
	增幅	49.91%	14.64%	14.36%		
	毛利率	22.17%	24.16%	22.50%		

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

1.1. 出售全部零售资产，2009年将带来近2000万投资收益

表2. 公司零售资产简况（单位：万元）

药店名称	20080930		2007A			2008Q1-Q3		
	总资产	净资产	收入	利润总额	净利润	收入	利润总额	净利润
广东一致药店	7765	4993	7333	29.77	25.3	7911	-11.45	11.79
深圳一致药店	6613	-2389	26437	284.11	185.86	20083	664.91	481.2
广州一致药店	1386	-849	4314	60.46	56.7	3183	2.23	2.23
广西一致药店	2124	333	4093	51.69	42.59	3228	45.99	38.86

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

2009 年因出售零售资产，公司将获 1949.2 万元投资收益，一次性增厚 EPS0.05 元左右。

一致药业以 7557.4 万元的价格，将旗下全部零售资产出售给公司大股东国药控股，我们认为，这一举措有望达成双赢的效果。

公司旗下零售资产主要包括两块，分别是：广东一致药店有限公司（包含深圳一致医药连锁有限公司 90%股权和广州一致药店连锁有限公司 100%股权），和广西一致药店连锁有限公司。共有门店 285 家，其中直营 206 家，规模在竞争激烈的广深地区处于中上水平。

2008 年上半年，公司零售业务实现销售收入 2.26 亿元，同比增长 31.4%；实现销售毛利 4817 万元，同比增长 14%，净利润贡献微薄。回顾 2007 年，公司零售业务销售收入占公司主营业务收入的 5%，但净利润贡献仅为万分之五，不足 10 万元。由于 2008 年零售业务毛利率并没有明显提升，预计即使通过压缩费用等方式，其净利润贡献也很难超过 100 万元。

一致药业大股东国药控股对于零售资产较为重视，经营目标设定为：未来几年将门店扩展到 2000 家，销售收入达到 25 亿元，规模位居国内前三名。目前，国控北区零售资产——国大药房门店数量为 525 家，其向一致药业购买零售资产，有利于集团南北区零售资产的整合，加快发展速度。

2009 年，因出售零售资产，一致药业将获得 1949.2 万元投资收益，一次性增厚 EPS0.05 元左右。

1.2. 注入国控南宁资产，代表两广整合取得阶段性成功

表3. 国控南宁简况（单位：万元、%）

国控南宁	2007A	2008 前 10 月	2008E	增幅
销售收入	32781	39803	48500	47.95%
利润总额	289	191	300	3.81%
净利润	245	193	275	12.24%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

公司以 3043.17 万元的价格（基本相当于净资产价值），从大股东手中收购国控南宁 100%股权。截至 2008 年 10 月 31 日，国控南宁总资产 26652 万元，净资产 2890 万元，员工 258 人。

自国药控股重组一致药业，注入两广医药商业资产后，国控南宁虽没有一并注入，但一直由国控广州托管。整合初期，该公司之所以与国控柳州的处置模式不同，主要是因为国控南宁经营状况较差，各项指标与两广其他子公司相差较大，当时约定，只有当其经过整合改善达到国控及一致的要求后，才会注入上市公司。

我们认为，一致药业正式将国控南宁纳入旗下，标志着公司历时 3 年多的两广整合工作取得了阶段性的成功，未来将更好地发挥不同地区间医药批发业务的协同效应。这与公司单纯获得一块相对廉价的资产相比，更具有战略性的意义。

目前，国控南宁批发业务已经覆盖广西 360 家挂网医院，覆盖率达到 93.5%。预计，2009 年其在南宁市的药品分销份额将超过南宁市医药公司，跃居当地第一位；市外市场份额同样获得领先地位；计划覆盖第三终端 1540 个；并成为广西最大疫苗分销商。

未来 3 年，国控南宁将继续保持销售收入快速增长趋势，复合增长率有望超过 30%，伴随母公司区域独家代理品种的引进，及议价能力的加强，其销售利润率将持续提高。

1.3. 收购东莞医药商业资产，广东二线城市拓展终于迈出关键一步

表4. 东莞东风中医药公司简况（单位：万元）

	2005A	2006A	2007A	2008Q1-Q3
总资产	60	64	68	339
净资产	55	55	57	275
主营收入	175	181	231	630
营业利润	5	4	8	1
净利润	3	0	3	-10

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

公司以 274.2 万元的价格（基本相当于净资产价值）收购东莞东风中医药公司 100% 股权，截至 2008 年 9 月 30 日，该公司总资产 339 万元，净资产 275 万元。

