

分析师： 段炼炼 021-63290498 duanll@cjsc.com.cn

联系人： 杨靖凤 (8621) 63217917 yangjf@cjsc.com.cn

一致药业 2009 年一季报点评

事件描述

一致药业今日发布 2009 年一季报，其主要内容为：

- 2009 年第一季度主营收入、利润总额、净利润分别为 22.44 亿元、6032.93 万元、4307.01 万元，分别同比增长 21.57%、23.53%、13.30%；每股收益 0.15 元，每股经营性现金流 0.23 元。

事件评论

第一，毛利率降低、销售费用率和所得税率上升导致利润增速低于收入增速

毛利率降低为 8.20%，同比降低 0.11 个百分点，延续 2008 年第四季度以来的下降趋势；销售费用同比增长 31.58%，主要由于致君制药为扩大市场份额，加大销售力度，市场开发费、广告宣传费同比增加，另新增国际认证咨询费、检测费等支出；为满足销售规模扩张需要新入职员工增多，同时工龄工资和绩效工资也有所增长，08 年计提的和销售有关的绩效工资和年终奖在 09 年发放；管理费用率同比下降 0.19 个百分点，主要由于 08 年包含有致君制药的开办费用；财务费用同比减少 411 万元，主要原因为银行借款利率和票据贴现利率大幅降低；所得税率提高 0.96 个百分点，主要由于增加了股权转让所得缴纳的所得税。

表 1：单季度财务数据

(亿元)	2006.1 Q	2006.2 Q	2006.3 Q	2006.4 Q	2007.1 Q	2007.2 Q	2007.3 Q	2007.4 Q	2008.1 Q	2008.2 Q	2008.3 Q	2008.4 Q	2009.1 Q
主营收入	12.36	14.16	13.68	16.71	14.9	17.52	18.56	17.8	18.46	20.54	21.90	22.7	22.44
同比增长	238.6%	231.6%	241.2%	277.2%	20.55%	23.73%	35.67%	6.52%	23.89%	17.24%	17.98%	27.53%	21.57%
主营成本	12.15	13.84	13.44	16.51	14.54	17.1	18.2	17.59	16.93	18.62	19.94	20.78	20.60
毛利率	11.27%	12.16%	10.10%	9.20%	10.40%	9.42%	10.49%	10.80%	8.31%	9.34%	8.93%	8.41%	8.20%
销售费用	0.73	0.93	0.64	0.71	0.71	0.76	0.93	0.92	0.57	0.74	0.81	0.82	0.75
销售费用率	5.91%	6.57%	4.68%	4.25%	4.77%	4.34%	5.01%	5.17%	3.09%	3.60%	3.72%	3.61%	3.34%
管理费用	0.39	0.38	0.41	0.45	0.4	0.4	0.53	0.56	0.38	0.63	0.51	0.56	0.42
管理费用率	3.16%	2.68%	3.00%	2.69%	2.68%	2.28%	2.86%	3.15%	2.06%	3.07%	2.34%	2.47%	1.87%
财务费用	0.04	0.06	0.07	0.06	0.05	0.07	0.09	0.09	0.12	0.15	0.12	0.14	0.08
财务费用率	0.32%	0.42%	0.51%	0.36%	0.34%	0.40%	0.48%	0.51%	0.65%	0.73%	0.57%	0.62%	0.36%
利润总额	0.27	0.35	0.32	0.18	0.37	0.43	0.67	0.44	0.49	0.53	0.56	0.45	0.60
所得税	0.06	0.11	0.07	0.05	0.09	0.08	0.2	0.15	0.09	0.11	0.10	0.11	0.17
税率	22.22%	31.43%	21.88%	27.78%	24.32%	18.60%	29.85%	34.09%	18.37%	20.75%	17.74%	24.44%	28.33%
净利润	0.24	0.22	0.18	0.12	0.26	0.34	0.43	0.22	0.38	0.39	0.44	0.34	0.43

同比增长 118.2% 175.0% 125.0% 50.00% 8.33% 54.55% 138.9% 83.33% 46.15% 14.71% 2.04% 54.55% 13.30%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

从深圳公司的经营情况看, 虽然低毛利的社区配送业务占比增加拉低了综合毛利率水平, 但由于内部绩效管理加强, 期间费用率明显下降, 深圳公司已经扭亏为盈。

表 2: 母公司财务数据

	销售收入 (亿元)	同比增长	毛利率	营业利润-投资 收益 (万元)	销售费用率	管理费用率	财务费用率
2004	9.47		5.01%	-1009.35	4.15%	2.07%	0.30%
2005	10.18	7.55%	4.21%	-2726.43	2.55%	4.67%	-0.01%
2006	12.35	21.33%	4.24%	-2317.98	1.62%	3.25%	0.03%
2007H	6.29		5.18%	-34.73	2.22%	3.14%	-0.05%
2007Q3	9.49		5.51%	7.20	2.45%	3.08%	-0.01%
2007	12.37	0.13%	5.68%	-1155.65	2.78%	3.56%	0.05%
2008H	6.63	5.41%	5.35%	-430.14	2.90%	3.04%	0.12%
2008Q3	10.24	7.90%	5.09%	-469.68	2.74%	2.85%	0.02%
2008	13.93	12.61%	4.98%	-876.06	2.74%	2.97%	0.003%
2009Q1	3.46	11.60%	4.62%	278.18	2.35%	1.53%	-0.034%

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第二, 盈利质量较为优异

从经营质量来看, 应收账款和存货周转天数同比上升, 主要由于2009年1-2月春节跨2个月, 影响时间较长, 但由于公司加大了回款力度, 经营现金流同比增加1.22亿元, 每股经营性现金流达到0.23元; 投资活动产生的现金流量净额比上年同期减少6093万元, 主要原因为收购致君万庆和东莞一致医药有限公司支付股权款, 公司计划对对万庆药业的进行总共1.2亿元的投资, 分3年投入。

表 3: 2006-2008 年周转情况

	2006Q1	2006H	2006Q3	2006	2007Q1	2007H	2007Q3	2007	2008Q1	2008H	2008Q3	2008	2009Q1
营业周期 (天)	74.47	73.34	75.86	71.32	103.01	97.44	98.62	94.39	97.52	98.05	97.48	93.66	105.87
存货周转 天数(天)	27.25	25.85	25.73	24.72	33.38	30.19	31.74	31.03	30.74	31.72	30.36	28.78	33.36
应收账款 周转天数 (天)	47.22	47.49	50.13	46.6	69.63	67.25	66.88	63.36	66.78	66.33	67.12	64.88	72.51

资料来源: Wind, 长江证券研究部

第三, 未来三年外延扩张+内生增长将进入收获期, 长期看好

2009 年, 公司工作重点主要在于: 一是继续进行内部经营效率整合, 提升事业部制度执行力, 将各单元有效整合实行一体化运营, 提升内部经营效率; 二是推进分销一体化, 以国控广州为核心, 在采购、招标、产品开发、库存、客服等功能上建立共同的管控与操作平台; 三是推进致君制药产业链一体化整合; 四是加快分销市场南区布局的运作, 销售网络下沉, 在二线城市进行布点, 今年在广东二线城市基本完成布局。从一季度情况看, 深圳公司经营效率有所提升, 扭亏为盈, 对万庆药业已经进行一期投入, 开局良好。

我们预计, 在未来新医改拉动药品市场扩大的过程中, 区域医药商业龙头将分享市场增长、行业集中度提高带来的市场份额提升。一致药业是国内药品消费最强地区之一华南区的龙头企业, 在牢牢占据一线城市市场份额之后, 通过不断扩张二线城市网络, 将充分受益于新医改带来的中低端药品市场扩容。未来三年, 公司外延扩张+内生增长将进入收获期, 业绩保持快速增长, 预计2008-2010年业绩分别为0.82元、1.08元, 维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)				资产负债表 (百万元)			
	2008A	2009E	2010E		2008A	2009E	2010E
营业收入	8360	10249	12812	货币资金	345	1025	897
营业成本	7628	9367	11687	交易性金融资产	0	0	0
毛利	733	882	1126	应收账款	1759	2117	2611
% 营业收入	8.8%	8.6%	8.8%	存货	736	884	1087
营业税金及附加	11	14	17	预付账款	40	47	58
% 营业收入	0.1%	0.1%	0.1%	其他流动资产	0	0	0
销售费用	298	354	425	流动资产合计	3102	4329	4976
% 营业收入	3.6%	3.5%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0
管理费用	205	246	295	持有至到期投资	0	0	0
% 营业收入	2.5%	2.4%	2.3%	长期股权投资	70	90	114
财务费用	54	38	50	投资性房地产	23	23	23
% 营业收入	0.6%	0.4%	0.4%	固定资产合计	171	329	493
资产减值损失	-3	0	0	无形资产	58	55	52
公允价值变动收益	0	0	0	商誉	0	0	0
投资收益	17	39	26	递延所得税资产	8	0	0
营业利润	184	310	410	其他非流动资产	253	273	293
% 营业收入	2.2%	3.0%	3.2%	资产总计	3684	5097	5950
营业外收支	19	0	0	短期贷款	437	1099	900
利润总额	203	310	410	应付款项	2149	2601	3245
% 营业收入	2.4%	3.0%	3.2%	预收账款	18	20	26
所得税费用	41	62	82	应付职工薪酬	74	94	117
净利润	162	248	328	应交税费	14	19	25
归属于母公司所有者的净利润	154.8	235.6	311.2	其他流动负债	276	338	421
少数股东损益	8	12	16	流动负债合计	2968	4171	4733
EPS (元/股)	0.54	0.82	1.08	长期借款	30	30	30
现金流量表 (百万元)				应付债券	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	递延所得税负债	12	0	0
经营活动现金流净额	247	274	395	其他非流动负债	24	34	44
取得投资收益收回现金	5	19	0	负债合计	3035	4235	4807
长期股权投资	-18	0	0	归属于母公司所有者权益	628	828	1093
无形资产投资	0	0	0	少数股东权益	21	34	50
固定资产投资	-75	-202	-228	股东权益	649	862	1143
其他	5	0	0	负债及股东权益	3684	5097	5950
投资活动现金流净额	-88	-183	-228	基本指标			
债券融资	0	0	0	EPS	0.537	0.818	1.080
股权融资	0	0	0	BVPS	2.18	2.87	3.79
银行贷款增加 (减少)	35	662	-199	PE	32.48	21.35	16.16
筹资成本	51	-74	-96	PEG	0.79	0.52	0.39
其他	-154	0	0	PB	8.01	6.07	4.60
筹资活动现金流净额	-69	589	-295	EV/EBITDA	18.29	12.95	9.64
现金净流量	89	680	-128	ROE	24.65%	28.44%	28.48%

分析师介绍

段炼炼，武汉大学生物技术硕士毕业，从事医药行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 33130735	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 63296362	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 33130450	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
杨 忠	华南区客户经理	(8621) 33130737	13916835319	yangzhong@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 63299572	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间 中性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间 减持： 相对大盘涨幅小于 -5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本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。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本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。

本报告版权仅为本公司所有，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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。