

一致药业：创新发展，扩张有序

调研快报

报告关键点：

- 头孢类产品维持高速增长，产业链优势逐步体现
- 商业分销维持较快增长，外延扩张加速
- 给予“增持-A”的投资评级，12月目标价34元

报告摘要：

- **一季度头孢类产品维持高速增长，产业链优势逐步体现。**2009年一致药业头孢系列产品销售收入达8.2亿元，同比增长35.4%。2010年一季度头孢类产品增速仍高达33%，且无渠道囤货情况。09年公司为实现头孢产业链一体化，收购了苏州致君万庆药业，于2009年10月产能从130吨扩增至160吨，目前万庆产能已扩增至250吨，今后预期将扩产到730吨。万庆2009年实际向深圳致君制药提供约20吨头孢原料药，致君实际原料药需求约250吨/年，预期2010年一致药业整个头孢产业链纵向一体化、成本优势将逐步体现。另深圳致君制药目前产能存在瓶颈，之前规划的头孢二期工程因土地问题放缓建设，公司拟从观澜转龙岗建设新基地，目前正在发改委申报规划批文阶段。
- **头孢优质优价、新药研发，维持工业稳健增长。**长期看，致君制药及苏州万庆头孢类原料药及制剂均将通过欧盟和美国GMP认证，质量将高于行业标准，优质优价是未来核心竞争优势。另外公司在肿瘤领域和消化道领域拓展战略明确，除了深圳致君引进韩国专利胃药Revanex外；参股的深圳万乐药业与韩国联合开发7个单抗药物，主要针对肿瘤等疾病的治疗，目前已投入了2亿元新建生产基地，未来创新药产业化后将成为公司医药工业新的盈利增长点。
- **一季度商业分销维持较快增长，外延扩张加速。**2009年公司商业分销收入达94.3亿元，同比增长25.9%；2010年一季度基本维持了这一增速。其中深圳收入增长接近20%，年初并购深圳延风将进一步巩固深圳的市场份额；广州增长23%；佛山增长100%；东莞增长70-80%；湛江增长40%，南宁增长40%，柳州增长40%，两广区域商业龙头优势显现。公司广东省分销市场占比约15%，广西省为25%，2010年公司将在以往布局优势的基础上，继续坚持外延并购战略，销售下沉，加快两广地区二线城市的深度挖潜，最终实现分销网络地级市全覆盖。
- **规模效应、产品结构调整，商业盈利能力预期提升。**3月中旬，广东省公布了21个基本药物试点市县名单，将在全省21个地级市部分社区卫生服务机构和乡镇卫生院正式实施基本药物制度，并且药品将实现零差率销售。09年公司商业分销在产品结构上除了提高新产品和高毛利产品销售占比外，同时提高基本药物尤其是其中畅销品种销售占比，以求规模效益基础上进一步提升盈利水平。公司医药商业战略目标是：近年争取在两广区域内市场份额、医院纯销份额、第三终端市场份额、销售增长率均大幅增长。
- **给予“增持-A”的投资评级，6个月目标价34元。**我们预测公司2010、2011年业绩分别为0.91元、1.21元，按照2010年业绩给予35-40倍PE，则6个月内目标价为34元，给予“增持-A”的首次评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,360.4	10,949.9	14,015.9	17,660.1	22,216.4
Growth(%)	21.5%	31.0%	28.0%	26.0%	25.8%
净利润	162.5	198.3	280.3	373.5	492.5
Growth(%)	23.9%	24.5%	36.2%	33.3%	31.9%
毛利率(%)	8.8%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%
净利润率(%)	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%
每股收益(元)	0.54	0.67	0.91	1.21	1.60
每股净资产(元)	2.25	3.05	3.83	4.87	6.24
市盈率	57.1	45.8	33.6	25.2	19.1
市净率	13.6	10.1	8.0	6.3	4.9
净资产收益率(%)	25.0%	22.6%	25.4%	26.6%	27.4%
ROIC(%)	19.0%	17.1%	15.0%	23.4%	26.7%
EV/EBITDA	34.4	28.2	21.9	17.0	13.1

敬请参阅报告结尾处免责声明

评级：

增持-A

上次评级：

目标价格：**34.00 元**

期限：12 个月 上次预测：

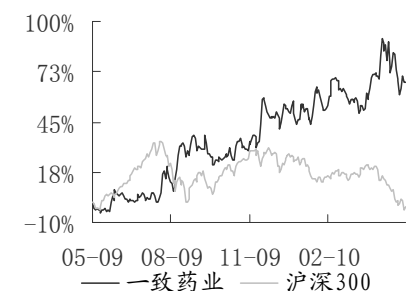
现价：30.65 元

报告日期：**2010-05-18**

市场数据

总市值(百万元)	8,831.78
流通市值(百万元)	7,149.34
总股本(百万股)	288.15
流通股本(百万股)	233.26
12 个月最高/最低	17.31/35.36 元
十大流通股(%)	55.22%
股东户数	13,126

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.35	23.14	68.01
绝对收益	(2.08)	8.38	66.61

研究员

洪露

首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010306

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

单位 百万元 模型更新时间 2010-5-18

利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	8,360.4	10,949.9	14,015.9	17,660.1	22,216.4	成长性					
减: 营业成本	7,627.8	10,021.3	12,796.5	16,114.8	20,261.3	营业收入增长率	21.5%	31.0%	28.0%	26.0%	25.8%
营业税费	11.1	15.6	19.6	24.7	31.1	营业利润增长率	8.8%	36.7%	42.8%	34.8%	32.3%
销售费用	298.3	384.2	490.6	618.1	777.6	净利润增长率	23.9%	24.5%	36.2%	33.3%	31.9%
管理费用	204.9	245.9	322.4	406.2	511.0	EBITDA 增长率	21.5%	28.3%	21.2%	27.8%	27.3%
财务费用	53.5	51.3	42.1	33.5	24.4	EBIT 增长率	19.4%	27.5%	32.5%	29.0%	28.4%
资产减值损失	-3.2	12.4	10.0	9.0	8.5	NOPLAT 增长率	27.9%	15.6%	31.6%	27.8%	28.1%
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	28.2%	49.8%	-17.8%	12.2%	10.5%
投资和汇兑收益	16.5	32.7	25.0	31.3	39.1	净资产增长率	25.5%	35.2%	25.6%	27.2%	28.2%
营业利润	184.3	251.9	359.8	485.0	641.6	利润率					
加: 营业外净收支	19.2	8.8	9.0	6.5	6.5	毛利率	8.8%	8.5%	8.7%	8.8%	8.8%
利润总额	203.5	260.8	368.8	491.5	648.1	营业利润率	2.2%	2.3%	2.6%	2.7%	2.9%
减: 所得税	41.0	62.5	88.5	118.0	155.5	净利润率	1.9%	1.8%	1.9%	2.0%	2.1%
净利润	162.5	198.3	280.3	373.5	492.5	EBITDA/营业收入	3.3%	3.3%	3.1%	3.1%	3.2%
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	2.8%	2.8%	2.9%	2.9%	3.0%
货币资金	345.3	579.5	712.4	806.9	1,017.2	运营效率					
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	15	13	11	10	8
应收帐款	1,759.3	2,486.7	2,912.0	3,669.1	4,483.2	流动营业资本周转天数	33	38	32	23	22
应收票据	221.9	359.4	438.4	532.2	669.5	流动资产周转天数	118	124	125	122	121
预付帐款	40.0	85.6	149.6	230.2	331.5	应收帐款周转天数	65	68	68	66	65
存货	735.7	903.9	1,122.5	1,406.5	1,757.4	存货周转天数	28	27	26	26	26
其他流动资产	0.0	8.3	3.9	9.3	16.2	总资产周转天数	142	147	147	141	137
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	53	57	49	37	33
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率					
长期股权投资	69.6	80.4	85.5	94.5	108.0	ROE	25.0%	22.6%	25.4%	26.6%	27.4%
投资性房地产	22.8	58.0	60.0	65.0	70.0	ROA	4.4%	3.8%	4.5%	4.9%	5.3%