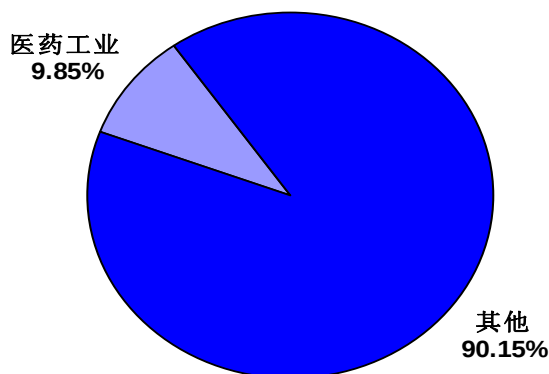
积极谋求扩大在广东二线城市市场份额，一直是公司外部扩张的重要策略，而以不足 300 万的代价，即获得东莞这一重要区域的药品经营资质，我们认为是十分划算的。与此同时，国药控股佛山公司有限公司也开始正式运营（2008 年 11 月），2009 年公司还将在汕头、中山、湛江几个城市设立子公司，并建立三家物流配送站。届时，广东省内二线城市销售网络将基本成型。

公司在广东省内的医院纯销业务目标非常明确：目前公司在广州市纯销市场占比超过 20%，近期目标为达到 1/3；在深圳纯销市场占比为 47%，近期目标为超过 50%；在两个城市以外的广东纯销市场占比，目标为达到 15%。

目前，就二线城市来看，公司仅在湛江和梅州取得了市场占有率第一的位置，广深以外的广东市场拓展空间仍十分巨大，未来几年公司批发业务的增量部分，二线城市将占最大的比重。

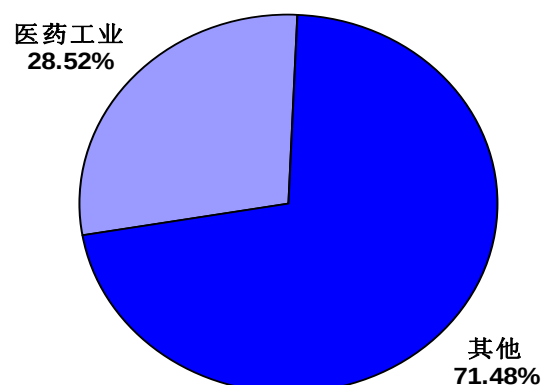
2. 医药工业：理顺产品线，产业链整合将在 2010 年发挥作用

图3. 2008 年上半年公司医药工业占销售收入比例



数据来源：wind、国泰君安证券研究所

图4. 2008 年上半年公司医药占销售利润比例



数据来源：wind、国泰君安证券研究所

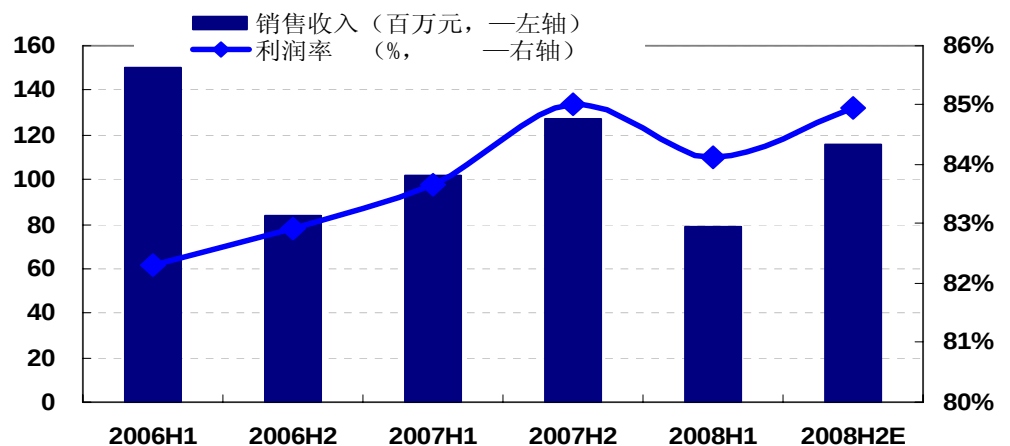
2.1. 联邦止咳露：下滑趋势仍在继续，替代产品发挥作用尚需时日

表5. 联邦止咳露销售收入、毛利预测（单位：百万元、%）

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
联邦止咳露	收入	234.1	228.98	195	190	185
	增幅	-3.66%	-2.19%	-14.84%	-2.56%	-2.63%
	毛利	193.2	193.29	165	162	157
	增幅	-1.76%	0.05%	-14.75%	-1.99%	-2.63%
	毛利率	82.53%	84.41%	84.50%	85.00%	85.00%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

图5. 联邦止咳露销售收入与毛利率变化趋势（单位：百万元、%）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

2008年，公司重要产品联邦止咳露（复方磷酸可待因口服溶液）继续延续了伴随销售利润率上升的同时，销售收入不断下滑的不良趋势。上半年，该产品销售收入为7907万元，毛利率达到了84.13%。

我们预计，2008年下半年该产品销售收入将有所增长，但综合全年情况来看，仍将出现15%左右的下滑，这将对公司医药工业业务单元利润增长带来明显的负面影响（见表11）。

