

一致药业 000028.SZ

估值回到历史底部，建议积极关注

研究结论

- **头孢业务有望继续保持稳定增长。**受限抗政策影响，今年上半年抗生素行业景气度有所降低，但一致药业的头孢业务仍然保持稳定增长，扣除呼吸系统止咳用药外，下属子公司深圳致君的头孢制剂业务上半年同比增速在 19%，这主要得益于公司两方面的调整，一个是产品结构方面，公司加大口服头孢的推广力度，销售比重出现明显提升，另一个是销售重点的调整，从中心城市向基层市场转移。未来我们判断两方面的调整仍将继续发挥作用，口服抗生素不容易产生耐药性、服用方便、安全性较高，未来口服制剂的应用范围将不断拓宽，同时在广大的农村市场中高端抗生素用药需求还未被满足，发展空间仍然较大，因此未来公司的头孢业务将继续保持稳定增长。
- **非头孢制剂业务的发展前景可期。**2010 年公司工业业务为 16 个亿，按照公司制定的十二五规划，工业业务计划做到 100 个亿规模，其中化学制剂 35 个亿、化学原料药 20 个亿、中药 10 个亿、生物医药 10 个亿、保健品和 OTC25 个亿。化学制剂以致君制药为平台，未来将逐步发展心血管、消化系统用药，其中从韩国引进的专利胃药 Revanex 三期临床即将结束；化学原料药以苏州万庆为平台，内部资源配套服务将成为万庆的发展重点；中药以深圳中药厂为平台，今年预计可以实现扭亏为盈；生物医药以万乐药业为平台，未来将加大抗体研究方面与国外的合作力度；保健品和 OTC 领域中，辅酶 Q10 系列开始在深圳和广州试点销售。
- **商业地级网点有望继续增加，从而带动毛利率上升。**目前一致药业商业业务在两广地区的市场占有率不到 25%，其中在广东的布局比较充足，共在 7 个城市设有据点，在广西的布局略显单薄，共在 2 个城市设有据点，未来随着公司加大在二三线城市的深耕力度，纯销占比有望继续上升，从而推动商业业务毛利率水平的提升。

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 年每股收益为 1.20 元、1.54 元、1.85 元，维持公司买入评级。目前股价大幅下跌后公司的 2011 年动态市盈率在 21 倍左右，处于明显低估位置，我们建议中长线投资者积极关注。

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

证券分析师

李淑花

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 09 月 19 日)

25.29 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 09 月 21 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)	27.91	21.16	16.47	13.70
P/B (倍)	6.92	5.22	3.96	3.07

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

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	27.9	21.2	16.5	13.7
资本公积增加	-	-	-	-	P/B	6.9	5.2	4.0	3.1
其他	(71)	(78)	(103)	(102)	EV/EBITDA	17.8	13.7	10.6	9.1
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