

一致药业 (000028)

保持30%以上高增长，下半年或有非经常性收益

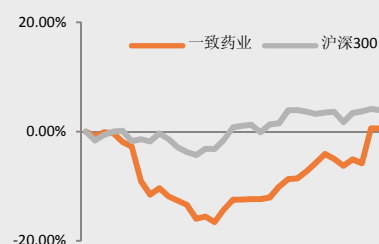
推荐

现价：28.7 元

主要数据

所属行业	药品及医疗器械批发业
公司网址	www.szaccord.com.cn
大股东/持股	国药控股股份有限公司
实际控制人/持股	中国医药集团总公司
总股本(百万股)	288.15
流通 A 股(百万股)	233.26
流通 B 股(百万股)	78.72
总市值(亿元)	78.96
流通 A 股市值(亿元)	66.94
每股净资产(元)	3.65
资产负债率(%)	81.36%

行情走势图



相关研究报告

证券分析师

凌 军 S1060209110193
0755-22624694
lingjun004@pingan.com.cn

投资要点

■ 业绩将保持 30%以上增长

公司从 2011 年 3 月份开始感受到抗菌药物销售压力，主要是医院为了应对即将出台的《抗菌药物管理办法》提前应对所致。但公司通过积极调整品种结构，从而在产能不足的情况下，不断提升抗生素业务毛利率。我们预计公司中期业绩和全年业绩均能保持 30-35% 的增长。

■ 预计有资产出售融资的可能

由于短期不能通过资本市场融资，而公司需要资金建设新的抗生素生产基地，因此我们预计公司不排除出售部分其他资产以盘活资金，有可能会实现较高的非经常性收益。

■ 并购是商业下半年主旋律

并购是商业公司增长的主要方式，我们预计未来 2-3 年公司在两广地区需要并购 15 家商业公司从而完成两省地区的布局。而 2011 年上半年公司尚未有并购动作，我们预计主要在下半年进行。

■ 盈利预测和投资评级

我们预计公司 2011-13 年公司每股收益分别为 1.22、1.55、1.84 元，对应当前股价 PE 分别为 23.52 倍。我们认为公司增长稳健，在当前估值下值得投资，给予“推荐”评级。

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,950	13,064	15,511	18,350	21,477
YoY(%)	-	19.31%	18.73%	18.30%	17.04%
净利润(百万元)	198	264	356	451	537
YoY(%)	-	33.27%	33.27%	33.27%	33.27%
毛利率(%)	8.5%	8.7%	9.1%	9.0%	8.9%
净利率(%)	1.8%	2.0%	2.3%	2.4%	2.5%
ROE(%)	23.4%	24.8%	25.0%	24.1%	22.3%
EPS(摊薄/元)	0.67	0.91	1.22	1.55	1.84
P/E(倍)	42.91	31.67	23.52	18.54	15.59
P/B(倍)	18.47	17.08	13.17	10.07	7.86

正文目录

- 一、业绩将保持 30%以上增长 4
- 二、预计有资产出售融资的可能 4
- 三、并购是商业下半年主旋律 4
- 四、盈利预测和投资评级——推荐 4
- 五、核心信息附录 6
 - 5.1 公司业务概要 6
 - 5.2 股权结构 9
 - 5.3 公司十二五规划..... 11
 - 5.4 公司历史增长情况 12