联邦止咳露之所以屡屡出现销售下滑情况，除了因为成瘾性问题，而受到国家严格监管导致销售扩张受阻外，还有一大重要原因就是：其所属的磷酸可待因类产品，已经步入成熟期，近几年受到了无成瘾性的氢溴酸右美沙芬产品强烈挑战。据南方医药经济研究所统计，受上述因素影响，磷酸可待因类产品在镇咳药领域的市场份额已经由2005年的35%左右，下降到了2007年的22.4%。

我们认为，在如此不利的市场背景下，联邦止咳露仍能取得2亿元左右的销售收入已实属不易，这说明了其品牌价值巨大，产品仍具有较强的生命力。总体上我们预计，未来几年公司该产品仍将不可避免地呈现持续平缓下滑的态势（见表5）。

为了弥补联邦止咳露下滑带来的不利影响，公司07年推出了新产品联立克（愈酚伪麻待因口服溶液），该产品同样为口服溶液剂，由于添加了愈创木酚甘油醚，可以抑制连续服用造成的成瘾性，此外该成分还具有祛痰的作用。目前，该新产品主要在医院渠道销售，采取“学术推广影响医生处方，进而带动OTC渠道销售”的策略，预计2009年销售有望突破2000万。

此外，公司还在进行口服液缓释制剂的研究，该技术平台构建成功后，将在多个产品领域发挥重要的作用，预计在 2010 年后，有望有产品上市。

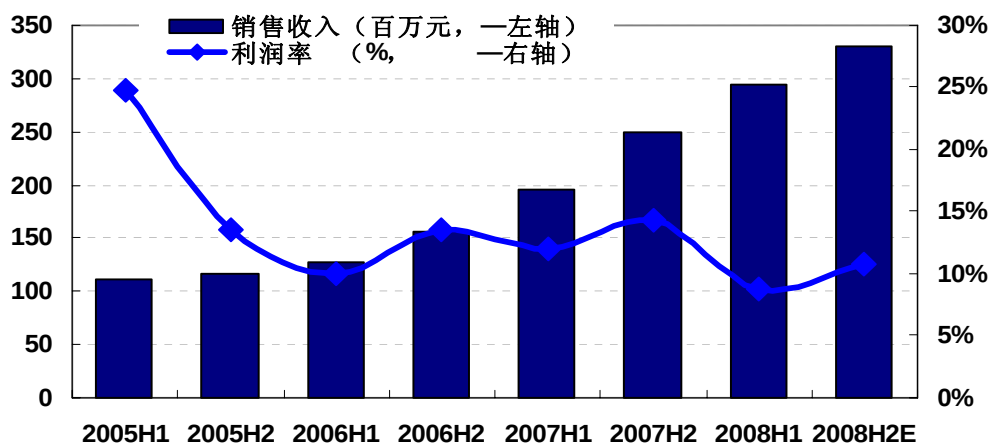
2.2. 头孢类系列产品：毛利率提升，依赖产业链整合和小头孢成长

表6. 抗感染药物销售收入、毛利预测（单位：百万元、%）

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
头孢系列产品	收入	283.09	443.61	624	811	1095
	增幅	23.81%	56.70%	40.66%	29.97%	35.00%
	毛利	33.69	59.07	61	109	192
	增幅	-22.64%	75.33%	4.05%	78.13%	75.00%
	毛利率	11.90%	13.32%	9.85%	13.50%	17.50%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

图6. 头孢类药物销售收入与毛利率变化趋势（单位：百万元、%）



数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

2008 年上半年，公司头孢系列产品实现销售收入 2.94 亿元，同比大幅增长 51%；但受原料药成本飙升影响，毛利率下降到了 8.76%（上年同期为 11.95%）这一历史最低水平；形成了增收不增利的不良局面。下半年，由于大宗头孢原料药价格明显下降，公司该类别产品毛利率将明显回升。整体上，我们预计 2008 年公司头孢类产品销售收入将达到 6.2 亿元以上，毛利率接近 10%。

表7. 子公司致君制药头孢类产品明细

通 用 名	商 品 名	剂 型	规格数量	解 析
头孢呋辛钠	达力新	粉针	7	市场占有率第一，2008 年销售收入过亿
头孢呋辛酯片（胶囊）	达力新片（胶囊）	片/胶囊	3	
头孢克肟胶囊	达力芬	胶囊	3	
头孢克肟颗粒	达力芬	颗粒	3	
头孢西丁钠	达力叮	粉针	2	市场占有率第一，2008 年销售收入 5000 万元，头霉素类头孢
头孢噻肟钠	达力隆	粉针	2	将重点发展的潜力产品
头孢米诺钠	达力邦	粉针	2	将重点发展的潜力产品，头霉素类头孢
头孢唑肟钠	达力清/达力净	粉针	5	将重点发展的潜力产品

头孢尼西钠	-	粉针	2	新产品, 08 年 6 月注册
盐酸头孢吡肟	达力能	粉针	3	
头孢曲松钠	达力嗪	粉针	2	
头孢他啶	达力舒	粉针	6	
头孢他啶(含精氨酸)	达力啉	粉针	3	
头孢哌酮钠/舒巴坦钠 (2: 1)	达力哌坦	粉针	3	
头孢唑林钠	-	粉针	2	
头孢拉定	-	粉针	3	
头孢哌酮钠	-	粉针	3	

