

张明芳
 010-88087423
 zhangmf@cmschina.com.cn

2009年5月8日

一致药业(000028.SZ)/18.16元

国控工业的重心，雄踞广东广西流通业

双主业都进入快速增长期

日用消费·医药

强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	2597
总股本(万股)	28815
已上市流通股(万股)	14928
总市值(亿元)	50
流通市值(亿元)	26
每股净资产(MRQ)	2.2
ROE(TTM)	22.2
资产负债率	82.4%
主要股东	国药控股股份有限公司
主要股东持股比例	39.1%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	-4	46	2
相对表现	-4	-6	36

相关报告

1、医药行业 09 年 5 月月报——2008 年和 09 年 1 季度业绩回顾，板块面临全面补涨 2009/5/4

2、一致药业——加快市场扩张，工业和商业均面临新医改机 2009/4/28

3、医药行业 2009 年第二季度投资策略——遵循成长源动力和新医改导向，收集持有五类个股 2009/4/9

4、医药行业发展的里程碑——解析新医改实施方案出台，中长期利好八类药企 2009/4/7

5、《医药行业 2009 年度投资策略——主流投资机会来自四种盈利增长模式和五大领域》 2008/12/4

报告原因：公司调研。

- 公司基本面持续优化，完成资产收购和整合，完善工业和商业产业链。从国控 04 年入主后，一致药业不断积极转变，过去三年管理改善，盈利能力显著提升，08 年 ROE 已大幅上升到 24.7% 的优秀水平。2006~2008 年销售复合增长 21%，净利润复合增长 39%。
- 公司工业是国控工业的重心，4 条路径培育短中长期增长点：1、08 年收购苏州万庆 75% 股权，解决了头孢抗生素原料药的供应，既完善了产业链，又带进了 17 个新产品，“万庆+致君”08 年已有 11 个头孢抗生素市场份额领先，基础扎实。2、07 年完成观澜新厂区搬迁，生产已发生质的提升，作中国品质最好、品规最全的抗生素的同时，也正在启动 3 个制剂欧盟认证。3、从韩国引进新型专利胃药 Revanex（可逆的质子泵抑制剂），比目前同类畅销药“兰索美拉唑（08 年销售 52 亿美元）”更具潜力。4、研发平台川抗所正在开发头孢磺啶、头孢拉宗和缓释口服液等新药。
- 公司拥有国内最先进的医药物流中心，雄踞广东广西的国控广州、国控柳州和国控南宁 3 个分销平台，新医改“商业分级分类管理和区域集中配送”将强化公司华南商业龙头优势。广东省是我国药品销售收入最高区域，08 年 517 亿元占据首位。公司目标是：1、将广州市市场份额从目前 22.5% 提高到 33%，2、占据深圳市 50% 纯销份额。3、国控南宁与国控柳州合占广西第一市场份额。4、加快广东省 6 个二线城市布局，09 年底之前继续收购 4 个，深度纯销抢占基层市场，提升深广以外二线城市市场份额。公司不断复制国控广州的管理经验和经营模式，资源和信息共享，以此提升其商业整体盈利水平。
- 公司是中长线投资品种，维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级。国控南宁今年 5 月并表，零售业务 5 月剥离，我们维持 4 月 28 日报告中的业绩预测。维持预计公司 09~11 年销售收入将同比增长 35%、22% 和 23%，净利润将同比增长 35%、32% 和 37%，实现 EPS 0.72、0.96 和 1.31 元，当前 09~11 年预测 PE25 倍、19 倍和 14 倍。

财务数据与估值

会计年度	2007	2008	2009E	2010E	2011E
主营收入(百万元)	6878	8360	11278	13737	16924
同比增长	20%	22%	35%	22%	23%
营业利润(百万元)	169	184	254	343	478
同比增长	44%	9%	38%	35%	39%
净利润(百万元)	125	155	208	276	378
同比增长	56%	24%	35%	32%	37%
每股收益(元)	0.43	0.54	0.72	0.96	1.31
PE	42.2	33.6	25.2	18.9	13.9
PB	10.7	8.2	6.3	4.8	3.7

资料来源：招商证券

正文目录

一、完成资产收购和整合，完善工业和商业产业链.....	4
1、国控 04 年入主，过去三年管理改善，盈利能力显著提升.....	4
2、收购工业资产完善产业链和补充新产品.....	6
3、以国控广州为核心，收购商业资产布局二线城市深度纯销.....	6
4、整合 11 个三、四级子公司为 1 级子公司，提升经营效率.....	6
二、国控工业的重心：收购万庆完善产业链并引入新品种，引进专利胃药和出口规范市场多重举措.....	8
1、收购苏州万庆既解决了原料药供应又新增 17 个品种.....	8
2、万庆+致君将打造中国品种最全、质量最好的头孢抗生素，已启动欧盟认证开发国外市场.....	8
3、引进专利胃药，2011 年上市销售，潜力巨大.....	9
4、川抗所正在研发头孢磺啶、头孢拉宗、缓释口服液等新药.....	10
5、解决原料药供应+引入新品种，工业毛利率有望较快回升.....	10
三、商业适应新医改导向，雄踞广东广西，向二线城市扩张，深度纯销最大限度分享市场增长.....	12
1、国控广州、国控柳州和国控南宁 3 个分销平台.....	12
2、国控广州未来增长来自广州市场份额从目前 22.5%上升到 33%.....	12
3、深圳一致占据深圳市近 50%纯销份额.....	13
4、国控南宁今年 5 月并表，与国控柳州合占广西第一市场份额.....	13
5、加快广东省二线城市布局，深度纯销抢占基层市场.....	13
6、广州物流中心是国内最先进的医药物流中心.....	13
四、中长线投资品种，业绩预测和“强烈推荐—A”.....	14
1、基本面持续优化.....	14
2、公司工业是国控工业的重心，4 条路径培育短中长期增长点.....	14
3、新医改强化公司商业龙头优势，面临机遇.....	14
4、维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级.....	14

图表目录

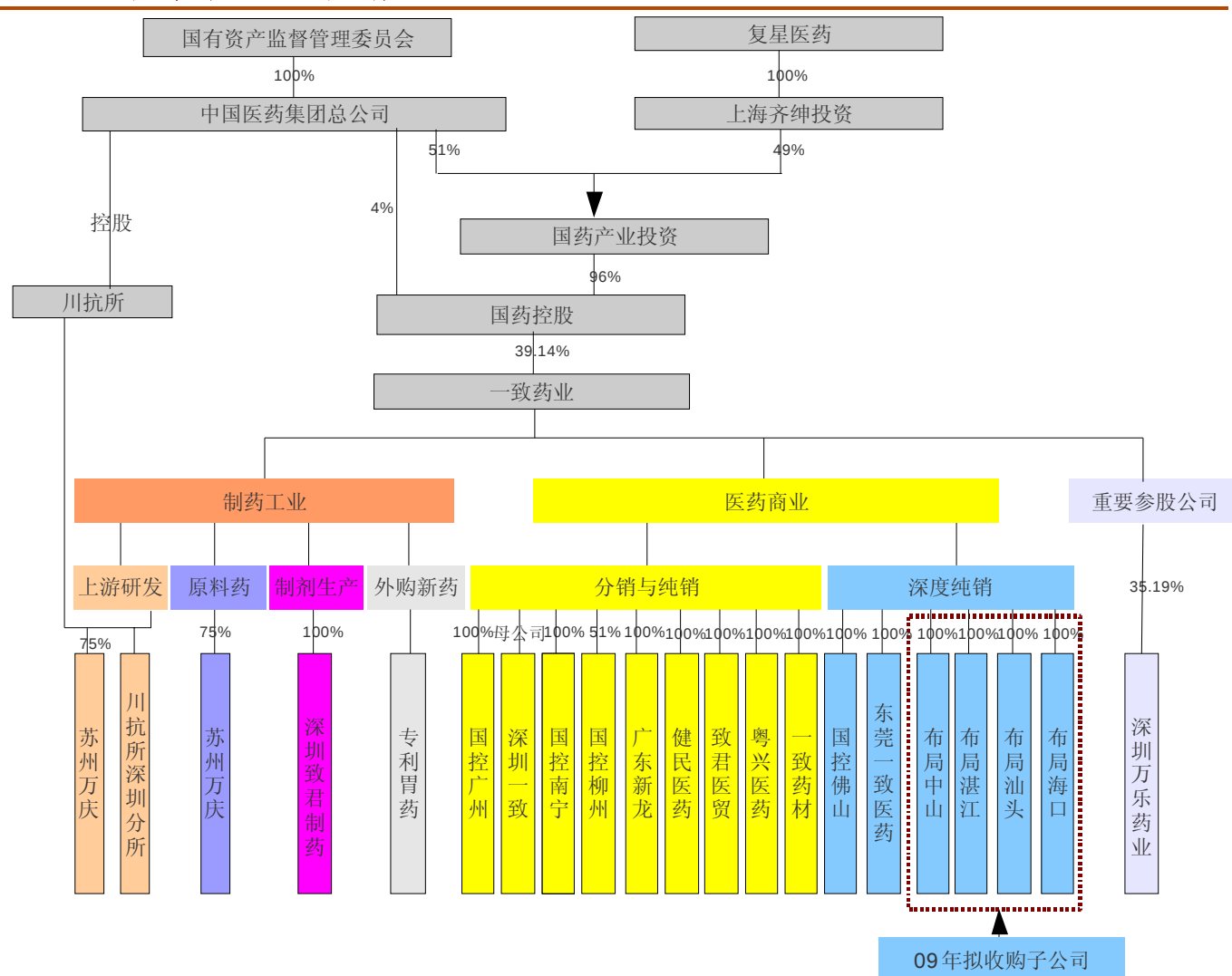
图 1: 一致药业最新股权结构和业务结构	4
图 2: 2006-2008 年销售收入复合增长 21%	5
图 3: 2006-2008 年净利润复合增长 21%	5
图 4: 一致药业 2006-2008 年销售收入结构	5
图 5: 一致药业 2006-2008 年毛利结构	5
图 6: 2006-2008 年一致药业 ROE 大幅上升到 24.7%	5
图 7: 呼吸系统止咳药 02-08 年销售规模及毛利率变化	11
图 8: 头孢系列产品 02-08 年销售规模及毛利率变化	11
图 9: 国控广州 06-08 年销售收入复合增长 36%	12
图 10: 国控广州 06-08 年净利润复合增长 45%	12
 表 1: 公司 05-08 年主要资产收购	 6
表 2: 原 9 个三、四级子公司变更为一级子公司	7
表 3: 收购苏州万庆既获得原料药来源又新增了 17 个新品种	8
表 4: 2008 年万庆和致君共有 11 个头孢抗生素市场份额领先	9
表 5: 致君医药 06-08 年经营指标	10
表 6: 06-08 年工业、商业销售收入增长情况	11
表 7: 06-08 年两大类制药产品销售收入增长情况	11
表 8: 国控广州 06-08 年盈利快速增长	12
表 9: 国控南宁 07 和 08 年经营指标	13
表 10: 一致药业分业务销售预测	15
表 11: 一致药业单季度、季度累计财务指标	15

一、完成资产收购和整合，完善工业和商业产业链

1、国控 04 年入主，过去三年管理改善，盈利能力显著提升

一致药业原大股东是深圳市投资管理公司，2003 年收入仅 17 亿元，净利润规模仅有 1500 万元，2004 年 2 月，国药控股溢价 27% 受让股权入主，陆续注入国控广州、国控南宁和国控柳州等优质流通资产，输入管理人才和经营经验，并在制药工业平台——致君制药成立四川抗生素研究所深圳分所，增强致君的研发实力，足见大股东打造“工商双强的南部国控”之战略（图 1）。

图 1：一致药业最新股权结构和业务结构



资料来源：公司年报，招商证券研究

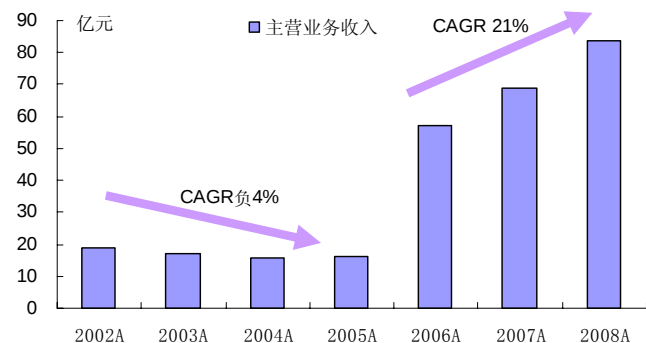
2006~2008 年销售复合增长 21%，净利润复合增长 39%

2006~2008 年，一致药业销售收入复合增长 21%，净利润复合增长 39%（图 2 和图 3）。其中：工业销售复合增长 29%，由于头孢抗生素原料药外购成本不断上涨，以及可待因原料紧缺，导致工业毛利率从 43.8% 下降到 26.2%，其毛利仅复合增长 0.3%，其销

售比重从 9% 微升到 10%，其毛利比重从 39% 下降到 33%（图 4 和图 5）。

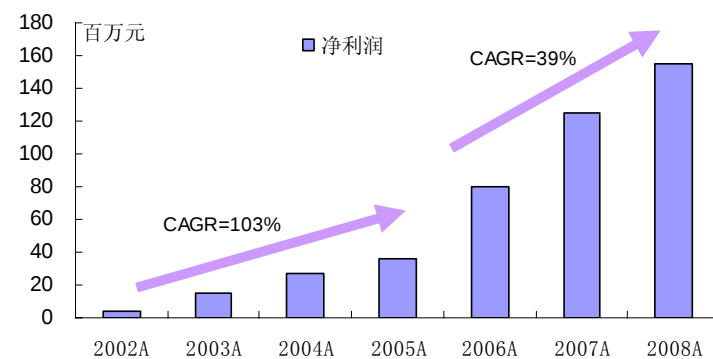
商业销售收入复合增长 12.6%，毛利率明显上升，毛利复合增长 17.5%。其销售比重从 55% 上升到 70%，其毛利比重从 36% 上升到 48%（图 4 和图 5）。

图 2：2006-2008 年销售收入复合增长 21%



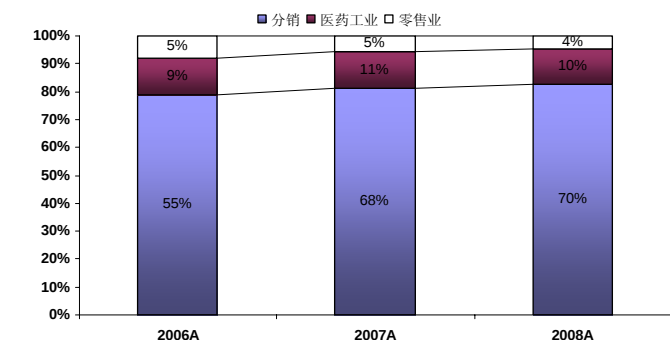
资料来源：公司年报，招商证券研究

图 3：2006-2008 年净利润复合增长 21%



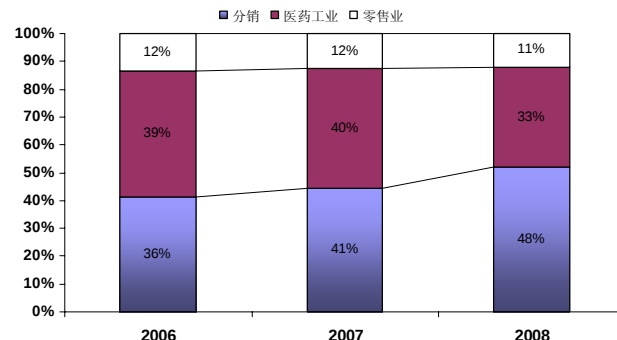
资料来源：公司年报，招商证券研究

图 4：一致药业 2006-2008 年销售收入结构



资料来源：公司年报，招商证券研究

图 5：一致药业 2006-2008 年毛利结构

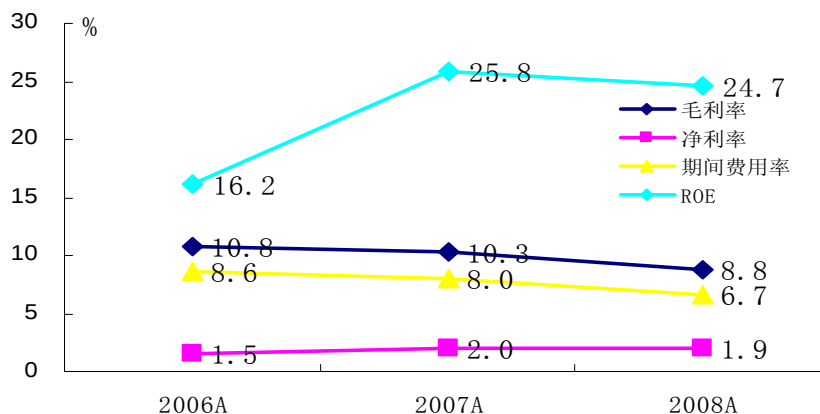


资料来源：公司年报，招商证券研究

2006~2008 年管理改善，ROE 大幅上升到 24.7%

过去三年，公司克服制药工业毛利率下降，期间费用率大幅下降 1.9 个百分点，保持了净利率稳中有升，ROE 大幅上升到 24.7% 的良好水平。

图 6：2006-2008 年一致药业 ROE 大幅上升到 24.7%



资料来源：公司年报，招商证券研究

2、收购工业资产完善产业链和补充新产品

公司 2005 年开始启动资产收购，2008 年陆续完成，扩张先后累计耗资 6 亿多元，收购工业资产为了完善“原料药制剂一体化”产业链和补充新产品，收购商业资产为了布局二线城市深度纯销。

