

医药商业 III

周锐

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

一致药业

000028

强烈推荐

头孢业务毛利率如期回升，09 年增长可期

一致药业 3 月 20 日公布年报，实现每股收益 0.537 元，符合我们前期的预期，公司拟每 10 股派 1 元。

投资要点：

■ **总体业绩增长迅速。**一致药业 08 年营业收入同比增长 21.5%，归属于母公司后的净利润同比增长 23.9%，扣除非经常损益后的净利润同比增长 40.14%，保持了快速增长的势头。

■ **分销业务重心下移，盈利持续增长。**08 年下半年开始，一致药业对医院纯销和第三终端业务的推进力度加大，分销收入大幅增长，虽然毛利率有所降低，但扣除非经常性因素后国控广州的利润仍然达到了 34% 的增长幅度，深圳业务也恢复增长。

■ **头孢业务毛利率显著回升。**08 年下半年，致君的头孢类业务毛利率从 8.76% 提高到 17.12%。一方面来自于致君新厂区产能利用率提升之后，成本的下降，一方面来自于高毛利率的小头孢品种的销售额的大幅增长。

■ **09 年增长动力充足：**

工业方面：1、高毛利率头孢西丁、头孢克肟、头孢吡肟、头孢噻肟等产品继续高速增长将继续拉高头孢类产品的毛利率；2、新合并苏州万庆将贡献 3 亿左右的收入，1500 万左右的净利润；3、引进柳韩洋行的专利胃药 Revanex，向进入消化道药物领域迈出了重要一步。

商业方面：1、两广产品分享进一步发挥效应；2、向佛山、东莞、中山、汕头、湛江等二线城市的业务扩张加快；3、中国南区总代理惠氏沛儿肺炎球菌疫苗空间巨大；3、新合并国控南宁报表；4、国控广州全年 100% 并表；5、出售零售业务产生 1949 万的投资收益。

此外 09 年贷款利率的降低有利于公司减少财务费用，提高利润。

■ **维持公司强烈推荐的投资评级。**假设对苏州万庆和国控南宁合并 9 个月报表的前提下，我们预测公司 09-11 年 EPS 为 0.75、0.90、1.16 元，维持强烈推荐的投资评级。

6-12 个月目标价：25.00 元

当前股价：18.22 元

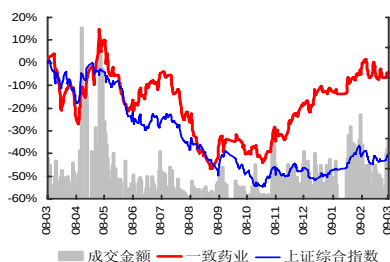
评级调整：维持

基本资料

上证综合指数	2223.73
总股本(百万)	288
流通股本(百万)	204
流通市值(亿)	37
EPS (TTM)	
每股净资产 (元)	1.80
资产负债率	82.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
一致药业	-4.16	16.65	45.30
上证综合指数	0.63	10.32	17.30



相关报告

20070730《医药商业——投资医药商业，分享十年成长》

20070731《一致药业——市场化程度最高的医药商业企业》

20081231 一致药业(000028)收购资产促进公司工业和分销业务加速发展

主要财务指标

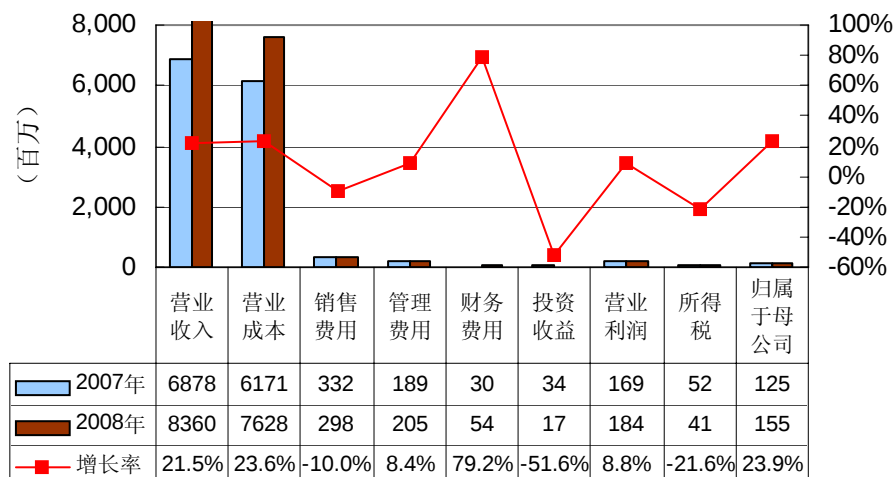
单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	8360	10230	13098	15931
同比(%)	22%	22%	28%	22%
归属母公司净利润(百万元)	155	217	259	333
同比(%)	24%	40%	20%	29%
毛利率(%)	8.8%	8.2%	7.8%	7.7%
ROE(%)	24.7%	25.7%	23.5%	23.2%
每股收益(元)	0.54	0.75	0.90	1.16
P/E	33.91	24.22	20.25	15.75
P/B	8.36	6.22	4.76	3.65
EV/EBITDA	18	16	14	11

