

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

一致药业（000028）

推荐

医疗器械与服务

对外投资重大事件点评

（维持评级）

2011年9月27日

完成广西 4 市分销网络布局

证券分析师： 丁丹 0755-82139908 dingdan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码： S0980510120006

证券分析师： 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码： S0980510120026

事项：

一致药业公告，在广西设立子公司：国控桂林、国控百色、国控北海；广西一致医药有限公司迁址并变更为国控玉林。

公司的上述举措实际上是一举完成了在广西桂林、百色、北海、玉林的分销布点。在此之前，公司在广西只有国控南宁、国控柳州两市分销点。此次完成 4 个二线城市的布点，广西重点城市的医药分销网络建设又向前迈出一大步。公司今年 1 季报、中报业绩均增长 38%，连续超预期。我们暂维持 11-13 年 EPS1.15、1.46、1.85 元/股预测，未来 3 年 GAGR27%，目前 11PE22X，而 12PE 则仅为 17.6X。我们认为目前公司股价已低估，是攻守兼备的良好配置品种，维持“推荐”评级。一年期合理价区间 36~40 元，相当于 12PE25~27X。

评论：

■ 完成广西 4 市医药分销布局

公司通过全资子公司国控南宁在公司设立 3 个子公司：国控桂林、国控百色、国控北海；并将广西一致医药有限公司迁址，由南宁迁址玉林，变更为国控玉林（实际上是将医药分销的牌照变更到玉林）。

同时，国药控股南宁有限公司与广西一心药业股份有限公司开展合作，由新设 3 个子公司对应承接广西一心药业股份有限公司在桂林、百色和北海的药品经营资质、药品经营业务以及相应的资产及负债（以转让完成日实际承接的资产和负债为准）。

公司的上述举措实际上是一举完成了在广西桂林、百色、北海、玉林的分销布点。在此之前，公司在广西只有国控南宁、国控柳州两市分销点。此次完成 4 个二线城市的布点，广西重点城市的医药分销网络建设又向前迈出一大步。

■ 广西分销业务将快速增长

公司前期收购的国控柳州、国控南宁近几年快速增长。我们估计 11 上半年广西两个现有分销点实现收入超过 10 亿元，其中国控南宁实现收入 7.48 亿元，增长 39%；净利润 1846 万元，增长 129%，快速增长的主要原因包括：1）引进国控系高价值、高毛利率的外资、合资产品。2）覆盖终端数量的增长。3）区域总代产品数量增加。4）内部整合出效益。

桂林、百色、北海、玉林 4 个二线城市覆盖后，预计亦将引进高毛利品种，实现快速增长。我们估计 11 年全年整个广西市场有望实现分销收入 25 亿元左右，占公司分销总额接近 20%。

■ 公司医药分销业务整体趋势

11 年上半年公司医药批发业务收入 61.88 亿元，同比增长 15.42%，较 1 季度 17% 的增速有所放缓。但毛利率小幅

提升 0.15 个百分点。其中广东分销在较大基数上增速放缓：占比最大的国控广州增长 15.06%，深圳一致（母公司）仅增长 7.73%。公司在广东二线城市的布局仍在继续，而广西 4 个重点二线城市布局完成后，有望加速增长。

■ 工业发展趋势：开始向多元化发展转型

2010 年中报公司首次正式提出搭建化学制剂、医药原料药、生物医药、OTC 保健品、中成药五个平台，并同时收购深圳中药 53% 股权完成对其 100% 控股，正式开展向头孢以外的工业新领域的拓展。随着 11 年下半年至 12 年公司的保健品上市、收购的深圳中药厂营销改革显效、以及韩国引进的胃药可望获批，明年公司工业有望迎来向多元化板块发展的转型期。

■ 未来 3 年 GAGR27%，12PE17.6X——质地优异、价值低估

公司 06-10 年净利润 GAGR 达 34%，业绩长期稳健，而今年 1 季报、中报业绩均增长 38%，连续超预期。我们暂维持 11-13 年 EPS1.15、1.46、1.85 元/股预测，未来 3 年 GAGR27%，目前 11PE22X，而 12PE 则仅为 17.6X。对比最近一年医药分销领域的几大收购行为：上药集团（收购科园信海）、国药控股（收购乐仁堂）、北药集团（收购普仁鸿），收购资产的 PE 均超过 22X。市场担心新抗菌药物管理办法对公司头孢业务有负面影响，而该政策自 4 月开始意见征求，已从 2 季度开始影响行业，公司由于自身产品线非常适应市场需求，上半年头孢制剂收入增长 19%，增速和 10 年相比持平，并未降低，同时毛利率还大幅提升 7 个百分点，趋势向好。我们认为目前公司股价已低估，是攻守兼备的良好配置品种，维持“推荐”评级。一年期合理价区间 36~40 元，相当于 12PE25~27X。

（细分业务预测参见表 1）

表 1: 一致药业分板块收入及预测(百万元)