表 1: 公司 05-08 年主要资产收购

万元		收购时间	收购后控股比例	净资产	收购价	收购P/B	08年收入	08年利润	备注
商业	国控广州	2005年6月	90%	10,192	10,673	1.2	612,993	8,764	08年已按100%并表
		2008年3月	100%	9,685	3,066	3.2			
	国控柳州	2005年6月	51%	1,927	3,180	3.2	47,764	232	08年1-10月为公告数据，11-12月为预测值
	广西一致	2008年5月	100%	500	500	1			
	国控佛山	2008年11月	100%	708	708	1			
	国控南宁	2008年12月	100%	2,890	3,043	1.1			
	东莞一致医药	2008年12月	100%	275	274	1	840	-13	08年1-10月为公告数据，11-13月为预测值
工业	苏州万庆	2008年12月	75%	4244	10,350	2.4	23,955	-1,908	08年数据包括11-12月预测值；承诺3月内增资3075万；08年亏损系资产减计，存货盘亏所致；07年收入1.6亿，利润9.1百万

资料来源：公司公告，招商证券研究

3、以国控广州为核心，收购商业资产布局二线城市深度纯销

广东省药品销售收入是我国最高的区域，08 年以 517 亿元、13% 的市场份额占据我国首位，高于北京市和上海市。公司商业以国控广州为核心盈利资产，围绕广东广西主要市场区域。国控广州以分销业务为主，经营品种 2/3 为进口药和合资药，1/3 为国产药。

公司收购商业资产，为布局二线城市深度纯销。08 年公司已经完成了东莞和佛山的收购，通过切入第三终端和药店，最终获得上游厂家的信赖，进入当地医院市场纯销。

公司 09 年底之前还将继续完成湛江、中山、海口和汕头 4 个二线城市的布局，深度纯销着眼于基层医疗市场，符合我国新医改政策导向。

4、整合 11 个三、四级子公司为 1 级子公司，提升经营效率

公司复制国控广州的模式，向旗下子公司输出管理人才和经验、提升其经营效率和盈利能力。08 年底履行程序挂牌增持受让原 3、4 级子公司股权，将其变更为 1 级子公司。除了国控柳州继续保持控股 51%、深圳万乐药业继续参股 35.19% 以外，其它 9 家公司全部增持到 100%。

今年 5 月，国控南宁和零售业务将完成股权变更交割，国控南宁完成收购、开始合并报表，而零售业务完成出售、不再纳入合并报表。

表 2: 原 9 个三、四级子公司变更为一级子公司

原 3、4 级子公司变更为 1 级子公司	持股比例
致君医药贸易有限公司	52.91%增持到 100%
深圳一致药材有限公司	从 90%增持到 100%
一致药业物流有限公司	从 90%增持到 100%
一致药店有限公司	从 90%增持到 100%
广东粤兴医药	增持到 100%
广东惠信投资有限公司	增持到 100%
广东恒畅物流有限公司	增持到 100%
国控佛山	增持到 100%
国控广东新龙有限公司	100%
深圳万乐药业有限公司	直接参股 35.19%
国控柳州	51%(保持不变, 另外 49%由柳州商贸控股有限公司持有)

资料来源: 公司公告, 招商证券研究

二、国控工业的重心：收购万庆完善产业链并引入新品种，引进专利胃药和出口规范市场多重举措

1、收购苏州万庆既解决了原料药供应又新增 17 个品种

公司工业以致君制药为平台。头孢抗生素的研发壁垒主要是原料药，苏州万庆以生产上游头孢抗生素原料药为主，SFDA 数据显示：万庆拥有原料药和制剂不同品规生产批文 59 个，与致君制药 89 个品规产品线既有协同又有互补。万庆原料药年生产能力 400 吨/年，可为致君制药提供头孢抗生素原料药，从而解决了致君历史上依赖外购价格不断上涨的原料药、毛利率低位徘徊，完善了产业链，致君头孢系列未来毛利率有望提高。

我们对比了万庆和致君的药品批文，发现收购苏州万庆以后，将新增 17 个新品种，其中抗生素 6 个，非抗生素 11 个。我们着重指出的是：万庆排名第一（占有率高达 29%）的头孢匹罗，是颇具市场潜力的头孢品种。万庆是对公司川抗所研发平台的有益补充，因此，我们在图 1 中将其同时列为研发和原料药两个业务平台。

表 3：收购苏州万庆既获得原料药来源又新增了 17 个新品种

	药品	药品批准文号
抗生素类（6 个）	硫酸头孢匹罗/碳酸钠	H20080799
	头孢孟多酯钠	H20083192
	头孢硫脒	H20067426
	硫酸头孢匹罗	H20051280
	头孢克洛	H20059662
	头孢丙烯	H20046362
非抗生素类（11 个）	盐酸舍曲林	H20059165
	氯雷他定	H20051399
	富马酸酮替芬	H20055253
	替米沙坦	H20050353
	尼扎替丁	H20053694
	甲磺酸帕珠沙星	H20041948
	洛索洛芬钠	H20041922
	美洛昔康	H20041839
	酮洛芬	H20046080
	丙硫氧嘧啶	H20045411
	卡马西平	H20044223

资料来源：招商证券研究

2、万庆+致君将打造中国品种最全、质量最好的头孢抗生素，已启动欧盟认证开发国外市场

致君 07 年完成了观澜新生产车间的搬迁，新基地投资 2 亿元建成，每年折旧 2000 万元，运营费用 1000 万元，08 年短期内已影响了致君的利润贡献。

公司 09 年对万庆生产车间进行边生产边改造，预计万庆 09 年可供给致君 80%的原料

药需求，2010 年以后将可向其 100%供应原料。

“万庆+致君”08 年已有 11 个头孢抗生素市场份额领先，基础扎实

从下表可看出：致君的“头孢呋辛”和“头孢西丁”保持市场份额第一位，万庆的头孢匹罗保持市场第一。08 年双方共有 11 个头孢抗生素市场份额领先。

万庆和致君组建一体化产业链，已经具备扎实的合作基础。双方合作目标是打造中国品种最全、质量最好的头孢抗生素。

表 4：2008 年万庆和致君共有 11 个头孢抗生素市场份额领先

品种	致君占比	万庆占比	合计	市场份额排名
头孢呋辛	17.4%	0.2%	17.5%	1
舒巴坦钠/头孢哌酮钠	3.7%	0.3%	4.1%	3
头孢米诺	2.4%	4.2%	6.6%	4
头孢吡肟	8.0%		8.0%	5
头孢唑肟	7.3%		7.3%	4
头孢曲松	0.5%		0.5%	5
头孢克肟	8.8%		8.8%	3
头孢他啶	3.1%	0.8%	3.9%	5
头孢唑啉钠	1.4%		1.4%	2
头孢匹胺	0.1%		0.1%	21
头孢西丁	24.6%	1.2%	25.9%	1
头孢尼西		1.7%	1.7%	13
头孢匹罗		28.9%	28.9%	1

