

工商齐整合，增长无悬念

一致药业 (000028)

评级: 增持 (首次)

股价: 18.9 元 目标价: 21.5 元

调研简报

2009 年 5 月 4 日 星期一

医药化工小组

屈昶、袁舰波

021-50586660-8643

qy@longone.com.cn

医药行业/中药

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

重要数据

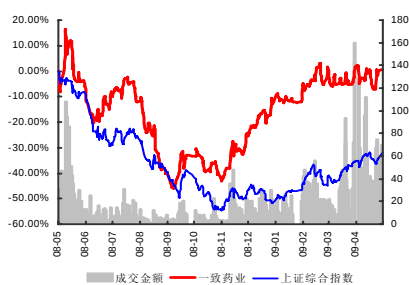
总股本(亿股)	2.88
流通股本(亿股)	2.04
总市值(亿元)	54.4
流通市值(亿元)	38.6

6 个月目标价位	21.5
升值潜力 (%)	11.4%
目标价确定日期:	2009.5.4

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	-1.1	-6.89
3 个月	5.66	-15.8
6 个月	76.36	26.36

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 公司基本情况

公司是集医药商业、医药工业于一体的医药上市公司，是国药控股在中国南区的医药分销、物流、生产、研发和投资中心公司，也是两广地区的医药商业龙头。

公司的商业分销业务主要由旗下深圳健民、国控广州等子公司负责，制药工业业务主要集中在致君制药、万乐药业等子公司。

□ 分销网络持续下沉将成公司商业整合方向

新医改的统一配送、网络下沉等方案将令我国的医药商业获得快速整合的机会。在商业渠道扁平化的进程中，大部分中小商业企业将被淘汰或被区域商业龙头兼并，医药商业集中度将随之提高。

公司在行业启动整合的前夕，提前布局自身的深度整合，采取了剥离零售业务、收购商业资产等策略，集中精力于分销主业，一方面加大网络覆盖，增加规模效应；另一方面加强网络下沉，增强终端控制力。

1、剥离零售业务

公司 08 年 12 月 31 日公告将旗下经营零售业务的广东一致药店（包括深圳一致连锁和广州一致连锁）及广西一致连锁转让给大股东国药控股。零售业务对公司的业绩贡献不大，剥离后 09 年还可以为公司增加 1949.2 万元的投资收益，增厚公司业绩 0.05 元。

2、收购商业资产

公司出售零售业务的同时，另收购了国药南宁、东莞中医药等商业资产。国控南宁与国控柳州进行业务整合后，将发挥协同效应，快速拓展公司在广西地区的分销网络。

3、加强网络下沉

公司虽是广东地区的商业龙头，但过去分销业务主要集中在深圳、广州

两大城市。目前公司正积极拓展网络下沉工作，争取 09 年覆盖整个广东二级城市。

08 年公司设立国控佛山（覆盖肇庆地区）、收购东莞中医药（覆盖惠州地区）等子公司，目前来看效果很好，除了原有渠道及客户被吸收外，公司还利用自身品牌及网络在这些城市获得了新增客户。

公司 09 年还计划在中山（覆盖江门、珠海）、湛江（覆盖粤西地区）、汕头（覆盖粤东地区）等二级城市设立子公司，将分销业务推进至广东内珠三角及东西两翼地区。

4、盈利能力提升

除了外延式增长，公司还积极推进分销一体化工作，也提升了内生盈利能力。公司在采购、招标、库存等重点环节建立统一的管控与操作平台，加强商业跨区域的统一运作，有效地降低成本费用率，提高一体化经营的运作效率。

□ 完善产业链为制药工业注入强大动力

深圳致君制药通过一系列完善工业产业链及延伸工业产品线的工作，为公司制药工业的发展奠定了坚实的基础。

1、头孢系列产品有望大幅增长

公司去年通过收购苏州万庆，完成了头孢产品上下游一体化的整合工作。按照公司计划，公司将分三阶段投入 1.2 亿资金解决万庆药业的技术改造、设备升级、环境保护等工作。万庆药业将为致君制药提供 70% 的头孢原料，三年后实现销售收入 10 亿元，利润超过 5000 万元。

除了解决头孢产品的原料问题，公司 09 年还将继续对头孢系列产品进行结构调整，对毛利率低的首孢品种减少销售规模，加强以口服头孢为主的高利率品种的销售比重。

另外，观澜新厂区的建成也解决了公司的产能瓶颈问题。随着头孢产品原料、产能、品牌问题的解决，公司制药工业将获得快速的增长。

预计 09 年头孢产品大品种受益于网络下沉，将有 6 个重点品种收入过亿元，小头孢品种则在中间城市的特殊市场占有一席之地，头孢产品整体毛利率水平维持在 13% 以上。

2、联邦止咳露保持平稳

08 年受可待因原料供应量下降的影响，联邦止咳露销售同比下降 26%。

09 年原料资金预算跟 08 年持平，预计联邦止咳露的销售将保持平稳。

□ 盈利预测及投资建议

我们预测公司 2009-2010 年 EPS 分别为 0.74 元和 0.91 元。鉴于公司在医药商业行业中的龙头优势，以及在新医改中可能会面临更多的机遇，加上公司内部整合也正逐步开展，我们给予公司六个月目标价 21.5 元，对应公司 09、10 年每股收益的 PE 分别为 29 倍和 24 倍，给予公司“增持”评级。

表 1：盈利预测表

主要财务指标					
	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(百万元)	5,701.60	6,878.31	8,360.35	10,170.37	12,713.34
营业收入增长率(%)	243.74%	20.64%	21.55%	21.65%	25.00%
营业利润(百万元)	17.03	169.33	184.30	254.68	318.79
营业利润增长率(%)	-189.93%	894.14%	8.84%	38.19%	25.17%
净利润(百万元)	-14.82	124.91	154.81	213.18	261.81
净利润增长率(%)	-40.97%	-942.89%	23.93%	37.71%	22.81%
营业利润率(%)	-0.26%	1.82%	1.85%	2.10%	2.06%
净资产收益率(%)	-3.31%	25.80%	24.65%	28.20%	28.68%
每股收益(元)	-0.05	0.43	0.54	0.74	0.91
每股净资产(元)	1.64	1.80	2.25	2.73	3.32
PE(X)	-142.91	51.90	30.54	25.51	20.77
PB(X)	4.48	12.53	7.28	6.90	5.68
EV/EBITDA	35.64	29.04	18.24	17.03	14.21

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

屈昶: 东海证券医药行业分析师, 中山大学硕士, 主要研究化学原料药、医疗器械及医药商业板块。

重点跟踪公司: 浙江医药、新和成、海正药业、南京医药、天士力、*ST 中新、通策医疗等。

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有 13 年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药、复星医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122