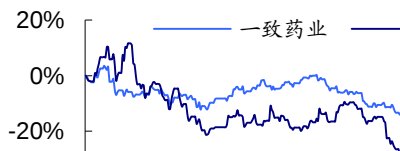


证券研究报告—动态报告
医药保健
医疗器械与服务
一致药业(000028)
推荐
2011 年 3 季报点评

(维持评级)

2011 年 10 月 25 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	288.1/233.3
总市值 (百万元)	7,045.3/7,045.1
沪深 300/深圳成指	2,370.33/9,957.62
12 个月最高/最低 (元)	38.65/23.80

相关研究报告:

《一致药业-000028-完成广西 4 市分销网络布局》——2011-9-26

《一致药业-000028-业绩持续超预期》——2011-8-18

《一致药业-000028-致君制药获欧盟 GMP 认证, 百亿工业规划添砝码》——2011-5-13

《一致药业-000028-业绩超预期, 物美且价廉》——2011-4-28

证券分析师: 丁丹

电话: 0755-82139908

E-mail: 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

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

季报点评

持续快速增长, 上调业绩预测

●业绩增长 37%符合预期

2011 年前三季度公司实现收入 111.22 亿元 (+14.80%; 注: 上年同期数有追溯调整); 归属于上市公司股东的净利润 2.46 亿元 (+36.79%), EPS0.85 元/股, 符合我们的预期。扣除政府补贴等非经常损益后净利润增长约 33%。估计医药商业板块收入增长 13~14%、工业板块收入增长 16~17%。

●工业毛利率上升带动整体毛利率提升

前三季度整体毛利率 8.95%, 同比提升 0.33 个百分点, 其中主要是工业毛利率上升。期间费率因财务费用大增 63%而小幅上升。利润贡献还来自: 主营肿瘤药的参股公司万乐贡献投资收益大增 50%; 资产减值损失同比减少 (10Q2/Q3 计提坏账准备较高, 10Q4 冲回部分, 预计 11 全年和去年持平); 政府补贴等营业外收益增加。

●Q3 单季收入增速放缓主要因大运会阶段性影响

Q3 单季收入增速 13.8%, 较上半年增 15.4%略放缓主要因受 8 月深圳大运会影响, 而 2 季度也有一些提前发货, 此为阶段性事件性影响。

●风险提示

招标价格下降风险; 新抗菌药物管理政策中长期影响不确定。

●上调业绩预测, 维持“推荐”评级

过去 5 年公司 GAGR34%, 从细分业务看, 医药商业虽规模较大但市场份额仍有较大空间 (广东纯销也仅 20%左右份额), 公司亦在不断对外扩张; 工业方面, 公司现在以小头孢和止咳露为主的产品线虽欠缺特色, 但过去几年依靠规模的增长和毛利率的提升也实现了持续性的较快增长。从 12 年开始, 公司将更加注重工业领域的转型: 1) 胃药 Revanex 明年有望获批; 2) 大健康产品辅酶 Q10 今年底开始大力铺货; 3) 中药厂今年已有望扭亏且明年有望在品种引进上获得突破。上调 11-13 年 EPS 至 1.20、1.50、1.87 元/股 (原 1.15、1.46、1.85), 11-12PE 仅 20、16 倍, PEG0.74, 估值明显偏低, 维持“推荐”评级, 一年期合理价 36-40 元 (即 12PE24~26 倍)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10,997.07	13,064.43	15,062	17,589	20,523
(+/-%)	25.57%	18.80%	15.3%	16.8%	16.7%
净利润(百万元)	192.87	261.12	346	433	540
(+/-%)	20.70%	35.39%	32.6%	25.0%	24.7%
每股收益 (元)	0.67	0.91	1.20	1.50	1.87
EBIT Margin	2.80%	3.21%	3.7%	4.0%	4.1%
净资产收益率 (ROE)	22.77%	24.81%	27.5%	28.5%	29.3%
市盈率 (PE)	36.53	26.98	20.3	16.3	13.1
EV/EBITDA	21.10	15.91	20.8	17.8	16.0
市净率 (PB)	8.32	6.69	5.59	4.64	3.82

独立性声明:

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。

表 1: 一致药业分板块收入及预测(百万元)