数据来源: SFDA、国泰君安证券研究所

公司头孢类产品现状分析:

三项措施并举, 提高头孢类产品销售毛利率。

- 目前, 公司头孢类产品共有 17 个品种, 63 个规格, 品类丰富, 产品线完备, 其中头孢呋辛等 3 个产品市场占有率居第一位, 头孢噻肟钠等 3 个产品市场占有率居前三位。

改善空间: 公司将加大销售力度, 目标是 6 个头孢品种销售过亿元;

- 以达力新为核心的“达力”系列头孢类产品, 品牌知名度高, 在医院销售能够获得 5% 左右的溢价, 但普药性质的低附加值粉针剂型品种占比较高。

改善空间: 就公司现有品种来看, 两个口服制剂: 头孢呋辛酯和头孢克肟, 毛利率较其粉针品种平均毛利率高出一倍。2009 年公司将加大口服制剂的生产、销售力度, 力争将其销售占比从 2008 年的 20%-25% 水平, 提高到 30% 以上, 这是公司提高头孢类产品毛利率的措施之一; 继续加大高附加值“小头孢”品种: 头孢西丁钠、头孢吡肟钠、头孢唑肟钠、头孢米诺钠等的销售力度, 不断调整大头孢与小头孢的比例, 为公司提高头孢类产品毛利率的措施之二;

- 依靠国药控股强大的分销网络, 在短短的几年内, 致君制药 (一致药业全资子公司, 即其工业业务单元) 就一跃成为国内头孢类制剂销售规模最大的企业之一, 但没有配套的头孢类原料药生产能力这个缺陷, 严重削弱了其竞争力——08 年上半年, 头孢类原料药涨价, 使得相关产品毛利率降到了历史最低点。

改善空间: 为了化解上述受制于人的重大缺陷, 公司收购了苏州万庆药业, 该公司目前拥有 400 吨/年的头孢类原料药产能, 已获得 15 个头孢类原料药生产批文, 充分覆盖了致君制药的主要产品 (见表 9)。2009 年万庆将进行改造升级, 预计 2010 年公司头孢产品上游一体化式的产业整合, 能够完全发挥效应, 将促使整个产品大类毛利率提高 5 个百分点左右。此为公司提高头孢类产品毛利率的措施之三。

整体上, 我们预计未来三年, 公司头孢类产品将继续延续销售收入快速增长的趋势, 至 2010 年有望突破 10 亿元, 毛利水平亦将逐年提高。

2.3. 万庆药业: 战略性收购, 产业链整合成功概率较大

表8. 万庆药业销售收入、毛利预测 (单位: 百万元、%)

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
万庆药业	收入	56	159.69	240	287	344
	增幅		184.23%	50.29%	19.58%	19.86%
	毛利		24	23	34	45

增幅	-	-5.35%	47.83%	31.23%
毛利率	15.22%	9.58%	11.85%	12.97%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

公司出资 1.035 亿元收购苏州万庆药业 75% 股权，并同意在股权过户后三个月内与其他股东等比例向万庆药业增资 4100 万元，其中一致出资 3075 万元；此为一致药业分三步增资万庆药业的第一步。

苏州万庆药业主营业务以头孢类产品生产、销售为主，共拥有生产批文 53 个，其中头孢类产品批文 41 个（头孢原料药 15 个，制剂 26 个，涉及 18 个品种，另有 5 个头孢制剂正在申报注册中）。2007 年销售收入为 1.6 亿元，实现净利润 912 万元；预计 2008 年销售收入将达到 2.4 亿元左右，亏损 2200 万元（主要原因是补记资产减值损失、存货盘亏等共计 1869 万元）。

表9. 万庆药业头孢类产品明细（其中绿色底纹为一致药业有对应制剂品种，共 8 个）

序 号	原 料 药	制 剂	规格数量
1	头孢米诺钠	注射用头孢他啶（庆捷康）	1
2	硫酸头孢匹罗	注射用头孢噻肟钠（庆瑞康）	1
3	头孢呋辛钠	注射用头孢曲松钠（万庆芬）	4
4	头孢克肟	注射用硫酸头孢匹罗	2
5	头孢丙烯	注射用头孢米诺钠	2
6	头孢尼西钠	注射用头孢尼西钠	2
7	头孢西丁钠	注射用头孢呋辛钠	2
8	头孢硫脒	注射用头孢哌酮钠	3
9	头孢孟多酯钠	注射用头孢哌酮钠舒巴坦钠 1: 1	2
10	头孢他啶	注射用头孢西丁钠	2
11	用头孢噻肟钠	头孢克洛胶囊	1
12	头孢曲松钠		
13	头孢克洛		
14	头孢哌酮钠		
15	硫酸头孢匹罗/碳酸钠		

数据来源：SFDA、国泰君安证券研究所

- 目前，万庆药业拥有总计 400 吨/年头孢原料药产能，2009 年生产线将进行不停产改造，主要为环保改善和技改升级，产能亦将进一步提高。预计，2010 年公司头孢产品上游一体化式的产业整合，能够完全发挥效应。届时，万庆药业头孢原料药的 60%，将用于致君制药内部消化，这有望促使其头孢制剂毛利率提高 5 个百分点；
- 万庆药业目前有 3 个“小头孢”原料药市场占有率第一，在较新型的头孢产品——头霉素类头孢（包括：头孢西丁、头孢米诺、头孢替坦等）领域，居于国内领先地位，并是国内首家头孢西丁生产企业，这完全符合公司“小头孢”策略的需求；
- 总体来看，向上游整合头孢类原料药，一直是一致药业的必选项，我们认为在目前这个经济不景气造成的资产贬值阶段，公司收购万庆药业是一个比较好的选择，这要比其自建原料药产能效率更高。

2.4. 其他工业业务：拓展新的产品领域拉开序幕

- **开辟新的产品领域：**目前，公司全资子公司致君制药主营产品，主要集中在抗感染类和呼吸系统用药，未来几年公司将进入消化道、心血管、生物制药等领域；公司已购买了韩国拥有全球专利的胃药新药（新型酸泵抑制剂），获得中国（包括香港）、独联体国家独家销售权，预计在 2011 年上市；同时亦在着手开发胃动力药，胃微生态药等类别的消化系统系列产品；
- **着手开展制剂国际认证：**致君制药 07 年搬迁到新基地后，产能增长 50%以上；公司已经开始着手进行制剂规范市场国际认证，未来有望利用闲置产能开展海外 OEM 业务；
- **加强与川抗所的合作：**公司加大了与国内著名的药物研发机构——四川抗生素研究所（现为国药控股子公司）的合作力度，共同成立了川抗所四川分所，未来公司新产品研发有望受益于此。

表10. 公司其他产品明细

序 号	致君制药产品	万庆药业产品
1	康钙 C 咀嚼片	洛索洛芬钠
2	达美清（双分伪麻胶囊）	甲磺酸帕珠沙星
3	安可舒（氯酚待因片（I））	替米沙坦
4	倍宁（甲磺酸培氟沙星胶囊）	酮洛芬
5	迪根（双氯芬酸钠缓释片）	美洛昔康
6	盐酸氨溴索口服溶液	卡马西平
7		丙硫氧嘧啶
8		尼扎替丁
9		富马酸酮替芬
10		洛索洛芬钠颗粒

数据来源：SFDA、国泰君安证券研究所

表11. 公司医药工业业务收入、毛利预测（单位：百万元、%）

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
联邦止咳露	收入	234.1	228.98	195	190	185
	增幅	-3.66%	-2.19%	-14.84%	-2.56%	-2.63%
	毛利	193.2	193.29	165	162	157
	增幅	-1.76%	0.05%	-14.75%	-1.99%	-2.63%
	毛利率	82.53%	84.41%	84.50%	85.00%	85.00%
头孢系列产品	收入	283.09	443.61	624	811	1095
	增幅	23.81%	56.70%	40.66%	29.97%	35.00%
	毛利	33.69	59.07	61	109	192
	增幅	-22.64%	75.33%	4.05%	78.13%	75.00%
	毛利率	11.90%	13.32%	9.85%	13.50%	17.50%
其 他 (2209 年开始 合并苏州万庆)	收入		69.66	90	321	418
	增幅			29.20%	256.67%	30.22%
	毛利		14.35	19	92	145
	增幅		-	32.40%	384.21%	57.61%
	毛利率		20.60%	21.11%	28.66%	34.69%
医药工业合计	收入	517.19	742.25	909	1322	1698
	增幅		43.52%	22.47%	45.43%	28.43%

毛利	226.89	266.71	245	363	494
增幅		17.55%	-8.05%	48.01%	36.05%
毛利率	43.87%	35.93%	26.98%	27.46%	29.09%