资料来源：中投证券研究所

1、08 年经营业绩回顾

一致药业 08 年营业收入同比增长 21.5%，归属于母公司的净利润同比增长 23.9%，扣除非经常损益后的净利润同比增长 40.14%，实现每股收益 0.537 元，基本符合我们前期 0.55 元的盈利预测。

图 1：一致药业 08 年主要盈利性指标变化



资料来源：一致药业 08 年年报、中投证券研究所

表 1：一致药业的季度盈利性数据

财务指标（万元）	07 年 1Q	07 年 2Q	07 年 3Q	07 年 4Q	08 年 1Q	08 年 2Q	08 年 3Q	08 年 4Q
营业总收入	148986	175237	185558	178049	184649	205390	218967	227029
营业成本	133487	158722	166085	158827	169307	186214	199410	207850
营业费用	7073	7578	9304	9197	5720	7403	8150	8560
管理费用	4041	3994	5308	5555	3819	6301	5124	5247
财务费用	534	707	872	875	1221	1455	1238	1438
营业利润（剔除公允价值变动与投资收益）	3728	4381	3577	5246	4423	4871	4638	4498
利润总额	3676	4342	6652	4436	4885	5288	5632	4544
所得税	920	787	2018	1508	870	1095	999	1140
归属于母公司净利润	2610	3380	4318	2184	3802	3871	4406	3402
EPS（元）	0.09	0.12	0.15	0.08	0.13	0.13	0.15	0.12
毛利率	10.40%	9.42%	10.49%	10.80%	8.31%	9.34%	8.93%	8.45%
营业费用率	4.75%	4.32%	5.01%	5.17%	3.10%	3.60%	3.72%	3.77%
管理费用率	2.71%	2.28%	2.86%	3.12%	2.07%	3.07%	2.34%	2.31%
财务费用率	0.36%	0.40%	0.47%	0.49%	0.66%	0.71%	0.57%	0.63%
营业利润率	2.50%	2.50%	1.93%	2.95%	2.40%	2.37%	2.12%	1.98%
实际所得税率	25.03%	18.12%	30.34%	34.00%	17.80%	20.71%	17.74%	25.09%

资料来源：一致药业历年报表、中投证券研究所

08 年 4 季度一致药业实现 EPS0.12 元，低于前面几个季度，但较 2007 年同期增长了 50%。

整体来看公司的营业费用率和管理费用率与 07 年同期比都有大幅的提高，财务费用率整体水平较高，但预计 09 年会有较大幅度的下降。

2、公司主要业务情况分析

2.1 主要业务单元经营情况

一致药业的主要利润来自于国控广州、致君和万乐，国控广州 08 年的净利润增速大大放缓，原因主要是因为 07 年同期有出售国药股份股权的投资收益 2559 万，剔除投资收益和所得税的影响因素，实际利润增幅在 34%。

致君制药 08 年收入增长幅度放缓，但利润增长幅度明显加快，达到 26.8%。

以抗肿瘤药为主要业务的万乐药业净利润增速连续两年都达到 30% 左右。

除此之外，母公司的深圳业务恢复增长，收入同比增长 12.6%。

表 2：一致药业主要业务单元经营情况

业务单元	持股	盈利指标	06 年（万元）	07 年（万元）	07 年同比	08 年（万元）	08 年同比
母公司	-	营业收入	124049	123695	-0.3%	139340	12.6%
		营业利润	-2318	-1156	-	-876.1	-
国控广州	90%	营业收入	331108	494170	49.2%	612993	24.0%
		净利润	4163	7577	82.0%	8764	15.7%
致君	100%	营业收入	52143	67773	30.0%	77538	14.4%
		净利润	6063	6805	12.2%	8630	26.8%
万乐	35.19%	营业收入	21301	23990	12.6%	29307	22.2%
		净利润	2300	2963	28.8%	3859	30.2%

