

张明芳
010-80887423
zhangmf@cmschina.com.cn

徐列海
010-88087800
xuliehai@cmschina.com.cn

2009年11月27日

一致药业(000028.SZ)/24.72元

子公司增资改善融资限制,收购湛江天丰推进二线城市深度纯销布局

日用消费·医药

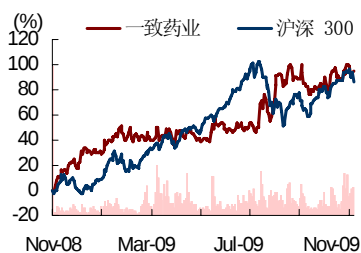
强烈推荐-A(维持)

基础数据

上证综指	3171
总股本(万股)	28815
已上市流通股(万股)	23326
总市值(亿元)	71
流通市值(亿元)	58
每股净资产(MRQ)	2.7
ROE(TTM)	23.0
资产负债率	83.3%
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	6	38	91
相对表现	4	10	2



相关报告

- 1、一致药业—外延扩张和内部整合驱动公司保持较快增长 2009/10/30
- 2、医药行业 2009 年第 4 季度投资策略——整合、创新、延伸、转型和政策受益 5 大类公司市值快速上升 2009/10/19
- 3、一致药业—外延扩张和内部整合齐贡献,工业商业均快速增长 2009/8/28
- 4、一致药业——加国控工业的重心,雄踞广东广西流通业,双主业都进入快速增长期 2009/5/8
- 5、一致药业——加快市场扩张,工业和商业均面临新医改机遇 2009/4/28
- 6、基本药物目录出台点评——基本药物目录及制度出台带动 3 类药企的投资机会 2009/8/19
- 7、医药周报(2009.8.10-8.14)——短期防御中,我们重点推荐 4 类医药个股 2009/8/10

公司今日发布董事会决议公告:公司将利用自有资金对国控广州等 5 家子公司进行增资、对惠信投资进行减资,以改善融资及业务开展限制。收购天丰医药,布局湛江地区医院纯销,汕头等二线城市收购正在审批中。维持业绩预测,当前股价对应 09 年、2010 年预测 PE 为 34 倍、26 倍,维持“强烈推荐-A”评级。

- 对子公司增资改善融资及业务限制,提高市场竞争力。截至 09 年中期,国控广州、国控南宁、粤兴医药、致君医药及恒畅物流 5 家子公司的资产负债率分别为 92.4%、89.2%、92.6%、79%及 116%,公司将分别增资 3.5 亿元、7100 万元、2700 万元、1.31 亿元及 446 万元,共计 5.6 亿元,将资产负债率分别降至 60.3%、70.5%、55.6%、56.5%及 36.2%,改善各子公司融资限制,利于业务拓展及市场竞争力的提高。3 季报显示,母公司账上现金仅 1.1 亿元,增资资金缺口较大,而资产负债率达 68.6%,我们判断公司存在较大的再融资需求,且将通过分批方式完成各子公司增资。惠信投资由于未开展药品销售业务,拟减资 4500 万元至 500 万元,以提高资金综合使用效率。
- 收购湛江天丰医药,推进布局两广二线城市深度纯销战略。作价 118 万元收购湛江天丰医药 100%股权,并更名为国控湛江,以此为平台加强湛江地区医院纯销。天丰医药 08 年收入、净利润分别为 3223 万元和 99 万元,09 年 1-9 月份收入、净利润分别为 2513 万元和 -100 万元。至此,公司已完成佛山、东莞、柳州及湛江等地深度纯销布局,汕头等两广二线城市医药商业企业收购正在审批中。公司将通过构建“国控广州医药分销、二线城市深度纯销”的医药分销系统,加强其在两广地区医药商业的龙头地位。
- 维持业绩预测和“强烈推荐-A”投资评级。预计 09~2011 年收入同比分别增长 35%、22%和 23%,净利润同比分别增长 34%、32%和 37%,实现 EPS 0.72 元、0.96 元和 1.31 元。公司为国控南方医药资产整合平台,我们看好其外延扩张和内部整合将驱动业绩快速增长,未来将持续受益于新医改区域集中招标和统一配送所带来的市场份额的提升,当前股价对应 09~2010 年预测 PE 34 倍和 26 倍,维持“强烈推荐-A”评级。

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%	34%	32%	37%
每股收益(元)	0.43	0.54	0.72	0.96	1.31
PE	57.0	46.0	34.2	25.9	18.8
PB	14.7	11.3	8.8	6.8	5.1

资料来源: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	4052	4892	6065
现金	255	345	350	386	518
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	988	1200	1473
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	4629	5459	6627
流动负债	2272	2969	3724	4293	5101
短期借款	254	379	440	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	3790	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	762	1102
少数股东权益	33	21	32	45	64
母公司所有者权益	484	628	807	1055	1396
负债及权益合计	2906	3684	4629	5459	6627

现金流量表

单位：百万元	2007	2008	2009E	2010E	2011E
经营活动现金流	88	247	75	160	209
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			10	18	25
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)	(30)	(87)	(37)
借款变动			3	(60)	0
普通股增加			0	0	0
资本公积增加			0	0	0
股利分配			(29)	(28)	(38)
其他			(4)	(0)	1
现金净增加额	48	89	5	36	132

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	218	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%	34%	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%	27.1%
ROIC	17.0%	17.0%	16.7%	19.0%	21.1%
偿债能力					
资产负债率	82.2%	82.4%	81.9%	79.8%	78.0%
净负债比率	11.4%	12.7%	10.1%	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	11.9	11.4	11.5
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	0.26	0.55	0.73
每股净资产	1.68	2.18	2.80	3.66	4.84
每股股利	0.00	0.10	0.10	0.10	0.13
估值比率					
PE	57.0	46.0	34.2	25.9	18.8
PB	14.7	11.3	8.8	6.8	5.1
EV/EBITDA	24.4	20.1	17.5	13.8	10.4

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。

徐列海，中山大学金融学硕士，生物技术、会计双学士，2009年加入招商证券，任医药行业助理分析师。

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

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。