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

3. 财务分析：各项指标全面居于行业领先水平

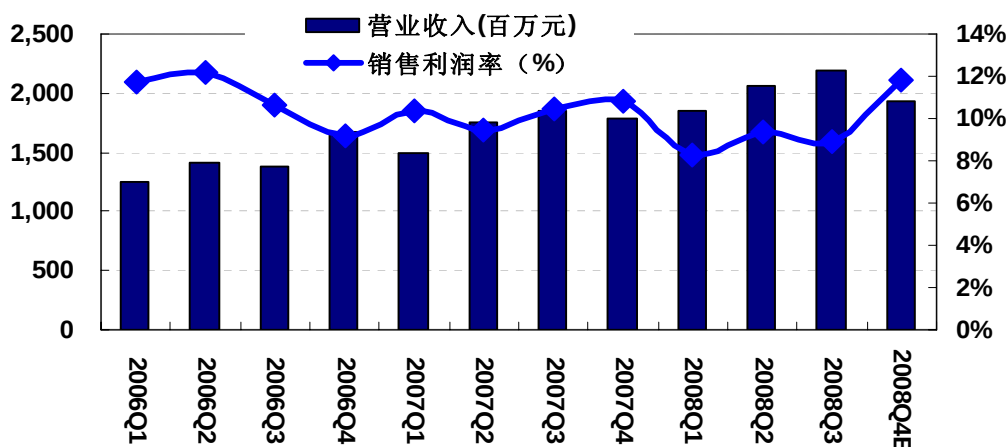
表12. 公司主要财务指标与行业水平对比

指 标 项 目	一致药业			医药商业板块整体	
	2007Q3	2007A	2008Q3	2007Q3	2008Q3
盈利能力					
净资产收益率(%)	19.69	22.74	19.86	9.34	9.19
总资产净利润率(%)	3.86	5.01	3.9	2.44	2.72
销售毛利率(%)	10.1	10.28	8.88	10	10.08
销售净利率(%)	2.15	2.02	2.11	1.68	1.74
期间费用率(%)	7.73	8.00	6.64	7.83	7.93
营运能力					
总资产周转率(次)	1.80	2.48	1.85	1.45	1.57
应收账款周转率(次)	4.04	5.68	4.02	4.68	4.77
固定资产周转率(次)	18.06	25.56	17.89	9.39	12.91
存货周转率(次)	8.51	11.6	8.89	6.64	6.86
偿债能力					
资产负债率(%)	83.33	82.19	82.43	75.88	75.84
已获利息倍数	7.95	7.91	5.04	7.9	6.6
速动比率	0.78	0.79	0.84	0.76	0.78
成长能力					
营业收入同比增长率(%)	26.25	20.49	19.46	20.06	21.59
营业利润同比增长率(%)	47.44	43.79	26.15	43.74	13.55
归属母公司净利润增长率	51.6	55.71	17.19	57.02	26.38
总资产增长率(%)	15.22	9.96	26.58	15.9	-

数据来源：WIND、国泰君安证券研究所

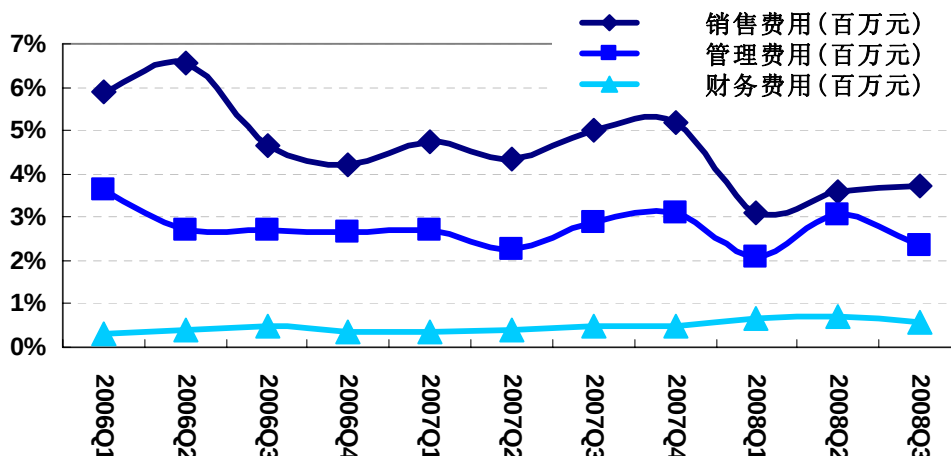
- **盈利能力：**经过两广整合，内部治理改善等措施实施，目前公司利润水平、期间费用水平都明显好于行业整体情况，且期间费用率仍呈现不断下降的良好趋势；ROE 相当于板块整体水平的两倍；
- **营运能力：**公司几项核心指标稳定，除应收账款周转率外，都明显高于行业水平；3 季报应收账款周转率偏低，可能与公司的回款政策有一定的关系；
- **偿债能力：**公司资产负债率畸高，在医药商业上市公司中排在第 2 位，这主要是因为近几年是公司积极对外扩张的时期，跑马圈地式的投资性资金支出较多，而经营性的流动资金贷款并不多，仍是一个不断创造经营性现金流的企业。2009-2010 年，公司将优化资源的配比，强化资金的管理，减少内部关联交易造成的资金沉淀，但预计短期内资产负债率难以有明显改善；公司存在二级市场融资的预期，但目前尚没有明确时间表；
- **成长能力：**公司成长性处于行业领先水平，未来几年有望继续保持这一优势。

图7. 公司收入与销售利润率逐季变化趋势 (单位: 百万元、%)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究所

图8. 公司期间费用率逐季变化趋势 (单位: %)