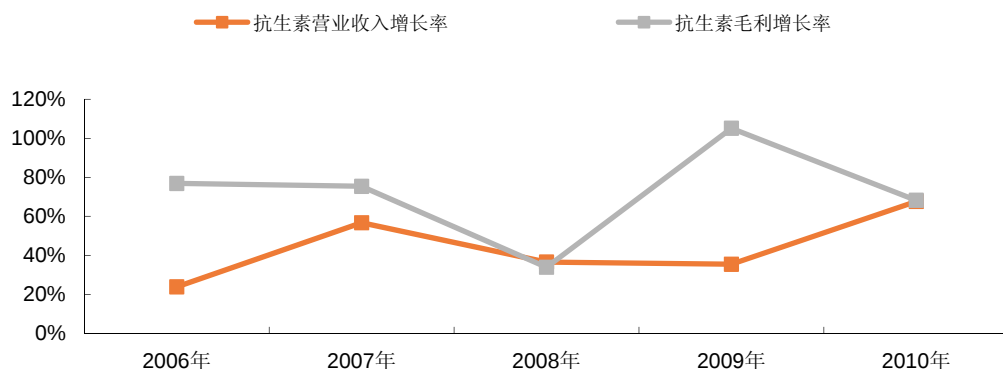
图表目录

图表 1	抗生素收入增长率和毛利率增长率	4
图表 2	相对估值表	5
图表 3	收入明细预测表	5
图表 4	盈利预测总表	6
图表 5	2010 年分行业收入占比	6
图表 6	2010 年分行业毛利占比	6
图表 7	2010 年分行业毛利率	7
图表 8	2010 年工业分产品收入占比	7
图表 9	2010 年工业分产品毛利占比	7
图表 10	公司头孢系列产品	8
图表 11	一致药业商业分子公司简介	8
图表 12	公司商业区位图	9
图表 13	股权结构图	10
图表 14	国药控股业务结构图	11
图表 15	一致药业十二五规划情况	12
图表 16	07-10 年公司营业收入增长率和净利润增长率	12

一、 业绩将保持 30%以上增长

公司从 2011 年 3 月份开始感受到抗菌药物销售压力，主要是医院为了应对即将出台的《抗菌药物管理办法》提前应对所致。但公司通过积极调整品种结构，从而在产能不足的情况下，不断提升抗生素业务毛利率。我们预计公司中期业绩和全年业绩均能保持 30-35% 的增长。

图表1 抗生素收入增长率和毛利率增长率



资料来源：Wind、平安证券研究所

一致药业生产的均为头孢系列抗生素，在头孢系列的品种之间进行产能切换可实现度较高，加上公司一贯对政策的敏感度和经营机制灵活，因此能有效根据医院终端需求的变化作出有效调整。我们猜测公司毛利率较低的达力新收入比例有所下降。（说明：公司达力新主要包括两个品规：粉针剂和口服制剂，预计 2010 年合计收入达 4 亿元）

二、 预计有资产出售融资的可能

由于短期不能通过资本市场融资，而公司需要资金建设新的抗生素生产基地，因此我们预计公司不排除出售部分其他资产以盘活资金，有可能会出现较高的非经常性收益。

三、 并购是商业下半年主旋律

并购是商业公司增长的主要方式，我们预计未来 2-3 年公司在两广地区需要并购 15 家商业公司从而完成两省地区的布局。而 2011 年上半年公司尚未有并购动作，我们预计主要在下半年进行。

四、 盈利预测和投资评级——推荐

我们预计公司 2011-13 年公司每股收益分别为 1.22、1.55、1.84，对应当前股价 PE 分别为 23.52。我们认为公司增长稳健，在当前估值下值得投资，给予“推荐”评级。

图表2 相对估值表

	每股收益/EPS			市盈率/PE		
	2010A	2011E	2012E	2010A	2011E	2012E
上海医药	0.51	0.71	0.87	34.79	25.00	20.25
九州通	0.25	0.38	0.51	58.48	32.78	24.71
华东医药	0.73	0.95	1.20	44.97	27.55	21.87
国药股份	0.65	0.84	1.05	38.30	20.95	16.82
瑞康医药	0.66	1.00	1.42	38.90	25.37	18.52
一致药业	0.91	1.22	1.55	31.67	23.52	18.54
平均	0.62	0.85	1.08	41.19	26.03	20.29

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表3 收入明细预测表

单位: 百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
医药工业	1,262.76	1,570.93	1,980.63	2,405.59	2,684.22
YOY	43.96%	24.40%	26.08%	21.46%	11.58%
其中: 头孢系列	820.35	1,374.96	1,747.83	2,172.79	2,451.42
YOY	35.44%	67.61%	27.12%	24.31%	12.82%
呼吸系统	166.80	182.80	182.80	182.80	182.80
YOY	-1.39%	9.59%	0.00%	0.00%	0.00%
其他	275.61	13.17	50.00	50.00	50.00
YOY	69.36%	-95.22%	0.00%	0.00%	0.00%
医药商业	9,434.64	11,364.70	13,410.35	15,824.21	18,672.57
YOY	15.56%	20.46%	18.00%	18.00%	18.00%
其他	299.67	128.80	120.00	120.00	120.00
YOY	-	-57.02%	-6.83%	0.00%	0.00%

资料来源: Wind, 平安证券研究所

图表4 盈利预测总表

单位：百万元

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	10,950	13,064	15,511	18,350	21,477
营业成本	10,021	11,926	14,097	16,706	19,569
营业税金及附加	16	20	24	28	33
销售费用	384	431	543	615	709
销售费用率	3.51%	3.30%	3.50%	3.35%	3.30%
管理费用	246	301	372	413	483
管理费用率	2.25%	2.30%	2.40%	2.25%	2.25%
财务费用	51	83	45	38	20
利润总额	261	340	463	584	696
所得税	63	76	107	132	159
所得税率	23.98%	22.24%	23.98%	23.98%	23.98%
净利润	198	264	356	451	537
少数股东损益	6	3	4	5	6
归属于母公司所有者的净利润	193	261	352	446	530
每股收益(摊薄, 元)	0.67	0.91	1.22	1.55	1.84
同比	-	35.49%	34.64%	26.87%	18.92%

资料来源：Wind, 平安证券研究所

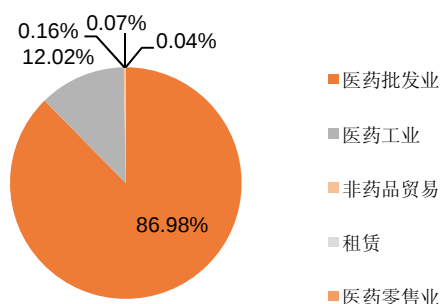
五、 核心信息附录

5.1 公司业务概要

■ 公司简介——工商一体

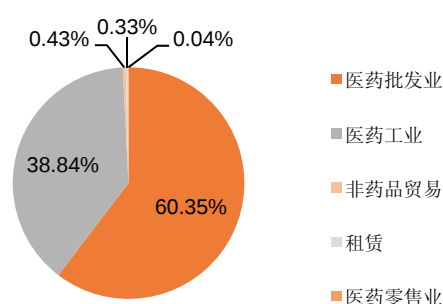
一致药业是一家工商结合的医药公司。2010 年公司医药商业和工业收入占比分别为 87.02%和 12.02%，毛利的占比分别为 60.39%和 38.83%。

图表5 2010年分行业收入占比



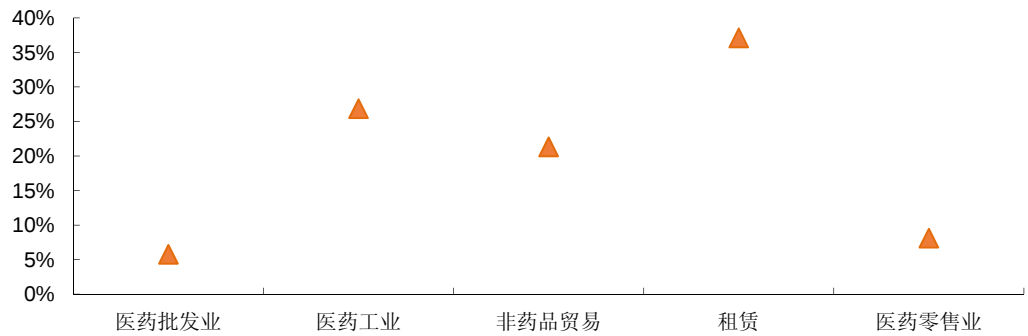
资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表6 2010年分行业毛利占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表7 2010年分行业毛利率

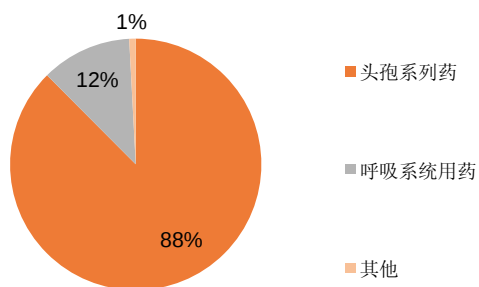


资料来源：平安证券研究所

■ 工业——主营头孢类抗生素

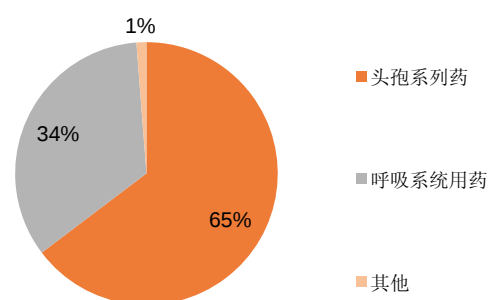
一致药业工业集产品研发、原料与制剂生产、市场营销于一体，产品主要为头孢抗菌素、呼吸系统用药。

图表8 2010年工业分产品收入占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

图表9 2010年工业分产品毛利占比



资料来源：招股说明书、平安证券研究所

抗菌素重点品种为头孢呋辛、头孢克肟、头孢西丁、头孢米诺、头孢哌坦等原料或制剂在细分市场处于领先地位，并拥有 7 个单品销售超亿元产品。抗生素产品主要由子公司——深圳致君制药有限公司生产，该公司位列中国制药工业企业 50 强。

图表10 公司头孢系列产品

产品	通用名	剂型	归类	备注
注射用头孢呋辛钠	达力新	粉针剂	抗生素	基药目录
注射用头孢西丁钠	达力叮	粉针剂	抗生素	
注射用盐酸头孢吡肟	达力能	粉针剂	抗生素	
注射用头孢唑林钠	注射用头孢唑林钠	粉针剂	抗生素	基药目录
注射用头孢拉定	注射用头孢拉定	粉针剂	抗生素	
注射用头孢唑肟钠	达力清/达力净	粉针剂	抗生素	
注射用头孢噻肟钠	达力隆	粉针剂	抗生素	
注射用头孢曲松钠	达力嗪	粉针剂	抗生素	基药目录
注射用头孢他啶(含精氨酸)	达力啞	粉针剂	抗生素	
注射用头孢他啶	达力舒	粉针剂	抗生素	
注射用头孢米诺钠	达力邦	粉针剂	抗生素	
注射用头孢哌酮钠/舒巴坦钠(2:1)	达力哌坦	粉针剂	抗生素	
	达力新	口服制剂	抗生素	基药目录
头孢克肟颗粒	达力芬（头孢克肟颗粒）	口服制剂	抗生素	基药目录
头孢克肟胶囊	达力芬（头孢克肟胶囊）	口服制剂	抗生素	基药目录

资料来源：公司网站、平安证券研究所

呼吸系统用药为联邦止咳露，由于联邦止咳露因为是含麻类产品，国家在有意控制，因此公司也在逐渐淡化。

■ 商业——布局两广地区

图表11 一致药业商业分子公司简介

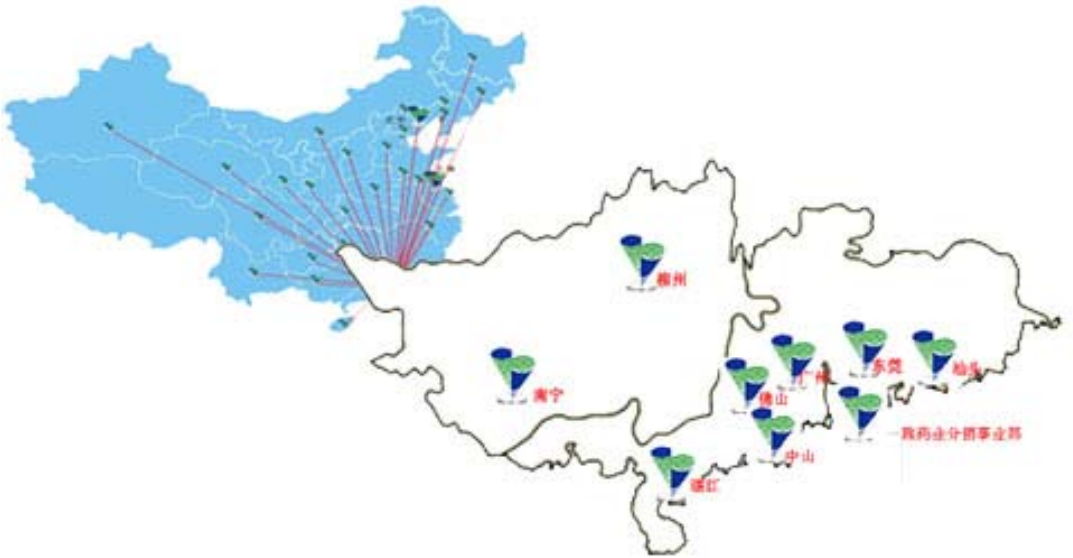
	覆盖区域	配送方式	医院级别	配送产品
国药广州	广东省			
广东粤兴	广州市及珠三角地区		医院、连锁药店、单体药店	
广东一致恒兴	广东省		药店、诊所、社康中心、厂矿医院、乡镇卫生院	
国药佛山	佛山、南海、顺德为核心的“大佛山”市场		区域医院、药店、诊所、社康中心、厂矿医院、乡镇卫生院	
东莞一致	东莞、惠州	分销	地区医院、社区医院、诊所、连锁药店、单体药店。	

	覆盖区域	配送方式	医院级别	配送产品
深圳一致药业股份	深圳市区		医院	
深圳市健民医药	深圳区域		重点为社康中心、连锁药店、单体药店、诊所、厂矿医院、乡镇卫生院	
深圳市一致药材	深圳		各医院、诊所、连锁药店、单体药店	中药材、中成药
国药南宁	广西		南宁市内所有医院及广西区内所有二甲以上医院	
广西一致医药	广西区域网点 2000 家		各市、县、乡镇卫生院及厂矿医院、诊所、药店市场	
国药柳州	柳州		当地医院、药店	

资料来源：平安证券研究所、Wind

一致药业药品分销业务位居广东、广西两省榜首，名列中国医药商业 20 强。其业务涵盖医院纯销、商业调拨、药品快批及终端配送等多个业态，但以纯销业务为主，拥有齐全的药品品类、品规和麻精、疫苗等特色品种。下属企业分布深圳、广州、东莞、佛山、湛江、南宁、柳州等区域。

图表12 公司商业区位图

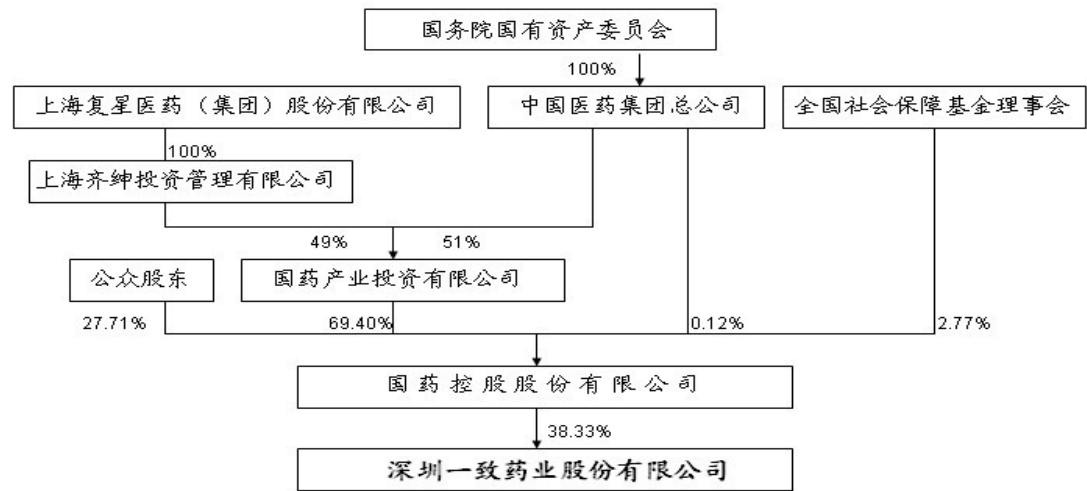


资料来源：公司网站、平安证券研究所

5.2 股权结构

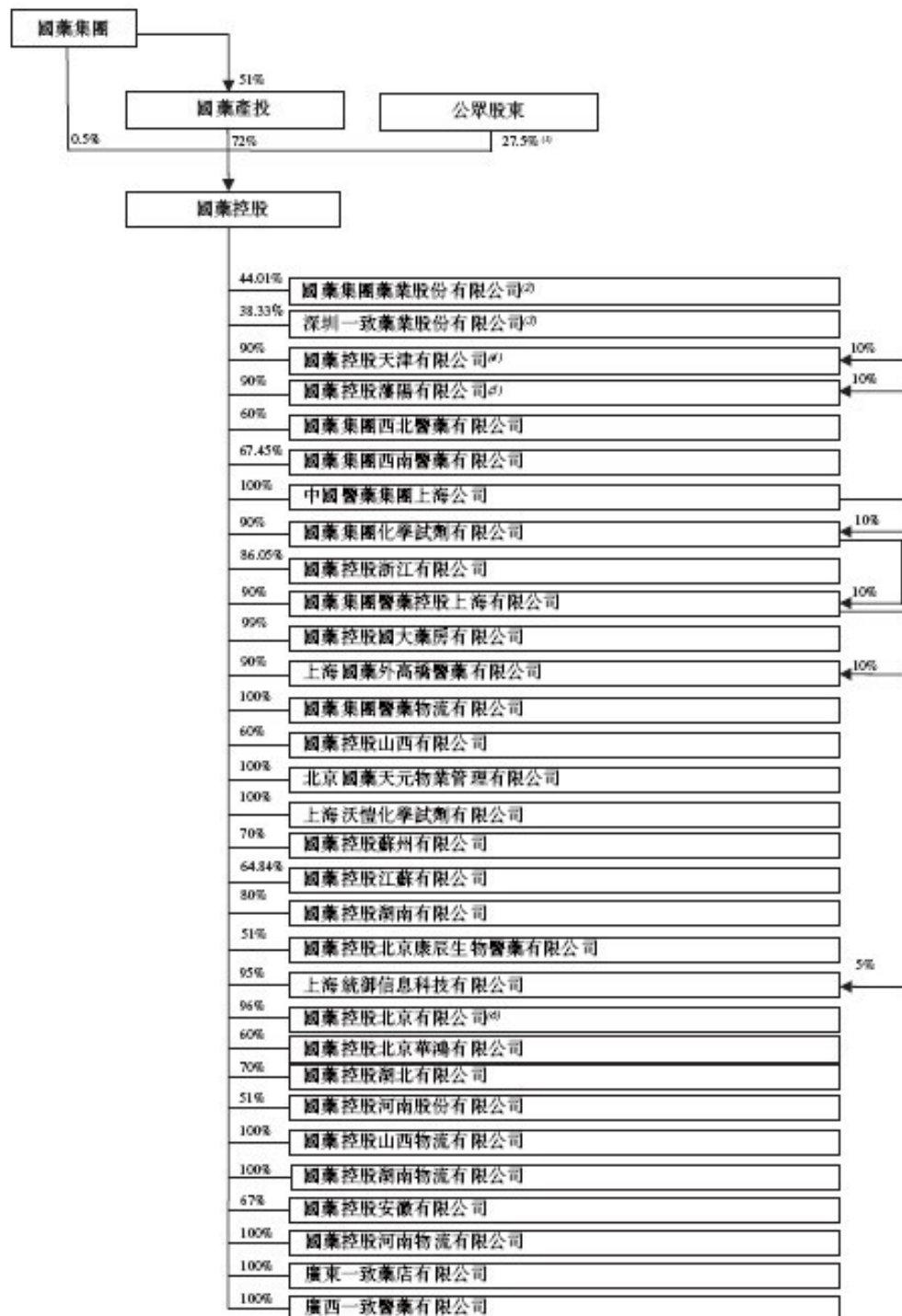
公司控股股东为国药控股，背靠中国医药集团总公司。

图表13 股权结构图



资料来源：平安证券研究所

图表14 国药控股业务结构图



资料来源：国药控股招股说明书、平安证券研究所整理

5.3 公司十二五规划

2015 年实现收入 500 亿元的规模，复合增长 31%。

图表15 一致药业十二五规划情况

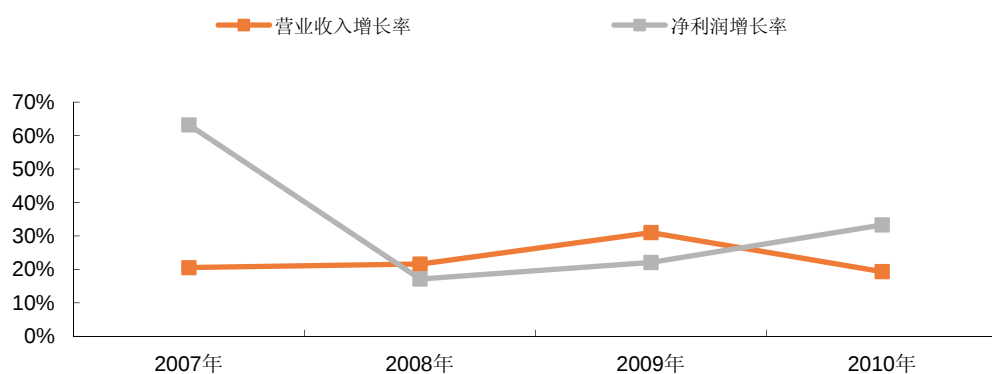
	2010	2015	复合增长
收入	131	500	31%

资料来源：平安证券研究所

5.4 公司历史增长情况

过去 4 年公司收入和利润均保持稳定增长，复合增长分别为 23%和 34%。

图表16 07-10年公司营业收入增长率和净利润增长率



资料来源：公司年报、平安证券研究所

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	4,423	5,249	6,247	7,381	营业收入	10,950	13,064	15,511	18,350
现金	579	712	845	1,000	营业成本	10,021	11,926	14,097	16,706
应收账款	2,439	2,867	3,429	4,042	营业税金及附加	16	20	24	28
其他应收款	48	43	60	66	营业费用	384	431	543	615
预付账款	86	102	120	143	管理费用	246	301	372	413
存货	904	1,156	1,319	1,592	财务费用	51	83	45	38
其他流动资	368	369	474	539	资产减值损失	12	9	11	10
非流动资产	810	1,058	1,119	1,291	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	80	85	85	85	投资净收益	33	27	30	29
固定资产	419	493	637	852	营业利润	252	323	450	569
无形资产	116	129	113	97	营业外收入	10	20	15	18
其他非流动	195	351	284	257	营业外支出	1	3	2	3
资产总计	5,233	6,307	7,366	8,672	利润总额	261	340	463	584
流动负债	4,252	5,042	5,758	6,605	所得税	63	76	107	132
短期借款	944	975	1,025	964	净利润	198	264	356	451
应付账款	1,702	2,004	2,381	2,814	少数股东损益	6	3	4	5
其他流动负	1,606	2,063	2,352	2,827	归属母公司净利润	193	261	352	446
非流动负债	104	133	120	128	EBITDA	375	492	590	736
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.67	0.91	1.22	1.55
其他非流动	74	103	90	98	主要财务比率				
负债合计	4,355	5,175	5,878	6,733	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
少数股东权	55	79	83	89	成长能力				
股本	288	288	288	288	营业收入	31.0%	19.3%	18.7%	18.3%
资本公积	5	5	5	5	营业利润	36.7%	28.2%	39.3%	26.5%
留存收益	529	759	1,111	1,557	归属于母公司净利	24.5%	35.5%	34.6%	26.9%
归属母公司股	823	1,052	1,404	1,850	获利能力				
负债和股东权	5,233	6,307	7,366	8,672	毛利率(%)	8.5%	8.7%	9.1%	9.0%
现金流量表					净利率(%)	19.1%	1.8%	2.0%	2.3%
单位:百万元					ROE(%)	23.4%	24.8%	25.0%	24.1%
会计年度	2009	2010	2011E	2012E	ROIC(%)	7.9%	9.0%	9.3%	9.7%
经营活动现金	271	428	269	526	偿债能力				
净利润	198	264	356	451	资产负债率(%)	83.2%	82.1%	79.8%	77.6%
折旧摊销	72	87	95	129	净负债比率(%)	23.06%	19.43%	17.94%	14.76%
财务费用	51	83	45	38	流动比率	1.04	1.04	1.08	1.12
投资损失	-33	-27	-30	-29	速动比率	0.83	0.81	0.86	0.88
营运资金变	-23	62	-192	-66	营运能力				
其他经营现	5	-40	-5	2	总资产周转率	2.46	2.26	2.27	2.29
投资活动现金	-156	-289	-139	-272	应收账款周转率	5	5	5	5
资本支出	103	178	165	297	应付账款周转率	6.55	6.44	6.43	6.43
长期投资	0	0	0	0	每股指标 (元)				
其他投资现	-54	-111	26	25	每股收益(最新摊	0.67	0.91	1.22	1.55
筹资活动现金	77	-39	4	-99	每股经营现金流(最	0.94	1.49	0.93	1.83
短期借款	565	31	49	-61	每股净资产(最新摊	2.85	3.65	4.87	6.42
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	42.91	31.67	23.52	18.54
资本公积增	-0	0	0	0	P/B	10.05	7.86	5.89	4.47
其他筹资现	-488	-71	-46	-38	EV/EBITDA	22	17	14	11
现金净增加额	192	100	133	155					

平安证券综合研究所投资评级：

股票投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 20%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，股价表现强于沪深 300 指数 10%至 20%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，股价表现相对沪深 300 指数在 $\pm 10\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，股价表现弱于沪深 300 指数 10%以上）

行业投资评级：

- 强烈推荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 10%以上）
- 推 荐（预计 6 个月内，行业指数表现强于沪深 300 指数 5%至 10%之间）
- 中 性（预计 6 个月内，行业指数表现相对沪深 300 指数在 $\pm 5\%$ 之间）
- 回 避（预计 6 个月内，行业指数表现弱于沪深 300 指数 5%以上）

分析师声明及风险提示：

负责撰写此报告的分析师(一人或多人)就本研究报告确认：本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格。

证券市场是一个风险无时不在的市场。您在进行证券交易时存在赢利的可能，也存在亏损的风险。请您务必对此有清醒的认识，认真考虑是否进行证券交易。

市场有风险，投资需谨慎。

免责条款：

此报告旨为发给平安证券有限责任公司（以下简称“平安证券”）的特定客户及其他专业人士。未经平安证券事先书面明文批准，不得更改或以任何方式传送、复印或派发此报告的材料、内容及其复印本予任何其它人。

此报告所载资料的来源及观点的出处皆被平安证券认为可靠，但平安证券不能担保其准确性或完整性，报告中的信息或所表达观点不构成所述证券买卖的出价或询价，报告内容仅供参考。平安证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负上任何责任，除非法律法规有明确规定。客户并不能尽依靠此报告而取代行使独立判断。

平安证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映编写分析员的不同设想、见解及分析方法。报告所载资料、意见及推测仅反映分析员于发出此报告日期当日的判断，可随时更改。此报告所指的证券价格、价值及收入可跌可升。为免生疑问，此报告所载观点并不代表平安证券有限责任公司的立场。

平安证券在法律许可的情况下可能参与此报告所提及的发行商的投资银行业务或投资其发行的证券。

平安证券有限责任公司 2010 版权所有。保留一切权利。

中国平安 PINGAN

平安证券综合研究所

地址：深圳市福田区金田路大中华国际交易广场 8 层

邮编：518048

电话：4008866338