固定资产	374.9	418.8	461.3	495.6	523.5	ROIC	19.0%	17.1%	15.0%	23.4%	26.7%
在建工程	18.8	46.1	39.7	32.8	28.7	费用率					
无形资产	57.6	116.2	116.2	116.2	116.2	销售费用率	3.6%	3.5%	3.5%	3.5%	3.5%
其他非流动资产	38.2	90.3	123.3	158.9	205.5	管理费用率	2.5%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%
资产总额	3,684.0	5,233.5	6,224.9	7,617.4	9,326.8	财务费用率	0.6%	0.5%	0.3%	0.2%	0.1%
短期债务	378.9	944.2	807.7	710.2	581.6	三费/营业收入	6.7%	6.2%	6.1%	6.0%	5.9%
应付帐款	1,628.8	1,946.4	2,626.6	3,320.9	4,076.1	偿债能力					
应付票据	791.5	1,105.0	1,156.9	1,439.3	1,859.6	资产负债率	82.4%	83.2%	82.3%	81.6%	80.7%
其他流动负债	169.3	256.2	394.8	567.3	786.2	负债权益比	467.3%	496.0%	464.3%	442.8%	418.5%
长期借款	30.0	30.0	40.0	50.0	60.0	流动比率	1.05	1.04	1.07	1.10	1.13
其他非流动负债	36.1	73.6	95.7	126.5	164.5	速动比率	0.80	0.83	0.84	0.87	0.89
负债总额	3,034.6	4,355.4	5,121.7	6,214.1	7,528.0	利息保障倍数	4.44	5.92	9.55	15.48	27.33
少数股东权益	21.4	55.5	70.5	90.6	117.0	分红指标					
股本	288.1	288.1	288.1	288.1	288.1	DPS(元)	-	0.10	0.14	0.18	0.24
留存收益	339.8	534.5	744.5	1,024.5	1,393.6	分红比率	0.0%	15.0%	15.0%	15.0%	15.0%
股东权益	649.4	878.1	1,103.2	1,403.2	1,798.8	股息收益率	0.0%	0.3%	0.4%	0.6%	0.8%
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	162.5	198.3	280.3	373.5	492.5	EPS(元)	0.54	0.67	0.91	1.21	1.60
加: 折旧和摊销	48.1	72.1	31.9	35.9	39.7	BVPS(元)	2.25	3.05	3.83	4.87	6.24
资产减值准备	-3.2	12.4	10.0	9.0	8.5	PE(X)	57.1	45.8	33.6	25.2	19.1
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	13.6	10.1	8.0	6.3	4.9
财务费用	28.8	50.0	47.1	42.1	33.5	P/FCF	-	226.0	17.6	189.4	64.3
投资收益	-16.5	-32.7	-25.0	-31.3	-39.1	P/S	1.1	0.8	0.6	0.5	0.4
少数股东损益	7.6	5.5	17.7	23.6	31.1	EV/EBITDA	34.4	28.2	21.9	17.0	13.1
营运资金的变动	-30.7	22.4	46.0	-79.7	-31.2	CAGR(%)	32.0%	35.4%	32.5%	-100.0%	-100.0%
经营活动产生现金流量	246.6	270.8	403.0	364.6	526.0	PEG	1.8	1.3	1.0	-0.3	-0.2
投资活动产生现金流量	-88.5	-156.5	-42.9	-34.8	-31.9	ROIC/WACC	2.0	1.8	1.6	2.5	2.9
融资活动产生现金流量	-68.8	77.2	-213.0	-178.5	-212.1	REP	3.4	2.6	3.5	2.0	1.5

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。2009 年《新财富》上榜第四名，“水晶球奖”第三名。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
 B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方禅	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层

邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层

邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层

邮编: 100034