

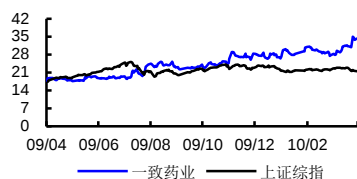
动态报告

医药保健
医疗器械与服务
一致药业(000028)
推荐
10 年一季报点评

(维持评级)

2010 年 4 月 27 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	34.37
总股本/流通 A 股(百万股)	288.15/233.26
流通 B 股/H 股(百万股)	54.89/0.00
总市值/流通市值(百万元)	9,903.69/9,903.48
上证综指/深圳成指	2,969.50/11,602.63
12 个月最高/最低 (元)	35.05/17.45

财务数据

净资产值(百万元)	886.62
每股净资产(元)	3.08
市净率	11.17
资产负债率	82.87%
息率	0.29%

相关研究报告:

《一致药业 09 年报点评: 内生外延并举发展(请以此为准)》——2010-3-23

《一致药业 09 年报点评: 内生外延并举发展》——2010-3-23

《一致药业: 收购南宁医药公司: 分销扩张更进一步》——2010-1-25

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130755

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

Sac 执业证书编号: S0980207050195

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

Q1 业绩超预期, 下半年更值得期待

●Q1 业绩增长 44%超预期

10 年 Q1 公司实现收入 29.87 亿元, 同比增长 26.9%; 归属母公司股东的净利润 6396 万元, 同比增长 43.9%。实现 EPS0.22 元/股, 超出我们之前预计的 0.20 元。每股经营性现金流-0.23 元/股, 一季度回款放慢在公司经营史上为正常情况, 也有合并苏州万庆因素。

●合并苏州致君&利率上升致期间费用上升较快

本期期间费用增长 33.7%, 增长较快。其中销售费用同比增长 20%, 在合并致君万庆情况下仍低于收入增速; 管理费用因致君制药加大研发投入及合并万庆同比较快速增长 47%; 财务费用因今年利率上升也大幅增长了 79%。

●实际税率下降助力业绩增长

利润总额增长 37.3%。净利润增速较高因 09 年 Q1 公司进行了一系列内部股权划转而缴税, 致当期实际税率高达 28%, 10Q1 实际税率正常体现为 22%。

●工业、商业收入继续保持快速增长, 下半年更值得期待

商业: 继续保持领先行业增速, 今年初收购延丰后在深圳份额将达 50%以上, 后续公司还将在广东布局 8 个城市; 广西市场在收购南宁公司后今年收入有望实现翻番增长达到 20 亿元左右。

工业: 致君现在已经产能不足, 即将扩产; 万庆一期技改完成主要针对技术工艺提升至符合致君要求, 二期技改才将大幅提升产能, 预计 3 季度完成投产, 我们预计 10Q4 工业收入增长更快。

●维持“推荐”评级, 上调目标价至 39 元

上调 10~11 年 EPS 预测至 0.90、1.17 元 (原为 0.88、1.15 元/股), 同比增长 34%、31%。公司在大股东国药控股框架下定位日益清晰: 商业立足两广深耕细作, 工业作为国控主要平台发展空间广阔, 外延收购有望带来超预期增长。上调一年目标价至 39 元, 相当于 11PE33X, 维持“推荐”评级。

盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	8,757.51	10,949.94	14,016	17,520	21,269
(+/-%)	27.32%	25.03%	28.0%	25.0%	21.4%
净利润(百万元)	159.79	192.71	259	338	423
(+/-%)	27.92%	20.60%	34.2%	30.8%	25.0%
每股收益 (元)	0.55	0.67	0.90	1.17	1.47
EBIT Margin	2.91%	2.6	2.7%	2.9%	2.9%
净资产收益率 (ROE)	24.23%	23.43%	26.4%	28.7%	29.5%
市盈率 (PE)	61.98	51.39	32.3	24.7	19.7
EV/EBITDA	34.12	40.7	31.7	26.8	23.7
市净率 (PB)	15.02	12.04	8.5	7.1	5.8

附表 1：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E	利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	579	400	400	400	营业收入	10950	14016	17520	21269
应收款项	2846	3456	4416	5536	营业成本	10021	12824	16009	19418
存货净额	904	1228	1621	2019	营业税金及附加	16	20	25	30
其他流动资产	94	120	150	182	销售费用	384	491	613	744
流动资产合计	4423	5204	6587	8138	管理费用	246	298	372	451
固定资产	465	607	636	633	财务费用	51	80	93	110
无形资产及其他	116	112	108	105	投资收益	33	27	31	36
投资性房地产	148	148	148	148	资产减值及公允价值变动	(12)	(2)	(2)	(2)
长期股权投资	80	180	240	260	其他收入	(0)	0	0	0
资产总计	5233	6252	7720	9285	营业利润	252	328	438	550
短期借款及交易性金融负债	974	1040	1272	1476	营业外净收支	9	8	8	8
应付款项	2806	3508	4380	5314	利润总额	261	336	446	558
其他流动负债	471	544	679	824	所得税费用	63	71	98	123
流动负债合计	4252	5091	6330	7614	少数股东损益	6	7	9	12
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	193	259	338	423
其他长期负债	74	94	114	134					
长期负债合计	104	124	144	164					
负债合计	4355	5215	6474	7777					
少数股东权益	55	60	65	73					
股东权益	823	978	1181	1435					
负债和股东权益总计	5233	6252	7720	9285					

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	193	259	338	423
资产减值准备	16	(12)	0	0
折旧摊销	67	44	50	55
公允价值变动损失	12	2	2	2
财务费用	51	80	93	110
营运资本变动	(376)	(179)	(356)	(452)
其它	(13)	17	6	7
经营活动现金流	(101)	130	41	35
资本开支	(129)	(172)	(77)	(50)
其它投资现金流	0	0	0	0
投资活动现金流	(140)	(272)	(137)	(70)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	0	0	0	0
支付股利、利息	(87)	(103)	(135)	(169)
其它融资现金流	650	65	232	204
融资活动现金流	475	(38)	97	35
现金净变动	234	(179)	0	0
货币资金的期初余额	345	579	400	400
货币资金的期末余额	579	400	400	400
企业自由现金流	(156)	(3)	9	41
权益自由现金流	494	(1)	168	159

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.67	0.90	1.17	1.47
每股红利	0.30	0.36	0.47	0.59
每股净资产	2.85	3.39	4.10	4.98
ROS	2%	2%	2%	2%
ROE	23%	26%	29%	29%
毛利率	8%	9%	9%	9%
EBIT Margin	3%	3%	3%	3%
EBITDA Margin	3%	3%	3%	3%
收入增长	31%	28%	25%	21%
净利润增长率	24%	34%	31%	25%
资产负债率	84%	84%	85%	85%
息率	1.0%	1.2%	1.6%	2.0%
P/E	43.3	32.3	24.7	19.7
P/B	10.1	8.5	7.1	5.8
EV/EBITDA	36.3	31.7	26.8	23.7

资料来源：国信证券经济研究所预测

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10% 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

国信证券经济研究所研究团队(含联系人)

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82133339	赵 谦	021-60933153	郑 武	0755- 82130422
林松立	010-82254212	崔 嵘	021-60933159	陈建生	0755- 82130422
		廖 喆	021-60933162	岳 鑫	0755- 82130422
		黄学军	021-60933142	高 健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-68864597	方 焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	李筱筠	010-82254205
谈 焯	010- 82254212	黄道立	0755-82130833	黄海培	021-60933150
王一峰	010- 66026320			陈 玲	0755-82133400
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李 君	021-60933156	郑 东	010-82254160	孙菲菲	0755-82133400
左 涛	021-60933164			吴美玉	010-82252911
				祝 彬	0755-82132518
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李 晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755-82130678	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈 栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭 波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513	程 峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
王一峰	010-82250828				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄 茂	0755-82133476	杨 昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
陈 健	010-66215566	邱 波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
苏绍许	021-60933144	李遵庆	0755-82133343	张 旭	010-82254210
				高 宇	0755-82133528
				蔺晓熠	021-60933146
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦 健	0755-82131822	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
赵学昂	0755-82131822	黄志文	0755-82133928	董艺婷	021-60933155
王军清	0755-82133297	刘舒宇	0755-82131822	林晓明	021-60933154
阳 瑾	0755-82131822	彭怡萍			
周 琦	0755-82131822				
彭甘霖					

国信证券机构销售团队

华南区			华东区			华北区		
万成水	0755-82133147		盛建平	021-60875169		王立法	010-82252236	
	13923401205			15821778133			13910524551	
	wancs@guosen.com.cn			shengjp@guosen.com.cn			wanglf@guosen.com.cn	
邵燕芳	0755-82133148		马小丹	021-60875172		王晓建	010-82252615	
	13480668226			13801832154			13701099132	
	shaoyf@guosen.com.cn			maxd@guosen.com.cn			wangxj@guosen.com.cn	
林 莉	0755- 82133197		郑 毅	021-60875171		谭春元	010-82254209	
	13824397011			13795229060			13810118116	
	Linli2@guosen.com.cn			zhengyi@guosen.com.cn			tancy@guosen.com.cn	
王昊文	0755-82130818		黄胜蓝	021-60875173		焦 骥	010-82254202	
	18925287888			13761873797			13601094018	
	wanghaow@guosen.com.cn			huangsl@guosen.com.cn			jiaojian@guosen.com.cn	
甘 墨	0755-82133456		刘 塑	021-60875177		李锐	010-82254212	
	15013851021			13817906789			13691229417	
	ganmo@ guosen.com.cn			liusu@guosen.com.cn			lirui2@guosen.com.cn	
			叶琳菲	021-60875178		徐文琪	010-82254210	
				13817758288			13811271758	
				yelf@guosen.com.cn			xuwq@guosen.com.cn	
			孔华强	021-60875170				
				13681669123				