资料来源：公司历年公告 中投证券研究所

2.1 批发业务

08 年下半年一致药业的批发业务增速明显加快，同比 07 年下半年增长 24.6%，环比 08 年上半年增长 27.27%，第三终端等低毛利率业务的快速增长拉低了下半年毛利率，但并没有影响整体业务的盈利能力。整个批发业务仍然具有诸多亮点：

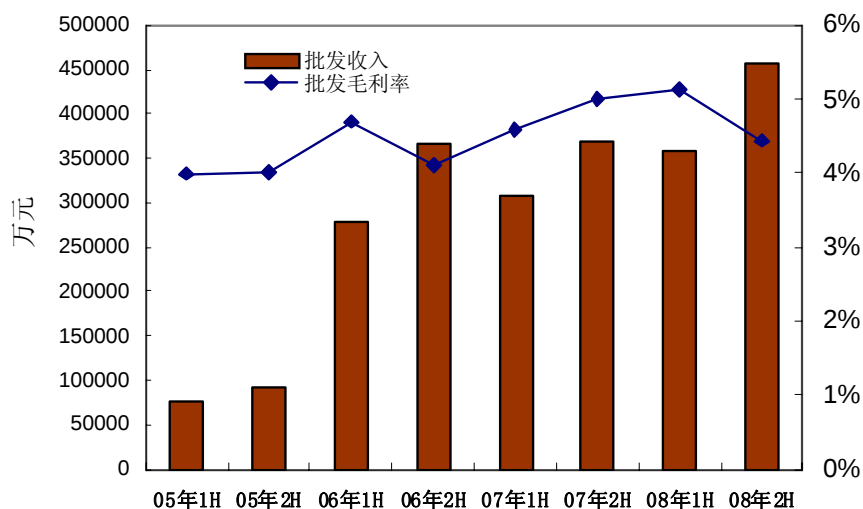
- 1、深圳地区业务在 08 年开始实行双品牌运作之后，恢复增长；
- 2、医院纯销和终端配送的比重增加，意味着公司批发业务重心下移，对

终端的控制力增强；

- 3、两广品种共享取得效果，有效降低了费用，提高了效率；
- 4、向二线城市的业务扩展取得进展，国控佛山公司成立，新收购东莞东风中医药，开始开展业务；下一步公司将开拓中山、汕头和湛江的业务；
- 5、国控广州新取得惠氏沛儿疫苗中国南区总代理，该产品英文名称 Prevenar，是 7 价肺炎球菌疫苗，已经在 85 个国家上市，被 19 个国家纳入国家免疫计划，08 年订单金额 28 亿美元，是一个重磅级的疫苗。

沛儿单支价格 800 元，每个婴儿需要 4 个剂量，即 3200 元，中国每年出生新生儿 1700 万左右，假设 10% 能够接种该疫苗，市场就能达到 50 亿以上，有预测认为该产品中国市场预测为 20 亿美元。我们预计该产品未来至少能给国控广州带来 5000 万的净利润。

图 2：一致药业批发业务收入和毛利率变化



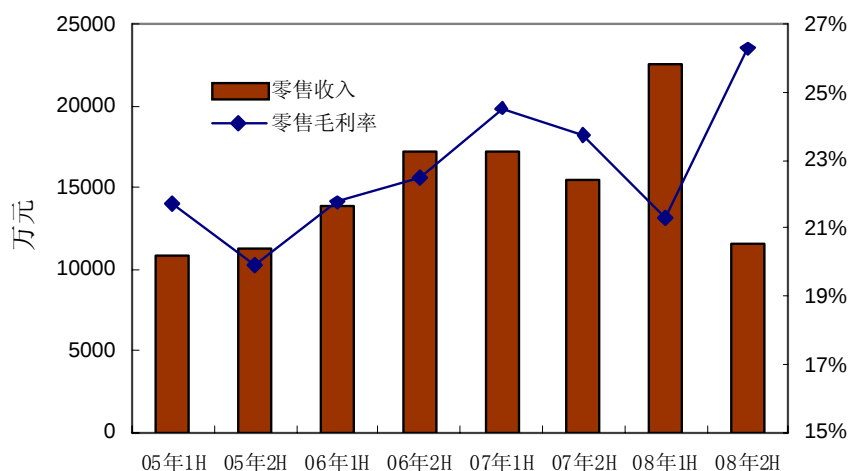
资料来源：一致药业历年报表、中投证券研究所

2.2 零售业务

09 年 2 月，一致药业把零售业务已经全部卖给国药控股并已经经股东大会通过，预计 2 季度就不再并表。

零售业务 08 年对一致贡献的净利润可以忽略，而该项业务的出售 09 年将给一致药业带来 1949 万的净利润。

图 3：一致药业零售业务收入和毛利率变化



资料来源：一致药业历年报表、中投证券研究所

2.3 工业业务

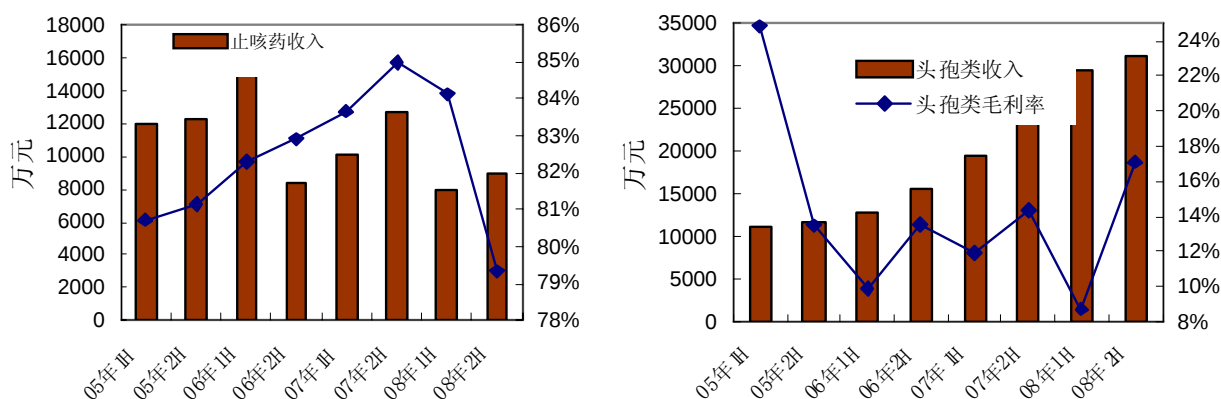
工业业务中，一致的止咳药业务继续萎缩，毛利率也有下降。相对而言，头孢类产品收入高速增长，毛利率也出现了大幅回升，08年下半年的毛利率从8.76%提高到17.12%。

毛利率的提高一方面来自于致君新厂区产能利用率提升之后，成本的下降，一方面来自于高毛利率的小头孢品种的销售额的大幅增长。

预计09年致君的小头孢品种还将高速增长，公司提出09年新增3个过亿品种的目标。

苏州万庆预计2季度将合并报表，有效提高公司产品的毛利率并增加新的品种。

图 4：一致药业主要产品系列收入和毛利率变化



资料来源：一致药业历年报表、中投证券研究所

3、未来业绩展望和盈利预测

我们认为 2009 年一致药业主业仍将能达到 30%左右的增长,主要增长点如下:

1、公司头孢产品结构将有大的变化,高毛利率的头孢西丁、头孢克肟、头孢吡肟、头孢噻肟等产品继续高速增长,占销售收入的比例将从 30%左右提高到 50%左右,预计头孢西丁、头孢克肟在 09 年销售额都将过亿,这将有效拉高公司的毛利率;

2、引进柳韩洋行的专利胃药 Revanex,公司向进入消化道药物领域迈出了重要一步。

3、新合并苏州万庆报表,09 年将贡献 3 亿左右的销售收入,净利润有望达到 1500 万左右,同时通过原料——制剂的一体化运作,将有效降低公司工业的整体成本;

4、国控广州收入延续快速增长,费用率有进一步下降,剔除非经常因素后的净利润有望继续保持 30%左右的增长,同时 09 年全年合并 100%报表将增加净利润贡献 400 万左右(08 年上半年国控广州只合并了 90%的利润);

5、新合并国控南宁,贡献收入 5 亿,净利润 300-500 万;

6、出售零售业务将贡献 1949 万的投资收益;

7、利率下降,减少财务费用。

在假设 09 年对苏州万庆、国控南宁合并 3 个季度报表的前提下,我们预测一致药业 09-11 年的 EPS 为 0.75、0.90 和 1.16 元。目前 09 年动态 PE 不到 25 倍,维持强烈推荐的投资评级。

表 3: 一致药业分类别预测

产品分类	2008	2009E	2010E	2011E
1、医药工业（万元）	87717	122257	152081	190889
毛利率	26.18%	26.08%	25.07%	24.52%
其中：联邦止咳露（万元）	16915	16070	15266	14503
毛利率	81.57%	78.00%	78.00%	78.00%
头孢类抗生素（万元）	60569	93908	122080	158704
毛利率	13.06%	19.00%	20.00%	21.00%
2、医药批发（万元）	816458	1017249	1285699	1542839
毛利率	4.74%	4.60%	4.50%	4.40%
3、医药零售（万元）	34225			
毛利率	22.99%			
合计（万元）	836035	1022973	1309768	1593140
毛利率	8.76%	8.23%	7.81%	7.66%

数据来源：09 年后头孢产品中包含合并苏州万庆的数据 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表（万元）					利润表（万元）				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	3102	3729	4766	5867	营业收入	8360	10230	13098	15931
现金	345	350	434	596	营业成本	7628	9388	12074	14711
应收账款	1727	2113	2705	3290	营业税金及附加	11	14	17	21
其它应收款	33	40	51	62	营业费用	298	332	405	458
预付账款	40	49	63	77	管理费用	205	250	293	350
存货	736	905	1165	1419	财务费用	54	27	27	27
其他	222	271	348	423	资产减值损失	-3	5	5	5
非流动资产	582	529	515	500	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	70	70	70	70	投资净收益	17	41	28	36
固定资产	375	377	379	372	营业利润	184	255	305	396
无形资产	58	55	53	50	营业外收入	20	20	20	20
其他	80	27	14	8	营业外支出	1	1	1	1
资产总计	3684	4257	5281	6366	利润总额	203	274	324	415
流动负债	2968	3331	4092	4841	所得税	41	52	62	79
短期借款	379	300	300	300	净利润	162	222	262	336
应付账款	1357	1670	2148	2617	少数股东损益	8	5	3	3
其他	1233	1361	1643	1924	归属母公司净利润	155	217	259	333
非流动负债	66	30	30	30	EBITDA	286	336	391	489
长期借款	30	30	30	30	EPS（元）	0.54	0.75	0.90	1.16
其他	36	-0	-0	-0					
负债合计	3035	3360	4121	4871	主要财务比率				
少数股东权益	21	26	29	32	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
股本	288	288	288	288	成长能力				
资本公积	5	5	5	5	营业收入	21.5%	22.4%	28.0%	21.6%
留存收益	335	552	811	1144	营业利润	8.8%	38.1%	19.7%	30.0%
归属母公司股东权益	628	845	1104	1437	归属于母公司净利润	23.9%	40.0%	19.6%	28.6%
负债和股东权益	3684	4232	5255	6341	获利能力				
					毛利率	8.8%	8.2%	7.8%	7.7%
					净利率	1.9%	2.1%	2.0%	2.1%
					ROE	24.7%	25.7%	23.5%	23.2%
					ROIC	33.8%	35.1%	33.7%	36.7%
					偿债能力				
					资产负债率	82.4%	79.4%	78.4%	76.8%
					净负债比率				
					流动比率	1.05	1.12	1.16	1.21
					速动比率	0.80	0.85	0.88	0.92
					营运能力				
					总资产周转率	2.54	2.58	2.75	2.74
					应收账款周转率	6	5	5	5
					应付账款周转率	6.33	6.20	6.32	6.17
					每股指标（元）				
					每股收益(最新摊薄)	0.54	0.75	0.90	1.16
					每股经营现金流(最新摊薄)	0.86	0.44	0.48	0.72
					每股净资产(最新摊薄)	2.18	2.93	3.83	4.99
					估值比率				
					P/E	33.91	24.22	20.25	15.75
					P/B	8.36	6.22	4.76	3.65
					EV/EBITDA	18	16	14	11

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本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头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518048 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434