

医药商业 III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 江琦

S0960110110023

0755-82026817

jiangqi@cjis.cn

6-12 个月目标价: 33.00 元

当前股价: 23.80 元

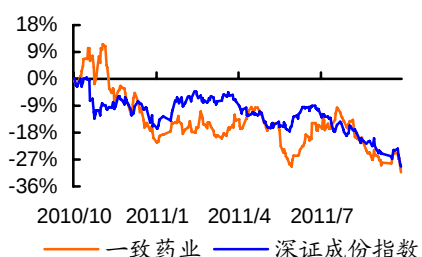
评级调整: 维持

基本资料

深证成份指数	9697.21
总股本(百万)	288
流通股本(百万)	288
流通市值(亿)	69
EPS (TTM)	1.06
每股净资产 (元)	3.93
资产负债率	82.1%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
一致药业	-9.85	-16.78	-20.25
深证成份指数	-11.78	-21.17	-24.23



相关报告

《一致药业-商业继续看并购整合、工业产业链上下游整合效应逐步显现》2011-8-18
《一致药业-商业看收购整合、工业看产业链上下游整合, 未来潜力巨大》2011-3-22
《一致药业-维持快速增长, 投资价值仍然突出》2010-10-24

一致药业

000028

强烈推荐

抗生素产品结构调整效应显现, 费用率下降带来净利快速增长

公司公布 2011 年三季报, 1-9 月实现净利润 2.46 亿, 同比增长 36.79%, EPS0.85 元, 和我们 0.86 元的预计基本一致。

投资要点:

■ **毛利率提高, 销售费用率下降带来净利润的增速远高于收入。**公司 11 年 1-9 月实现营业收入 111.22 亿, 同比增 14.8%; 营业利润 3.05 亿, 同比增 28.71%; 利润总额 3.25 亿, 同比增 32.96%; 净利润 2.46 亿, 同比增 36.79%。

抗生素产品结构调整带来毛利率进一步提高, 经营效率提高带来销售费用率下降: 1-9 月综合毛利率 8.95%, 提高 0.17%, 头孢固体制剂占比进一步提高, 带来毛利率提高; 营业费用率 2.97%, 下降 0.34%; 管理费用率 2.28%, 上升 0.02%, 财务费用率 0.86%, 上升 0.26%, 三项费用率共 6.11%, 下降 0.06%。

■ **预计医药商业增速稳定, 收购整合布局南部效应将逐步体现:** 国控南宁设立桂林和百色子公司后, 在广西的布局进一步完善。我们预计后续公司将继续收购完成重点城市布局, 成为南区分销第一品牌。

■ **工业整合效应持续看好:** 致君头孢制剂车间通过欧盟 GMP 认证后, 对产品在国内的销售将逐步有间接促进作用。万乐现有产品销售情况增速良好, 布局单抗等新药, 未来前景看好。

■ **我们看好公司商业的布局效应, 持续看好未来工商业一体化的整合,** 预测 11-13 年 EPS 为 1.16、1.51 和 1.95 元, 对应 PE20/16/12 倍, 目前估值较低, 维持强烈推荐的投资评级

■ **风险提示:** 融资成本较高, 财务费用较大。

主要财务指标

单位: 百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	13064	14944	18147	22624
同比(%)	19%	14%	21%	25%
归属母公司净利润(百万元)	261	335	435	561
同比(%)	35%	28%	30%	29%
毛利率(%)	8.7%	9.1%	9.0%	9.0%
ROE(%)	24.8%	24.8%	25.0%	25.0%
每股收益(元)	0.91	1.16	1.51	1.95
P/E	26.26	20.47	15.75	12.23
P/B	6.52	5.07	3.93	3.05
EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 一致药业的季度盈利性数据

财务指标(万)	10 年 2Q	10 年 3Q	10 年 4Q	11 年 1Q	11 年 2Q	11 年 3Q	3Q 同比	3Q 环比
营业总收入	323,968.4	345,145.6	337,614.5	352,681.9	366,855.4	392,699.2	13.8%	7.0%
营业成本	294,707.7	316,203.9	308,778.1	318,352.3	333,621.7	360,693.5	14.1%	8.1%
营业费用	10,801.0	11,068.9	11,028.3	11,753.3	12,226.9	9,041.0	-18.3%	-26.1%
管理费用	7,434.8	7,415.5	8,187.4	7,975.8	8,308.1	9,057.8	22.1%	9.0%
财务费用	2,169.5	2,100.2	2,418.3	2,604.1	3,536.6	3,408.9	62.3%	-3.6%
营业利润	7,620.2	8,083.3	8,564.2	11,268.4	9,023.6	10,246.4	26.8%	13.6%
利润总额	7,986.2	7,983.7	9,569.0	11,547.8	10,223.9	10,686.8	33.9%	4.5%
所得税	2,240.4	2,006.1	1,420.7	2,652.0	2,347.3	2,593.1	29.3%	10.5%
归属于母公司净利	5,626.8	6,062.9	8,110.0	8,725.9	7,787.7	8,110.2	33.8%	4.1%
EPS	0.20	0.21	0.28	0.30	0.27	0.28	33.3%	3.7%
毛利率	9.0%	8.4%	8.5%	9.7%	9.1%	8.2%	-0.2%	-0.9%
营业费用率	3.3%	3.2%	3.3%	3.3%	3.3%	2.3%	-0.9%	-1.0%
管理费用率	2.3%	2.1%	2.4%	2.3%	2.3%	2.3%	0.2%	0.0%
营业利润率	2.4%	2.3%	2.5%	3.2%	2.5%	2.6%	0.3%	0.1%
实际所得税率	28.1%	25.1%	14.8%	23.0%	23.0%	24.3%	-0.9%	1.3%

资料来源：一致药业历年报表、中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	5249	6099	7366	9088	营业收入	13064	14944	18147	22624
现金	712	1389	1645	1956	营业成本	11926	13588	16514	20580
应收账款	2867	2805	3406	4247	营业税金及附加	20	23	28	34
其它应收款	43	49	60	75	营业费用	431	523	599	747
预付账款	102	116	141	176	管理费用	301	366	423	525
存货	1156	1318	1601	1995	财务费用	83	55	73	73
其他	369	422	513	639	资产减值损失	9	9	9	9
非流动资产	1058	828	826	821	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	85	85	85	85	投资净收益	27	20	20	20
固定资产	493	559	605	634	营业利润	323	400	522	676
无形资产	129	113	97	81	营业外收入	20	20	20	20
其他	351	70	39	22	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	6307	6927	8192	9910	利润总额	340	420	541	696
流动负债	5042	5460	6332	7543	所得税	76	80	103	132
短期借款	975	900	900	900	净利润	264	340	438	564
应付账款	2004	2283	2774	3458	少数股东损益	3	5	3	3
其他	2063	2277	2657	3186	归属母公司净利润	261	335	435	561
非流动负债	133	30	30	30	EBITDA	425	502	646	804
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.91	1.16	1.51	1.95
其他	103	0	0	-0					
负债合计	5175	5490	6362	7573	主要财务比率				
少数股东权益	79	84	87	90	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
股本	288	288	288	288	成长能力				
资本公积	5	5	5	5	营业收入	18.8%	14.4%	21.4%	24.7%
留存收益	759	1060	1451	1953	营业利润	28.2%	23.9%	30.4%	29.6%
归属母公司股东权益	1052	1353	1744	2247	归属于母公司净利润	35.4%	28.3%	30.0%	28.8%
负债和股东权益	6307	6927	8192	9910	获利能力				
					毛利率	8.7%	9.1%	9.0%	9.0%
					净利率	2.0%	2.2%	2.4%	2.5%
					ROE	24.8%	24.8%	25.0%	25.0%
					ROIC	31.4%	50.1%	57.1%	60.8%
					偿债能力				
					资产负债率	82.1%	79.3%	77.7%	76.4%
					净负债比率				
					流动比率	1.04	1.12	1.16	1.20
					速动比率	0.81	0.87	0.91	0.94
					营运能力				
					总资产周转率	2.26	2.26	2.40	2.50
					应收账款周转率	5	5	6	6
					应付账款周转率	6.44	6.34	6.53	6.60
					每股指标 (元)				
					每股收益(最新摊薄)	0.91	1.16	1.51	1.95
					每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	2.51	1.41	1.65
					每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.69	6.05	7.80
					估值比率				
					P/E	26.26	20.47	15.75	12.23
					P/B	6.52	5.07	3.93	3.05
					EV/EBITDA	16	14	11	9

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

研究团队简介

中投医药团队荣誉: 2007 年和 2009 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第 2 名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名; 2010 年新财富、水晶球、金牛奖均为第 5 名。

中投医药团队成员:

周锐, 医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 8 年证券行业从业经验, 整体负责中投医药团队研究工作;

余方升, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药、医疗服务及政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 金融学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业及医药流通研究;

王威, 医药行业研究助理, 工学硕士, 5 年医疗器械行业从业经验, 2010 年加入中投证券研究所, 负责医疗器械及境外上市中资医药股研究;

免责条款

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。中投证券是具备证券投资咨询业务资格的证券公司。未经事先书面同意, 本报告不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳

深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼
邮编: 518000
传真: (0755) 82026711

北京

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼
邮编: 200041
传真: (021) 62171434