资料来源：招商证券研究

致君 3 个头孢抗生素制剂已启动欧盟认证

09 年致君制药的“头孢唑啉”、“头孢呋辛”和“头孢曲松”3 个制剂已经启动了欧盟 EUGMP 认证，将投入 2000 万元，预计 2011 年有望在欧洲上市销售。

3、引进专利胃药，2011 年上市销售，潜力巨大

致君制药 08 年以 350 万美元从韩国柳韩洋行（Yuhan）公司引进了专利胃药 Revanex 在中国和香港地区的独家生产销售权。

Revanex 是新型质子泵抑制剂，即可逆的、钾离子竞争性质子泵抑制剂，治疗十二直肠溃疡和胃炎时，见效快，服用 2 天即见效，而且可长期服用，无明显副作用。

由阿斯利康公司生产的“埃索美拉唑”是当前全球治疗十二直肠溃疡和胃炎的畅销药，属于不可逆的质子泵抑制剂，08 年销售收入达到了 52 亿美元，其需要服用一周才见效，且不宜长期服用。因此，Revanex 要优于埃索美拉唑。

一致药业正投入 500 万元在国内作再评价的临床准入，预计 Revanex 2011 年在中国上市销售。

4、川抗所正在研发头孢磺啶、头孢拉宗、缓释口服液等新药

致君制药的研发平台以川抗所深圳分所为主，正在研发头孢磺啶和头孢拉宗新药，预计 2011 年上市。目前国内尚无头孢磺啶和头孢拉宗进口，头孢磺啶是取代头孢他啶的新型抗生素，治疗绿脓杆菌等革兰氏阴性细菌感染疗效突出。头孢拉宗是取代头孢西丁和头孢呋辛的新型抗生素。

我国目前只有固体缓释制剂，尚未有缓释口服液，致君制药正在开发“缓释可待因口服液”。

5、解决原料药供应+引入新品种，工业毛利率有望较快回升

致君 08 年过亿产品 3 个，09 年将有 6 个过亿产品

08 年致君制药已有 3 个产品销售过亿元，其中：头孢呋辛钠 2 亿多元，头孢克肟 1 亿多元、联邦止咳露 1 亿多元。06~08 年致君制药销售收入复合增长 22%，净利润复合增长 19%。

表 5：致君医药 06-08 年经营指标

百万元	06A	07A	08A
收入	521	678	775
YOY	7.0%	30.0%	14.4%
CAGR		21.9%	
净利润	61	68	86
YOY	-8.3%	12.2%	26.8%
CAGR		19.3%	

资料来源：公司年报、招商证券研究

09 年致君将新增 3 个产品销售过亿元：注射头孢西丁（08 年 5000 多万元）、口服头孢呋辛酯（08 年 6000 万元左右）和舒巴坦钠/头孢哌酮钠。

致君 09 年推出联立克弥补联邦止咳露

由于联邦止咳露含 2% 可待因成分，其产销量受到有成瘾性风险的“可待因”配额的限制，08 年销售收入下降 26%，因此，公司推出联立克弥补联邦止咳露，增加了祛痰成分，减少了可待因成分，将可待因降到 1%。

致君毛利率有望回升

受国家管控原料可待因的成瘾性影响，公司呼吸系统止咳药 2006~2008 年销售收入和毛利复合负增长 15%。推出联立克有望回升其毛利率。

公司头孢系列毛利率从 03 年的 45% 下降到当前的 13%，主要原因是产品价格下降和原料药价格上涨，收购万庆后，解决了原料药供应，又引入新品种，工业毛利率有望较快回升。

表 6：06-08 年工业、商业销售收入增长情况

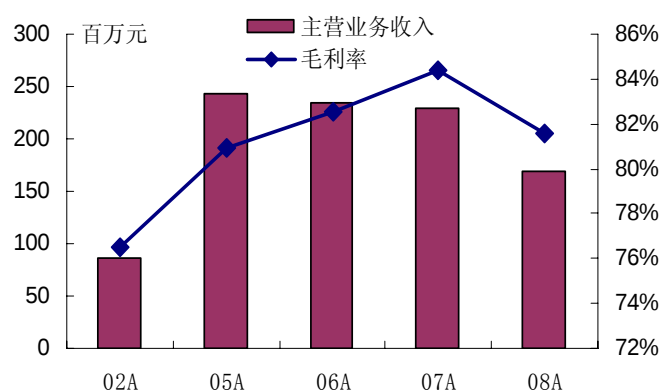
百万元	营业收入				毛利				毛利率		
	06A	07A	08A	CAGR	06A	07A	08A	CAGR	06A	07A	08A
医药工业	522	742	877		228	267	230		43.8%	35.9%	26.2%
YOY(+/-)	2.7%	42.3%	18.2%	29.7%	-11.8%	16.8%	-13.9%	0.3%	-7.2%	-7.9%	-9.8%
医药批发	6,439	6,752	8,165		281	325	387		4.4%	4.8%	4.7%
YOY(+/-)	280.6%	4.9%	20.9%	12.6%	315%	15.9%	19.1%	17.5%	0.4%	0.5%	-0.1%
医药零售	311	327	342		69	79	79		22.2%	24.2%	23.0%
YOY(+/-)	40.6%	5.2%	4.6%	4.9%	49.9%	14.6%	-0.5%	6.8%	1.4%	2.0%	-1.2%

资料来源：公司年报，招商证券研究

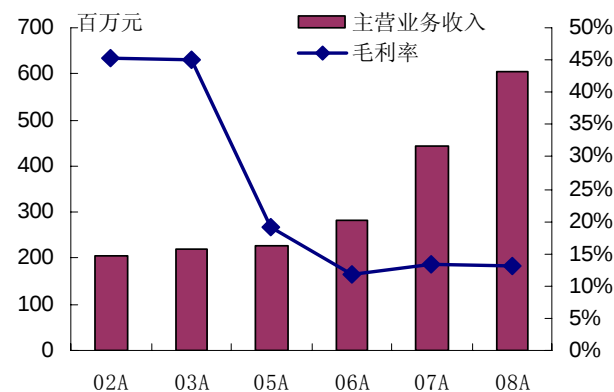
表 7：06-08 年两大类制药产品销售收入增长情况

百万元	营业收入				毛利				毛利率		
	06A	07A	08A	CAGR	06A	07A	08A	CAGR	06A	07A	08A
呼吸系统止咳用药	234	229	169		193	193	138		82.5%	84.4%	81.6%
YOY(+/-)	-3.7%	-2.2%	-26.1%	-15.0%	-1.8%	0.05%	-28.6%	-15.5%	1.6%	1.9%	-2.9%
头孢系列	283	444	606		34	59	79		11.9%	13.3%	13.1%
YOY(+/-)	23.8%	56.7%	36.5%	46.3%	-22.6%	75.3%	33.9%	53.2%	-7.2%	1.4%	-0.3%

资料来源：公司年报，招商证券研究

图 7：呼吸系统止咳药 02~08 年销售规模及毛利率变化


资料来源：公司年报，招商证券研究（注：03、04 年未披露）

图 8：头孢系列产品 02~08 年销售规模及毛利率变化


资料来源：公司年报，招商证券研究（注：04 年未披露）

三、商业适应新医改导向，雄踞广东广西，向二线城市扩张，深度纯销最大限度分享市场增长

新医改明确指出要减少药品流通环节和实行区域集中配送。因此，流通企业必须增加直接面向医疗机构和零售药店的终端纯销。国控系的一致药业走在行业前列，公司适应新医改导向，雄踞广东广西，向二线城市扩张，深度纯销最大限度分享市场增长。

1、国控广州、国控柳州和国控南宁 3 个分销平台

大股东国控从 05 年开始实施“南部国控”战略，先后向一致药业注入国控广州、国控柳州和国控南宁，3 个分销平台已搭建完毕，一致药业持有国控广州和国控南宁 100% 股权、持有国控柳州 51% 股份。国控广州雄踞广东、国控柳州和国控南宁雄踞广西。

2、国控广州未来增长来自广州市场份额从目前 22.5% 上升到 33%

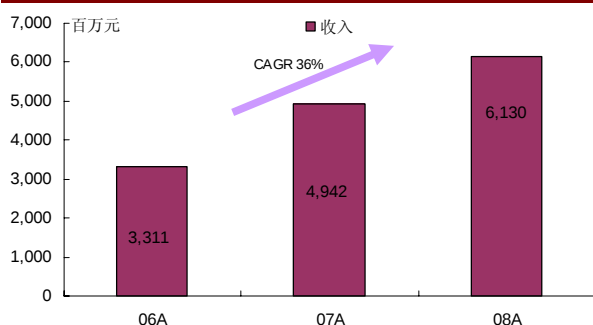
国控广州 06~08 年销售收入复合增长 36%，净利润复合增长 45%，08 年实现销售收入 61 亿元和净利润 8800 万元。国控广州 08 年新增获得了惠氏公司婴幼儿肺炎球菌疫苗 Pevnar 华南总经销权。

表 8：国控广州 06-08 年盈利快速增长

百万元	06A	07A	08A
收入	3,311	4,942	6,130
YOY	21.1%	49.2%	24.0%
CAGR		36.1%	
净利润	42	76	88
YOY	65.2%	82.0%	15.7%
CAGR		45.1%	

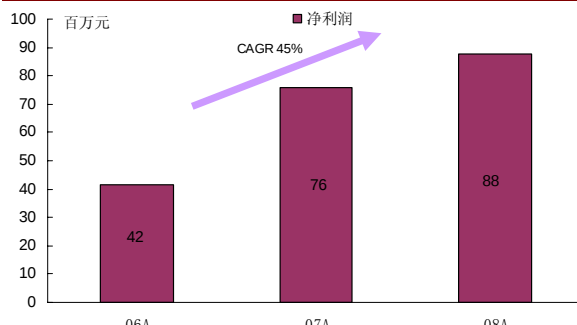
资料来源：公司年报，招商证券研究

图 9：国控广州 06-08 年销售收入复合增长 36%



资料来源：公司年报，招商证券研究

图 10：国控广州 06-08 年净利润复合增长 45%



资料来源：公司年报，招商证券研究

国控广州 08 年已经占据了广州市场份额 22.5%，经营品种 2/3 为进口药和合资药，1/3 为国产药，目标是提高市场份额到 33%。新医改实行区域集中配送将有力促进公司完成这一战略目标。

3、深圳一致占据深圳市近 50%纯销份额

深圳一致已经占据深圳市近 50%纯销份额，新医改实行区域集中配送对其有利，国控广州逐步将经营品种与深圳一致共享，提高其毛利率和盈利能力。

4、国控南宁今年 5 月并表，与国控柳州合占广西第一市场份额

国控广州 07 年和 08 年已经托管了国控南宁两年。预计国控南宁今年 5 月完成股权变更、并表，与国控柳州合占广西第一市场份额。08 年国控南宁销售收入同比增长了 46%，实现销售收入 4.8 亿元和净利润 230 万元，我们预计未来三年复合增长 50%，09 年收入将达到 6 亿元，净利润达到 400 万元。

表 9：国控南宁 07 和 08 年经营指标

百万元	2007	2008
收入	327.8	480
YOY		46.4%
净利润	2.5	2.3
YOY		-6.1%

资料来源：公司公告，招商证券研究

5、加快广东省二线城市布局，深度纯销抢占基层市场

公司 08 年已经完成了东莞和佛山收购。根据药品挂网招标采购金额，东莞和佛山 08 年达到了 20 亿元，相当于 1 个省，因此，一致药业收购的佛山虽然目前只有 1 个亿的销售额，但公司通过先切入第二、第三终端，获得上游企业信任后，再进入医院目标终端，最终谋求进入东莞和佛山流通前三强。

09 年底之前，公司还将完成中山、湛江、汕头和海口等 4 个经济发达地区的布局收购，旨在持续提升深广以外二线城市市场份额。

6、广州物流中心是国内最先进的医药物流中心

由大股东国控投资 1.4 亿元新建的广州物流中心是我国目前最先进的医药物流中心，占地两万平米，实行多仓多货组分检系统，已经获得了正式的“广东省第三方医药物流中心”牌照，我们看好其对一致药业广东省分销业务的硬件支持。未来在新医改区域集中配送中占有绝对优势。

四、中长线投资品种，业绩预测和“强烈推荐—A”

1、基本面持续优化

从国控 04 年入主后，一致药业基本面不断积极转变，过去三年管理改善，盈利能力显著提升，ROE 08 年已大幅上升到 24.7% 的优秀水平。2006~2008 年销售复合增长 21%，净利润复合增长 39%。

2、公司工业是国控工业的重心，4 条路径培育短中长期增长点

- ✓ 08 年收购苏州万庆 75% 股权，解决了头孢抗生素原料药的供应，09 年将供给 80% 需求，2010 年将 100% 供应。既完善了产业链，又带进了 17 个新产品，包含 6 个抗生素和 11 个非抗生素，“万庆+致君”08 年已有 11 个头孢抗生素市场份额领先，基础扎实。
- ✓ 致君制药 07 年完成观澜新厂区搬迁，生产已经发生了质的提升，作中国品质最好品规最全的抗生素的同时，也正在启动 3 个制剂欧盟认证，2011 年有望出口规范市场。
- ✓ 从韩国外购新型专利胃药 Revanex（可逆的质子泵抑制剂），服用两天即可见效，适宜长期服用，比目前同类畅销药 08 年销售额 52 亿美元的“埃索美拉唑”更具有潜力。
- ✓ 研发平台川抗所正在研发头孢磺啶和头孢拉宗等新型抗生素和缓释口服液。

3、新医改强化公司商业龙头优势，面临机遇

公司拥有国内最先进的医药物流中心、雄踞广东广西的国控广州、国控柳州和国控南宁 3 个分销平台，新医改“商业分级分类管理和区域集中配送”将强化公司华南商业龙头优势。广东省是我国药品销售收入最高区域，08 年 517 亿元占据首位。

公司目标是：1、将广州市场份额从目前 22.5% 提高到 33%，2、占据深圳市 50% 纯销份额。3、国控南宁与国控柳州合占广西第一市场份额。4、09 年底前继续收购 4 个，加快广东省 6 个二线城市布局，深度纯销抢占基层市场，提升深广以外二线城市市场份额。公司不断复制国控广州的管理经验和经营模式，资源和信息共享，以此提升其商业整体盈利水平。

4、维持业绩预测和“强烈推荐—A”评级

我们维持 4 月 28 日报告中的业绩预测和“强烈推荐—A”投资评级。维持预计公司 09~11 年销售收入将同比增长 35%、22% 和 23%，净利润将同比增长 35%、32% 和 37%，实现 EPS 0.72、0.96 和 1.31 元，当前 09~11 年预测 PE25 倍、19 倍和 14 倍。

我们对公司分业务模块的销售预测见表 10。

表 10：一致药业分业务销售预测

分业务、百万元		2008A	2009E	2010E	2011E	预测说明
工业产品	呼吸系统药	169	194	224	268	联立克和氨溴索09年推出，缓释可待因口服液也将推出
	头孢抗生素	606	715	858	1055	09年主要产品进入基本药物目录，新医改机遇，其80%原料药由万庆提供。2011年出口欧洲。
	其他	102	105			
	苏州万庆		283	340	418	07年净利润910万元。08年收入2.4亿元，由于计提资产减值而亏损。
工业销售收入合计		877	1298	1421	1742	
销售收入同比增长率		18.2%	48.0%	9.5%	22.5%	2010年预测收入增长率虽然不高，但原料药由万庆提供，毛利率明显上升
分销及纯销	国控广州	6130	7356	8827	10593	南宁未来3年复合增长50%，柳州未来3年复合增长40%，5个二线城市2010年以后贡献明显
	国控南宁	478	600	900	1350	
	国控柳州等其它	1557	2024	2591	3239	
零售		268				09年剥离后，贡献投资收益1949万元
内部抵消		114				
商业销售合计		8165	9980	12318	15181	
销售同比增长率		20.9%	21.0%	22.0%	23.2%	行业平均增速20%，一致药业作为商业龙头，增速高出行业平均
工商业销售合计		8360	11278	13739	16923	
销售同比增长率		21.6%	34.9%	21.8%	23.2%	09年初开始合并苏州万庆，5月开始合并国控南宁，当年销售收入增长贡献较大。

资料来源：公司公告，招商证券研究

表 11：一致药业单季度、季度累计财务分析

单位：百万元	06Q1	06Q2	06Q3	06Q4	07Q1	07Q2	07Q3	07Q4	08Q1	08Q2	08Q3	08Q4	09Q1	07A	08A
一、营业总收入	1244	1416	1377	1671	1490	1752	1856	1780	1846	2054	2190	2270	2245	6878	8360
二、营业总成本	1217	1384	1346	1652	1454	1710	1820	1759	1802	2012	2143	2235	2188	6743	8193
其中：营业成本	1099	1244	1231	1517	1335	1587	1661	1588	1693	1862	1994	2079	2060	6171	7628
营业税金及附加	2	2	2	4	2	2	3	5	2	2	2	5	3	12	11
销售费用	73	93	64	71	71	76	93	92	57	74	82	86	75	332	298
管理费用	45	38	37	45	40	40	53	56	38	63	51	52	42	189	205
财务费用	4	6	7	6	5	7	9	9	12	15	12	14	8	30	54
资产减值损失	-6	1	4	9	0	-2	1	10	-1	-4	2	0	0	9	-3
三、其他经营收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资收益	1	3	3	0	1	2	28	3	3	4	4	6	3	34	17
四、营业利润	28	35	35	20	37	44	64	25	47	46	51	41	60	169	184
加：营业外收入	0	0	0	0	0	0	3	20	2	8	6	4	1	23	20
减：营业外支出	0	1	0	2	1	1	0	1	0	0	0	0	0	2	1
五、利润总额	29	35	35	18	37	43	67	44	49	53	56	45	60	191	204
减：所得税	6	11	8	5	9	8	20	15	9	11	10	11	17	52	41
六、净利润	22	23	27	13	28	36	46	29	40	42	46	34	44	139	162
减：少数股东损益	1	1	2	0	1	2	3	7	2	3	2	0	1	14	8
七、归属母公司所有者净利润	21	22	25	12	26	34	43	22	38	39	44	34	43	125	155
EPS	0.08	0.08	0.06	0.04	0.09	0.12	0.15	0.08	0.13	0.13	0.15	0.12	0.15	0.43	0.54
收入增长率	241%	232%	243%	277%	20%	24%	35%	7%	24%	17%	18%	28%	22%	20%	22%
毛利率	12%	12%	11%	9%	10%	9%	10%	11%	8%	9%	9%	8%	8%	10%	9%
营业利润率	2%	2%	3%	1%	3%	3%	3%	1%	3%	2%	2%	2%	3%	2%	2%
净利率	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	1%	2%	2%	2%
营业费率	6%	7%	5%	4%	5%	4%	5%	5%	3%	4%	4%	4%	3%	5%	4%
管理费率	4%	3%	3%	3%	3%	2%	3%	3%	2%	3%	2%	2%	2%	3%	2%
实际税率	22%	32%	23%	29%	25%	18%	30%	34%	18%	21%	18%	25%	28%	27%	20%
净利润增长率	88%	172%	209%	46%	24%	53%	73%	79%	46%	15%	2%	56%	13%	56%	24%

资料来源：公司季报、半年报、年报，招商证券研究

附：财务预测表

资产负债表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	2370	3102	4046	4891	6072
现金	255	345	350	392	535
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	167	222	305	371	457
应收款项	1287	1727	2314	2818	3472
其它应收款	33	33	45	55	68
存货	574	736	982	1193	1464
其他	54	40	51	63	77
非流动资产	536	582	577	567	562
长期股权投资	57	70	70	70	70
固定资产	341	375	378	380	382
无形资产	53	58	52	47	42
其他	85	80	77	70	68
资产总计	2906	3684	4623	5458	6635
流动负债	2272	2969	3718	4293	5101
短期借款	254	379	433	380	380
应付账款	1055	1357	1831	2225	2732
预收账款	16	18	21	25	31
其他	947	1214	1433	1663	1959
长期负债	117	66	66	66	66
长期借款	78	30	30	30	30
其他	39	36	36	36	36
负债合计	2389	3035	3784	4359	5167
股本	288	288	288	288	288
资本公积金	5	5	5	5	5
留存收益	191	335	514	761	1110
少数股东权益	33	21	32	45	64
母公司所有者权益	484	628	807	1054	1403
负债及权益合计	2906	3684	4623	5458	6635

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	88	247	80	161	211
净利润			208	276	378
折旧摊销			47	46	45
财务费用			20	17	16
投资收益			(17)	(17)	(17)
营运资金变动			(194)	(180)	(238)
其它			16	19	26
投资活动现金流	(13)	(88)	(40)	(36)	(40)
资本支出			(40)	(40)	(40)
其他投资			(0)	4	0
筹资活动现金流	(26)	(69)	(35)	(82)	(28)
借款变动			(3)	(53)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(29)	(29)	(29)
其他			(3)	(0)	1
现金净增加额	48	89	5	42	143

资料来源：公司报表、招商证券

利润表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	6878	8360	11278	13737	16924
营业成本	6171	7628	10288	12500	15346
营业税金及附加	12	11	11	14	17
营业费用	332	298	440	536	660
管理费用	189	205	282	343	423
财务费用	30	54	20	17	16
资产减值损失	9	(3)	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	34	17	17	17	17
营业利润	169	184	254	343	478
营业外收入	23	20	20	20	20
营业外支出	2	1	1	1	1
利润总额	191	203	273	362	497
所得税	52	41	55	73	100
净利润	139	162	219	289	397
少数股东损益	14	8	10	14	19
母公司所有者净利润	125	155	208	276	378
EPS (元)	0.43	0.54	0.72	0.96	1.31

主要财务比率

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
年成长率					
营业收入	20%	22%	35%	22%	23%
营业利润	44%	9%	38%	35%	39%
净利润	56%	24%	35%	32%	37%
获利能力					
毛利率	10.3%	8.8%	8.8%	9.0%	9.3%
净利率	1.8%	1.9%	1.8%	2.0%	2.2%
ROE	25.8%	24.6%	25.8%	26.1%	26.9%
ROIC	17.0%	17.0%	16.8%	19.0%	21.0%
偿债能力					
资产负债率	82.2%	82.4%	81.9%	79.9%	77.9%
净负债比率	11.4%	12.7%	10.0%	7.5%	6.2%
流动比率	1.0	1.0	1.1	1.1	1.2
速动比率	0.8	0.8	0.8	0.9	0.9
营运能力					
资产周转率	2.4	2.3	2.4	2.5	2.6
存货周转率	11.6	11.6	12.0	11.5	11.6
应收帐款周转率	5.7	5.5	5.6	5.4	5.4
应付帐款周转率	6.1	6.3	6.5	6.2	6.2
每股资料(元)					
每股收益	0.43	0.54	0.72	0.96	1.31
每股经营现金	0.30	0.86	0.28	0.56	0.73
每股净资产	1.68	2.18	2.80	3.66	4.87
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10	0.10
估值比率					
PE	42.2	33.6	25.2	18.9	13.9
PB	10.7	8.2	6.3	4.8	3.7
EV/EBITDA	23.2	16.8	15.4	14.1	13.2

分析师简介

张明芳，武汉大学生物化学专业硕士，曾在国家食品药品监督管理局直属的中国药品生物制品检定所（NICBP）工作了6年，6年证券从业经验，目前为招商证券医药行业首席分析师。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

我公司从2008年4月11日起，调整公司短期评级名称及定义、公司短期评级与行业投资评级的比较基准，公司长期评级保持不变。调整后的评级体系如下：（详细情况请参见《关于招商证券调整投资评级体系的说明》）

公司短期评级

以报告日起6个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起6个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深300指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

免责条款

本报告中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。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归招商证券所有。未经我公司书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载。