	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总收入	8360	10950	13064	15289	18002	21200
收入同比	21.55%	30.97%	19.31%	17.03%	17.74%	17.77%
整体毛利率	8.76%	8.48%	8.72%	9.25%	9.44%	9.54%
主营业务收入	8320	10882	12973	15198	17911	21109
收入同比	21.64%	30.79%	19.22%	17.2%	17.8%	17.9%
主营业务毛利率	8.38%	8.19%	8.36%	8.97%	9.21%	9.35%
医药工业	877	1263	1571	1858	2305	2852
收入同比	18.18%	43.96%	19.98%	18%	24%	24%
毛利率	26.18%	28.14%	26.84%	32.1%	32.6%	32.4%
头孢类系列产品	605.70	820.35	1374.96	1622	2044	2555
收入同比	36.54%	35.44%	67.61%	18%	26%	25%
毛利率	13.06%	19.78%	19.84%	26.0%	27.5%	28.0%
呼吸止咳用药	169.15	166.80	182.80	216	229	233
收入同比	-26.13%	-4.50%	-11.83%	18%	6%	2%
毛利率	81.57%	77.95%	78.61%	77.0%	77.0%	77.0%
其他 (注: 08、09 年主要是万庆对外原料药收入, 10 年起合并入头孢系列产品, 10 年后则仅是保健品、中药等其他产品)	102.32	275.61	13.18	20	32	63
收入同比	46.89%	169.35%		50%	60%	100%
毛利率	12.28%	22.88%	39.09%	39.0%	40.0%	45.0%
医药批发业	8164	9435	11365	13297	15557	18202
收入同比	20.91%	25.88%	20.46%	17%	17%	17%
毛利率	4.74%	5.28%	5.76%	5.70%	5.70%	5.70%
医药零售业	342	166	6	7	9	11
收入同比	4.55%	-53.84%	-96.56%	30%	20%	20%
毛利率	22.99%	20.98%	8.10%	11.0%	11.0%	11.0%
非药品贸易	60	12	22	25	29	34
收入同比	39.45%	265.65%	88.56%	15%	15%	15%
毛利率	23.66%	14.89%	21.32%	21.0%	21.0%	21.0%
租赁	14	7	10	11	11	11
收入同比	-1.24%	32.28%	41.78%	10%	0%	0%
毛利率	38.89%	16.62%	37.10%	37.0%	37.0%	37.0%
内部抵消*	1137	(0)	0	0	0	0
收入同比	9.45%	0.00%	0.00%	0%	0%	0%
毛利率	1.60%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	40	68	91	91	91	91
收入同比	4.64%	69.98%	34.17%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	88.22%	55.08%	58.90%	55.0%	55.0%	55.0%

数据来源: wind、国信证券经济研究所。注: 1) 旗下一致连锁药店于 2009 年 6 月转让给国控。2) 09 年开始年报统计口径已消除内部抵消项。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E	
现金及现金等价物	712	700	700	700	营业收入	13064	15289	18002	21200
应收款项	3279	3979	4685	5808	营业成本	11926	13876	16303	19177
存货净额	1156	1516	1781	2096	营业税金及附加	20	21	25	30
其他流动资产	102	119	140	165	销售费用	431	506	592	693
流动资产合计	5249	6315	7307	8769	管理费用	301	345	399	465
固定资产	601	730	798	808	财务费用	83	139	165	179
无形资产及其他	129	124	119	114	投资收益	27	24	30	38
投资性房地产	242	81	81	81	资产减值及公允价值变动	(9)	(8)	(8)	(8)
长期股权投资	85	135	195	215	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6307	7386	8500	9988	营业利润	323	419	539	686
短期借款及交易性金融负债	975	1365	1404	1600	营业外净收支	17	16	13	13
应付款项	3452	3791	4454	5240	利润总额	340	435	552	699
其他流动负债	614	734	862	1014	所得税费用	76	100	127	161
流动负债合计	5042	5890	6720	7854	少数股东损益	3	4	5	6
长期借款及应付债券	30	30	30	30	归属于母公司净利润	261	331	420	532
其他长期负债	103	133	163	193					
长期负债合计	133	163	193	223	现金流量表（百万元）				
负债合计	5175	6053	6913	8077	2010	2011E	2012E	2013E	
少数股东权益	79	81	84	88	净利润	261	331	420	532
股东权益	1052	1251	1503	1822	资产减值准备	(3)	4	1	0
负债和股东权益总计	6307	7386	8500	9988	折旧摊销	83	64	78	87
					公允价值变动损失	9	8	8	8
					财务费用	83	139	165	179
关键财务与估值指标	2010	2011E	2012E	2013E	营运资本变动	28	(424)	(171)	(494)
每股收益	0.91	1.15	1.46	1.85	其它	5	(1)	2	3
每股红利	0.37	0.46	0.58	0.74	经营活动现金流	383	(19)	338	136
每股净资产	3.65	4.34	5.22	6.32	资本开支	(190)	(200)	(150)	(100)
ROIC	16%	18%	20%	21%	其它投资现金流	0	0	0	0
ROE	25%	26%	28%	29%	投资活动现金流	(195)	(250)	(210)	(120)
毛利率	9%	9%	9%	10%	权益性融资	10	0	0	0
EBIT Margin	3%	4%	4%	4%	负债净变化	0	0	0	0
EBITDA Margin	4%	4%	4%	4%	支付股利、利息	(107)	(132)	(168)	(213)
收入增长	19%	17%	18%	18%	其它融资现金流	148	389	40	196
净利润增长率	35%	27%	27%	27%	融资活动现金流	(56)	257	(128)	(16)
资产负债率	83%	83%	82%	82%	现金净变动	132	(12)	0	0
息率	1.4%	1.8%	2.3%	2.9%	货币资金的期初余额	579	712	700	700
P/E	28.2	22.3	17.6	13.9	货币资金的期末余额	712	700	700	700
P/B	7.0	5.9	4.9	4.0	企业自由现金流	222	(143)	282	136
EV/EBITDA	26.7	22.2	18.8	16.8	权益自由现金流	370	139	195	194

资料来源：公司资料和国信证券预测

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

分析师承诺:

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。

风险提示:

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。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。