	2007	2008	2009	2010	2011E	2012E	2013E
总收入	6878	8360	10950	13064	15062	17589	20523
收入同比	20.49%	21.55%	30.97%	19.31%	15.29%	16.78%	16.68%
整体毛利率	10.28%	8.76%	8.48%	8.72%	9.30%	9.51%	9.61%
主营业务收入	6840	8320	10882	12973	14971	17498	20432
收入同比	20.69%	21.64%	30.79%	19.22%	15.4%	16.9%	16.8%
主营业务毛利率	9.84%	8.38%	8.19%	8.36%	9.02%	9.27%	9.40%
医药工业	742	877	1263	1571	1858	2288	2791
收入同比	42.31%	18.18%	43.96%	19.98%	18%	23%	22%
毛利率	35.93%	26.18%	28.14%	26.84%	32.1%	32.6%	32.5%
头孢类系列产品	443.61	605.70	820.35	1374.96	1622	2028	2495
收入同比	56.70%	36.54%	35.44%	67.61%	18%	25%	23%
毛利率	13.31%	13.06%	19.78%	19.84%	26.0%	27.5%	28.0%
呼吸止咳用药	228.98	169.15	166.80	182.80	216	229	233
收入同比	-2.19%	-26.13%	-4.50%	-11.83%	18%	6%	2%
毛利率	84.42%	81.57%	77.95%	78.61%	77.0%	77.0%	77.0%
其他(保健品、中药等)	69.66	102.32	275.61	13.18	20	32	63
收入同比	1486.79%	46.89%	169.35%	-95.22%	50%	60%	100%
毛利率	20.60%	12.28%	22.88%	39.09%	39.0%	40.0%	45.0%
医药批发业	6752	8164	9435	11365	13069	15161	17586
收入同比	4.86%	20.91%	25.88%	20.46%	15%	16%	16%
毛利率	4.82%	4.74%	5.28%	5.76%	5.70%	5.70%	5.70%
医药零售业	327	342	166	6	7	9	11
收入同比	5.20%	4.55%	-53.84%	-96.56%	30%	20%	20%
毛利率	24.16%	22.99%	20.98%	8.10%	11.0%	11.0%	11.0%
非药品贸易	43	60	12	22	25	29	34
收入同比	19.00%	39.45%	265.65%	88.56%	15%	15%	15%
毛利率	20.90%	23.66%	14.89%	21.32%	21.0%	21.0%	21.0%
租赁	14	14	7	10	11	11	11
收入同比	-6.33%	-1.24%	32.28%	41.78%	10%	0%	0%
毛利率	63.56%	38.89%	16.62%	37.10%	37.0%	37.0%	37.0%
内部抵消	1039	1137	(0)	0	0	0	0
收入同比	-37.25%	9.45%	0.00%	0.00%	0%	0%	0%
毛利率	1.54%	1.60%	0.00%	0.00%	0.0%	0.0%	0.0%
其他	38	40	68	91	91	91	91
收入同比	-6.98%	4.64%	69.98%	34.17%	0.0%	0.0%	0.0%
毛利率	88.67%	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: *一致连锁药店于 2009 年 6 月转让给国控。09 年开始年报统计口径已消除内部抵消项。

注: 09 年前(含)年报中呼吸止咳用药只是联邦止咳露。10 年统计口径有所改变。

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	15062	17589	20523
应收款项	3279	3920	4578	5623	营业成本	11926	13661	15917	18552
存货净额	1156	1493	1739	2027	营业税金及附加	20	21	25	29
其他流动资产	102	117	137	160	销售费用	431	488	565	653
流动资产合计	5249	6231	7154	8510	管理费用	301	332	387	451
固定资产	601	729	796	805	财务费用	83	138	161	172
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)	(9)	(9)	(9)
长期股权投资	85	135	195	215	其他收入	0	0	0	0
资产总计	6307	7300	8345	9726	营业利润	323	437	556	696
短期借款及交易性金融负债	975	1341	1359	1522	营业外净收支	17	18	13	13
应付款项	3452	3732	4348	5068	利润总额	340	455	569	709
其他流动负债	614	722	841	980	所得税费用	76	105	131	163
流动负债合计	5042	5795	6548	7570	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	346	433	540
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	5958	6741	7793		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	79	82	85	89	净利润	261	346	433	540
股东权益	1052	1260	1520	1844	资产减值准备	(3)	4	1	0
负债和股东权益总计	6307	7300	8345	9726	折旧摊销	83	64	78	87
					公允价值变动损失	9	9	9	9
					财务费用	83	138	161	172
					营运资本变动	28	(411)	(158)	(466)
					其它	5	(1)	2	3
					经营活动现金流	383	11	365	173
					资本开支	(190)	(200)	(150)	(100)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(195)	(250)	(210)	(120)
					权益性融资	10	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(107)	(139)	(173)	(216)
					其它融资现金流	148	365	18	163
					融资活动现金流	(56)	227	(155)	(53)
					现金净变动	132	(12)	0	0
					货币资金的期初余额	579	712	700	700
					货币资金的期末余额	712	700	700	700
					企业自由现金流	222	(115)	305	167
					权益自由现金流	370	144	200	198

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	林丽梅	021-60933157
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	技术分析	
交通运输		银行		闫 莉	010-88005316
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	房地产	
陈建生	0755- 82133766	黄 颢	0755-82133476	方 焱	0755-82130648
岳 鑫	0755- 82130432			区瑞明	0755-82130678
周 俊	0755-82130833-6215			黄道立	0755- 82133397
糜怀清	021-60933167				
商业贸易		汽车及零配件		钢铁及新材料	
孙菲菲	0755-82130722	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
祝 彬	021-60933156			秦 波	010-66026317
常 伟				郭 莹	010-88005303
机械		基础化工		医药	
郑 武	0755- 82130422	刘旭明	010-66025272	贺平鸽	0755-82133396
陈 玲	0755-82130646	张栋梁	0755-82130532	丁 丹	0755- 82139908
杨 森	0755-82133343	罗 洋	0755-82150633	杜佐远	0755-82130473
后立尧	010-88005327	吴琳琳	0755-82130833-1867	胡博新	0755-82133263
电力设备与新能源		梁 丹	0755- 82134323	刘 勃	0755-82130833-1845
杨敬梅	021-60933160	传媒		有色金属	
张 弢	010-88005311	陈财茂	010-88005322	彭 波	0755-82133909
电力与公用事业		刘 明	010-88005319	龙 飞	
谢达成	021-60933161	非银行金融		通信	
		邵子钦	0755- 82130468	严 平	021-60875165
		田 良	0755-82130513	唐俊杰	021-60875160
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755- 82130761
邵 达	0755-82130706	朱少凌	0755-82130646	欧阳仕华	0755-82151833
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158	张 如	021-60933151
高耀华	010-88005321				
熊 丹	0755-82133528				
建材		旅游		食品饮料	
郑 东	010- 66025270	曾 光	0755-82150809	黄 茂	0755-82138922
马 彦	010-88005304	钟 潇	0755-82132098		
建筑		新兴产业		研究支持	
邱 波	0755-82133390	陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998
刘 萍	0755-82130678	李筱筠	010-66026326	余 辉	0755-82130741
		孙 伟	010- 66026320	王越明	0755-82130478
量化投资产品		基金评价与研究		量化投资策略	
焦 健	0755-82133928	杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
阳 瑾	0755-82133538	康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155
周 琦	0755-82133568	刘舒宇	0755-82133568	郑 云	021-60875163
邓 岳	0755- 82150533	李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154
		刘 洋	0755-82150566	李荣兴	021-60933165
		潘小果	0755-82130843	郑亚斌	
		蔡乐祥	0755-82130833-1368		
		钱 晶	0755-82130833-1367		
量化交易策略与技术		数据与系统支持			
戴 军	0755-82133129	赵斯尘	021-60875174		
黄志文	0755-82133928	徐左乾	0755-82133090		
彭甘霖	0755-82133259	李扬之	0755-82136165		

秦国文	0755-82133528	陈爱华	0755-82133397
韦敏	0755-82130833-3772	袁剑	0755-82139918
张璐楠	0755-82130833-1379		

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）		华东区（机构销售二部）		华南区（机构销售三部）	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	林莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
焦骞	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
				颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
				赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
				郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn