

头孢业务毛利率大幅度提升

事件

一致药业公布 2011 年中报，今年 1-6 月份公司实现营业收入 71.95 亿元、比去年同期增长 15.4%，营业利润为 2.03 亿元、比去年同期增长 29.7%，利润总额为 2.18 亿元、比去年同期增长 32.5%，归属于上市公司股东的净利润为 1.65 亿元、比去年同期增长 38.3%，扣除非经常性损益后的归属于上市公司净利润为 1.52 亿元，比去年同期增长 33.9%，基本每股收益 0.57 元。

研究结论

- **医药商业和工业保持同步增长。**分业务来看，医药工业业务实现营业收入 9.26 亿元，同比增长 16.70%；医药批发业务实现营业收入 61.88 亿元，同比增长 15.42%；医药零售业务实现营业收入 0.33 亿元，同比增长 92.44%。分控股子公司来看，深圳致君制药实现营业收入 7.58 亿元，同比增长 25.50%，实现净利润 0.87 亿元，同比增长 58.91%，国药控股广州有限公司实现营业收入 37.81 亿元，同比增长 15.06%，实现净利润 0.56 亿元，同比下降 0.9%，国药控股南宁有限公司实现营业收入 7.48 亿元，同比增长 39.24%，实现净利润 0.18 亿元，同比增长 128.75%。
- **头孢业务毛利率大幅度提升带动公司整体盈利水平。**上半年公司整体毛利率为 9.4%，同比上升 0.6 个百分点，其中医药工业毛利率为 29.60%，同比上升 3.09 个百分点，医药批发毛利率为 5.97%，同比上升 0.15 个百分点。如我们在之前深度报告中所预计，毛利率提升的动力主要来自于头孢业务，上半年头孢毛利率为 26.82%，同比上升 7.26 个百分点。
头孢毛利率提升来自于两个方面，一方面，头孢原料药和中间体 7-ACA 价格处于快速下降通道，极大地缓解了公司的成本压力，而公司几个主要的头孢品种招标价格下降幅度较小，从而提升了单品种头孢的盈利空间，另一方面，今年以来公司头孢类的口服固体制剂销售额占比上升，口服制剂的毛利率要比注射剂型高，对毛利率的提升也将起到推动作用。
- **管理与销售费用率控制良好，但财务费用上升较快。**公司上半年期间费用率为 6.4%，同比上升 0.4 个百分点，其中管理费用率和销售费用率分别为 2.3%和 3.3%，基本保持稳定，在再融资没有启动的情况下，公司为了推进三大基地建设及商业业务发展，贷款规模上升明显，上半年财务费用增加了 2400 万元，侵蚀了部分利润空间。

风险提示：抗生素政策实施力度超出预期 头孢原料药大幅波动

盈利预测：预计公司 2011、2012、2013 年每股收益分别为 1.20 元、1.54 元、1.85 元，给予 2011 年 30 倍市盈率，对应目标价 36 元，维持公司买入评级。

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

联系人

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 08 月 17 日) 30.21 元

目标价格 36.00 元

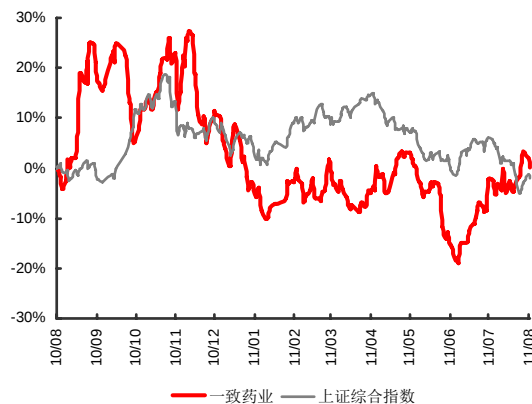
总股本/A 股 (万股) 28815/23326

国家地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 08 月 18 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	13,064	15,409	18,327	21,448
同比 (%)	19%	18%	19%	17%
归属母公司净利润	261	344	443	532
同比 (%)	35%	32%	28%	20%
毛利率 (%)	8.7%	9.0%	8.9%	8.9%
ROE (%)	24.8%	24.7%	24.1%	22.4%
每股收益 (元)	0.91	1.20	1.54	1.85
P/E (倍)	33.34	25.27	19.67	16.36
P/B (倍)	8.27	6.23	4.73	3.67

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

表：一致药业利润表分析

	累计数据比较						单季度数据比较					
百万元	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	1-4Q2010	1Q2011	1-2Q2011	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4	2011Q1	2011Q2
营业收入	2987.1	6216.1	9657.1	13064.4	3526.8	7195.4	2987.1	3229.0	3441.0	3407.4	3526.8	3668.6
同比增长率	33.1%	23.4%	21.0%	19.3%	18.1%	15.8%	33.1%	15.6%	17.0%	14.7%	18.1%	13.6%
营业总成本	2909.4	6066.4	9429.9	12768.8	3420.4	7005.3	2909.4	3157.0	3363.5	3338.9	3420.4	3584.9
营业成本	2724.3	5667.0	8824.3	11925.7	3183.5	6519.7	2724.3	2942.7	3157.3	3101.3	3183.5	3336.2
成本率	91.2%	91.2%	91.4%	91.3%	90.3%	90.6%	91.2%	91.1%	91.8%	91.0%	90.3%	90.9%
主营业务利润	259.1	540.5	819.0	1118.9	335.1	660.0	259.1	281.4	278.6	299.8	335.1	324.9
毛利率	8.8%	8.8%	8.6%	8.7%	9.7%	9.4%	8.8%	8.9%	8.2%	9.0%	9.7%	9.1%
同比增长率	42.3%	26.0%	25.2%	22.5%	29.4%	22.1%	42.3%	14.0%	23.7%	15.8%	29.4%	15.5%
营业税金及附加	3.7	8.6	13.7	19.9	8.2	15.6	3.7	5.0	5.1	6.2	8.2	7.4
销售费用	95.9	197.1	301.6	430.6	117.5	239.8	95.9	101.2	104.5	129.0	117.5	122.3
营业费用率	3.2%	3.2%	3.1%	3.3%	3.3%	3.3%	3.2%	3.1%	3.0%	3.8%	3.3%	3.3%
管理费用	68.7	140.6	212.3	300.9	79.8	162.8	68.7	72.0	71.7	88.6	79.8	83.1
管理费用率	2.3%	2.3%	2.2%	2.3%	2.3%	2.3%	2.3%	2.2%	2.1%	2.6%	2.3%	2.3%
财务费用	15.8	37.7	58.7	82.5	26.0	61.4	15.8	21.8	21.1	23.8	26.0	35.4
期间费用率	6.0%	6.0%	5.9%	6.2%	6.3%	6.4%	6.0%	6.0%	5.7%	7.1%	6.3%	6.6%
资产减值损失	1.0	15.3	19.2	9.2	5.4	5.9	1.0	14.4	3.9	-10.0	5.4	0.5
公允价值变动净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
投资净收益	3.5	9.3	14.2	27.3	6.3	12.8	3.5	5.8	4.9	13.1	6.3	6.5
其中：对联营企业和合营企业的投	3.5	9.3	14.2	27.2	6.3	12.8	3.5	5.7	4.9	13.1	6.3	6.5
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	81.3	159.1	241.4	322.9	112.7	202.9	81.3	77.8	82.4	81.5	112.7	90.2
营业利润率	2.7%	2.6%	2.5%	2.5%	3.2%	2.8%	2.7%	2.4%	2.4%	2.4%	3.2%	2.5%
同比增长率	35.7%	17.5%	25.7%	28.2%	38.7%	27.6%	35.7%	3.0%	45.3%	36.1%	38.7%	16.0%
加：营业外收入	4.6	8.3	9.3	20.2	2.8	15.0	4.6	3.7	1.0	10.9	2.8	12.2
减：营业外支出	0.6	0.9	2.9	3.3	0.0	0.2	0.6	0.3	2.0	0.5	0.0	0.2
利润总额	85.3	166.5	247.9	339.8	115.5	217.7	85.3	81.3	81.4	91.9	115.5	102.2
税前利润率	2.9%	2.7%	2.6%	2.6%	3.3%	3.0%	2.9%	2.5%	2.4%	2.7%	3.3%	2.8%
同比增长率	41.3%	21.2%	25.1%	30.3%	35.4%	30.7%	41.3%	5.4%	33.8%	46.9%	35.4%	25.8%
减：所得税	18.9	41.3	61.4	75.6	26.5	50.0	18.9	22.4	20.1	14.2	26.5	23.5
有效税率	22.2%	24.8%	24.8%	22.2%	23.0%	23.0%	22.2%	27.6%	24.6%	15.5%	23.0%	23.0%
净利润	66.3	125.2	186.5	264.2	89.0	167.7	66.3	58.9	61.3	77.7	89.0	78.8
减：少数股东损益	2.39	3.58	2.72	3.11	1.7	2.59	2.39	1.19	-0.85	0.38	1.7	0.89
归属于母公司所有者的净利润	64.0	121.6	183.8	261.1	87.3	165.1	64.0	57.7	62.2	77.3	87.3	77.9
净利润率	2.1%	2.0%	1.9%	2.0%	2.5%	2.3%	2.1%	1.8%	1.8%	2.3%	2.5%	2.1%
同比增长率	48.5%	23.1%	25.9%	35.5%	36.4%	35.8%	48.5%	3.5%	31.6%	65.7%	36.4%	35.0%
每股收益(元)	0.222	0.422	0.638	0.906	0.303	0.573	0.222	0.200	0.216	0.268	0.303	0.270