数据来源: WIND、国泰君安证券研究所

4. 风险因素分析

- **资产负债率超过 80%:** 公司资产负债率畸高,在医药商业上市公司中排在第 2 位,这主要是因为近几年是公司积极对外扩张的时期,跑马圈地式的投资性资金支出较多,而经营性的流动资金贷款并不多,仍是一个不断创造经营性现金流的企业。2009 -2010 年公司将优化资源的配比,强化资金的管理,减少内部的关联交易造成的资金沉淀,但预计短期内资产负债率难以有明显改善;
- **小非减持:** 公司原第二大股东——深圳市宝安区石岩镇经济发展总公司,所持股票获得流通权后,一直在不断减持。持股比例已经由最初的 2356 万股(2006 年),减持到了目前的 324.7 万股(截至 2009 年 1 月 21 日),现持股比例已经下降到了 1.12%。我们认为,该股东将继续减持所持有的公司股票,但已经不会对股价构成实质性影响——一致小非减持风险已经完全释放;

- **联邦止咳露原料受限：**由于具有成瘾性的副作用，国家一直对磷酸可待因原料药实行严格管制，使得该产品供应不足，给公司带来直接的负面影响；预计 2009 年磷酸可待因原料药基本与 2008 年持平，这仍是掣肘公司相关制剂产品增长的主要因素；
- **深圳等城市医院试点“零差价”：**自 2009 年开始，广东省深圳、湛江、韶关等 3 城市试点公立医院取消药品加价制度，我们认为该项制度变革推行之初，有可能给当地的整个医药商业行业带来一定的冲击，主要表现为：政府对于药品价格管制进一步加强，医院回款周期进一步拉长等。我们对此持中性乐观态度：一方面，公司在相关市场的销售有可能出现暂时性的波动，但另一方面，则有望利用自身规模优势进一步扩大市场份额；
- **基本药物制度可能对小头孢策略带来负面影响：**2009 年国家将开始推行基本药物制度，入选基本药物目录的头孢品种基本集中在“大头孢”上，所以未来基层医疗机构的“小头孢”使用，将受到明显的限制。但公司“小头孢”品种主要集中在城市核心医院销售，我们认为所受负面影响尚可控。

表13. 列入基本药物目录的头孢制剂（绿色底纹为公司已有产品）

类 别	中国基本药物目录征求意见稿		WHO 第 15 版（2007 年 3 月）基本药物目录	
一代头孢	头孢唑啉	粉针	头孢唑啉钠	粉针，1g
	头孢氨苄	片剂、胶囊		
二代头孢	头孢呋辛	片剂、粉针		
	头孢曲松	粉针	头孢曲松钠	粉针，250mg、1g，补充清单
三代头孢	头孢他啶	粉针	头孢他啶	粉针，250mg 补充清单
			头孢克肟	胶囊，400mg
联合制剂	头孢哌酮钠舒巴坦钠	粉针		

数据来源：国泰君安证券研究所、WHO 网站

5. 盈利预测与估值：目标价 19.85 元，维持“谨慎增持”评级

● 核心假设：工业、商业业务增长前景皆看好

表14. 公司主营业务收入、毛利预测（单位：百万元、%）

产 品	项 目	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
医药批发	收入	6439.38	6752.37	8079	10058	12020
	增幅	280.58%	4.86%	19.65%	24.50%	19.50%
	毛利	280.63	325.15	398	518	625
	增幅	314.58%	15.86%	22.50%	30.06%	20.66%
	毛利率	4.36%	4.82%	4.93%	5.15%	5.20%
医药工业	收入	517.19	742.25	909	1322	1698
	增幅	2.70%	43.52%	22.47%	45.43%	28.43%
	毛利	228.40	266.71	245	363	494
	增幅	17.80%	16.77%	-8.05%	48.01%	36.05%
	毛利率	44.16%	35.93%	26.98%	27.46%	29.09%
内部抵消	收入	1655.58	1038.81	815	975	1170
	毛利	14.97	16.00	15.00	17	20
医药零售业	收入	311.18	327.35	402		

	增幅	40.63%	5.20%	22.80%		
毛利	68.99	79.09	90			
	增幅	49.91%	14.64%	14.36%		
毛利率	22.17%	24.16%	22.50%			
收入	92.15	95.15	110	115	125	
	增幅		3.26%	15.61%	4.55%	8.70%
其他毛利	54.94	52.16	50	55	59	
	增幅		-5.06%	-4.05%	9.14%	8.70%
毛利率	59.62%	54.82%	45.50%	47.50%	47.50%	
收入	5704.32	6878.31	8021	9561	11469	
	增幅	248.77%	20.58%	16.62%	19.20%	19.95%
总计毛利	617.99	707.11	769	919	1158	
	增幅	65.61%	14.42%	8.76%	19.45%	26.09%
毛利率	10.83%	10.28%	9.59%	9.61%	10.10%	

数据来源：公司公告、国泰君安证券研究所

● 利润表预测：销售收入、净利润3年复合增长率分别为：**18.6%、30.5%**

表15. 利润表预测（单位：百万元）

	2006A	2007A	2008E	2009E	2010E
一、营业总收入	5708.71	6878.31	8021	9561	11469
二、营业总成本	5597.92	6743.06	7824	9283	11081
营业成本	5090.72	6171.20	7252	8643	10310
营业税金及附加	10.38	12.25	13	15	19
销售费用	300.27	331.53	279	327	392
管理费用	165.54	188.97	219	246	298
财务费用	22.67	29.87	52	43	49
资产减值损失	8.33	9.25	8	10	12
三、其他经营收益	6.97	34.09	15	40	25
投资净收益	6.97	34.09	15	40	25
其中：对联营企业投资收益	6.46	8.21	15	20	25
四、营业利润	117.76	169.33	213	318	413
加：营业外收入	1.12	23.48	18	5	5
减：营业外支出	3.08	1.76	3	7	9
五、利润总额	115.80	191.05	228	316	409
减：所得税	30.79	52.33	55	70	91
六、净利润	85.01	138.72	172	245	317
减：少数股东损益	4.79	13.80	16	25	40
归属于母公司所有者的净利润	80.22	124.91	156	221	277
总股本（万股）-每股净资产（元）-股价（元）		28815	- 2.1 - 18.09		
每股收益（元）	0.28	0.43	0.54	0.77	0.96
PE（X）	64.98	41.73	33.34	23.38	18.80
收入增长率（%）	248.77%	20.58%	16.62%	19.20%	19.95%
净利润增长率（%）	124.27%	55.71%	25.17%	41.12%	25.74%

数据来源：国泰君安证券研究所

● 估值比较：股价步入合理区间，与同类公司相比尚有估值优势

表16. 医药商业股估值比较

证券 代码	证券简称	股价 090216	市值 (亿元)	EPS (元)			PE (X)			PEG
				2007A	2008E	2009E	2007A	2008E	2009E	
000028	一致药业	18.09	42.2	0.43	0.54	0.72	42.07	33.50	25.13	0.75
000963	华东医药	11.43	49.6	0.40	0.42	0.51	28.58	27.21	22.41	1.05
600511	国药股份	31.11	74.5	0.55	0.80	1.01	56.56	38.89	30.80	1.17
600713	南京医药	7.86	19.7	0.19	0.20	0.27	41.37	39.30	29.11	0.83
600849	上海医药	8.8	50.1	0.12	0.22	0.27	73.33	40.00	32.59	1.43

数据来源：wind、国泰君安证券研究所

公司与 A 股市场主要的医药商业公司相比，目前估值处于较低的水平。我们认为，未来几年，公司将进入全新的增长期，30%左右的业绩复合增长率，在当前这个高度不确定性市场中显得比较稀缺。

对照当前医药股估值水平，特别是主要医药商业股的估值水平，我们认为，当前一致药业的合理估值区间为：2009 年剔除非经常性损益后的 EPS (0.72 元) 25——30 倍 PE 溢价，则对应的股价为：18.05 元 ($0.72 \times 25 + 0.05 = 18.05$) ——21.65 元 ($0.72 \times 25 + 0.05 = 21.65$)。

- 目标价：目前公司股价已经步入上述合理估值区间，我们取其中值，则目标价：19.85 元，对应的动态 PE：25.8 倍（剔除非经常性损益后，为 27.6 倍）。
- 评级：一致药业 A 股维持“谨慎增持”评级；
- B 股：目前一致 B 与 A 股差价高达 176.6%，2009 年动态 PE 不足 10 倍，给予一致 B (200028) “增持”评级。

作者简介:

倪文昊: 毕业于中国药科大学, 曾先后就职于国家食品药品监督管理局南方医药经济研究所, 及平安证券综合研究所。2008 年进入国泰君安证券研究所, 两年医药行业从业经验, 三年证券从业经历, 现为国泰君安证券研究所生物医药研究员。

易镜明: 医学博士, 2006 年进入国泰君安证券研究所

免责声明

本报告的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, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。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, 报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价, 投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

我公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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, 需注明出处为国泰君安证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

国泰君安证券股票投资评级标准:

增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘 15%以上;
谨慎增持: 股票价格在未来 6~12 个月内超越大盘幅度为 5% ~ 15%;
中性: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘变动幅度为-5% ~ 5%;
减持: 股票价格在未来 6~12 个月内相对大盘下跌 5%以上。

国泰君安证券行业投资评级标准:

增持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内超越大盘;
中性: 行业股票指数在未来 6~12 个月内基本与大盘持平;
减持: 行业股票指数在未来 6~12 个月内明显弱于大盘。

国泰君安证券研究所

上海

上海市浦东新区银城中路 168 号上海银行大厦 29 层

邮政编码: 200120

电话: (021) 38676666

深圳

深圳市罗湖区笋岗路 12 号中民时代广场 A 座 20 楼

邮政编码: 518029

电话: (0755) 82485666

北京

北京市西城区金融大街 28 号盈泰中心 2 号楼 10 层

邮政编码: 100140

电话: (010) 59312799

国泰君安证券研究所网址: www.askgtja.comE-MAIL: gtjaresearch@ms.gtjas.com