资料来源：东方证券研究所

附表：公司财务预测表

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5,249	6,380	7,546	8,800	营业收入	13,064	15,409	18,327	21,448
现金	712	847	971	1,115	营业成本	11,926	14,024	16,688	19,547
应收账款	2,867	3,656	4,347	5,088	营业税金及附加	20	22	27	32
其它应收款	43	58	70	78	营业费用	431	508	577	665
预付账款	102	103	136	157	管理费用	301	354	403	472
存货	1,156	1,316	1,572	1,862	财务费用	83	83	103	100
其他	369	400	450	500	资产减值损失	9	15	10	10
非流动资产	1,058	1,290	1,399	1,446	公允价值变动收益	-	-	-	-
长期投资	85	85	85	85	投资净收益	27	35	46	60
固定资产	493	647	871	842	营业利润	323	436	565	682
无形资产	129	129	129	129	营业外收入	20	20	20	20
其他	351	429	314	390	营业外支出	3	4	4	4
资产总计	6,307	7,670	8,946	10,246	利润总额	340	452	581	698
流动负债	5,042	6,133	6,960	7,718	所得税	76	101	131	157
短期借款	975	1,630	1,646	1,568	净利润	264	351	450	542
应付账款	2,004	2,314	2,754	3,225	少数股东损益	3	7	7	10
其他	2,063	2,189	2,560	2,925	归属于母公司净利润	261	344	443	532
非流动负债	133	54	53	54	EBITDA	425	554	713	836
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.91	1.20	1.54	1.85
其他	103	24	23	24	主要财务比率				
负债合计	5,175	6,188	7,013	7,772	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	79	86	93	103	成长能力				
股本	288	288	288	288	营业收入	18.8%	17.9%	18.9%	17.0%
资本公积	5	5	5	5	营业利润	28.2%	35.2%	29.4%	20.8%
留存收益	759	1,104	1,546	2,078	归属于母公司净利润	35.4%	31.9%	28.5%	20.2%
归属母公司股东权益	1,052	1,397	1,839	2,371	获利能力				
负债和股东权益	6,307	7,670	8,946	10,246	毛利率	8.7%	9.0%	8.9%	8.9%
现金流量表					净利率	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%
单位:百万元					ROE	24.8%	24.7%	24.1%	22.4%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	14.8%	12.8%	14.3%	14.9%
经营活动现金流	428	(209)	319	349	偿债能力				
净利润	264	351	450	542	资产负债率	82.1%	80.7%	78.4%	75.9%
折旧摊销	20	34	45	53	净负债比率				
财务费用	83	83	103	100	流动比率	1.04	1.04	1.08	1.14
投资损失	(27)	(35)	(46)	(60)	速动比率	0.81	0.83	0.86	0.90
营运资金变动	62	(571)	(249)	(283)	营运能力				
其它	27	(71)	17	(3)	总资产周转率	2.26	2.20	2.21	2.24
投资活动现金流	(289)	(233)	(109)	(25)	应收账款周转率	4.87	4.67	4.53	4.49
资本支出	(178)	(261)	(155)	(84)	应付账款周转率	6.44	6.50	6.59	6.54
长期投资	-	7	-	-	每股指标 (元)				
其他	(111)	21	46	60	每股收益	0.91	1.20	1.54	1.85
筹资活动现金流	(39)	577	(86)	(180)	每股经营现金流	1.49	-0.72	1.11	1.21
短期借款	31	655	16	(78)	每股净资产	3.65	4.85	6.38	8.23
长期借款	-	-	-	-	估值比率				
普通股增加	-	-	-	-	P/E	33.3	25.3	19.7	16.4
资本公积增加	-	-	-	-	P/B	8.3	6.2	4.7	3.7
其他	(71)	(78)	(103)	(102)	EV/EBITDA	21.1	16.3	12.6	10.8
现金净增加额	100	136	124	144					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级 —— 由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级相关信息。

暂停评级 —— 根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn