

一致药业（000028）公告点评：收购完善分销布局

行业分类：医药

2011. 12. 07

研究员：张绍坤
(执业证书编号：S0640511010008)
联系人：刁志学, 沈文文
电话：0755-83520492、83688575
Email: diaozhixue@163.com

事件回顾：

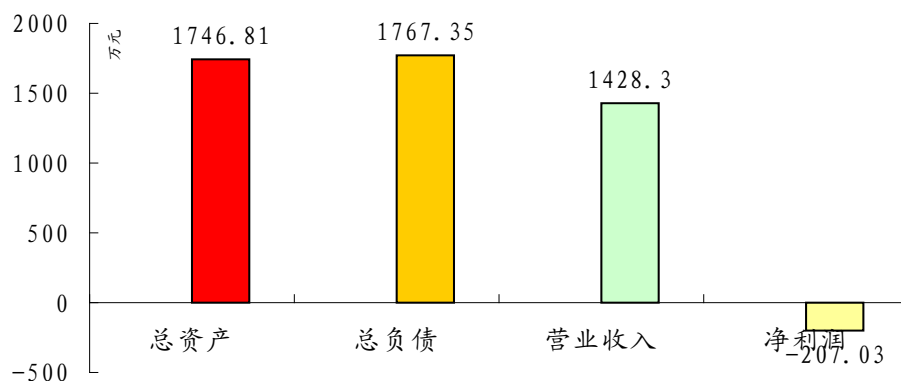
一致药业 12 月 6 日的公告称：公司拟以 450 万元的价格收购广西梧州华梧药材 99.7% 的股权，收购完成后，拟更名为“国药控股梧州有限公司”；拟以 506 万元收购肇庆市和信医药有限公司 100% 的股权，收购完成后，拟更名为“国药控股肇庆有限公司”。

我们的观点：

收购完成后，分销布局进一步完善

广西梧州华梧药材有限公司是中国医药集团属下控股子公司，公司成立于 1990 年，前身是广西梧州华梧药材联营公司，于 2000 年改制为广西梧州药材有限公司。公司拥有 2400 平方米的标准仓储，500 多平方米的营业办公场所，于 2003 年 12 月通过国家 GSP 认证。公司的经营范围包括：中药材；中成药；中药饮片；化学原料药；化学药制剂；抗生素；生化药品；生物制品；医疗用毒性药品；第二类精神药品；I、II、III 类医疗器械的批发等。根据深圳天健国众联资产评估土地房地产估价有限公司出具的评估报告，2011 年 6 月 30 日按资产基础法评估的华梧药材的净资产为 451.33 万元。经协商，华梧药材 99.7% 股权收购的价格确定为 450 万元。

图表 1：华梧药材的资产负债情况（2011 年 6 月 30 日）

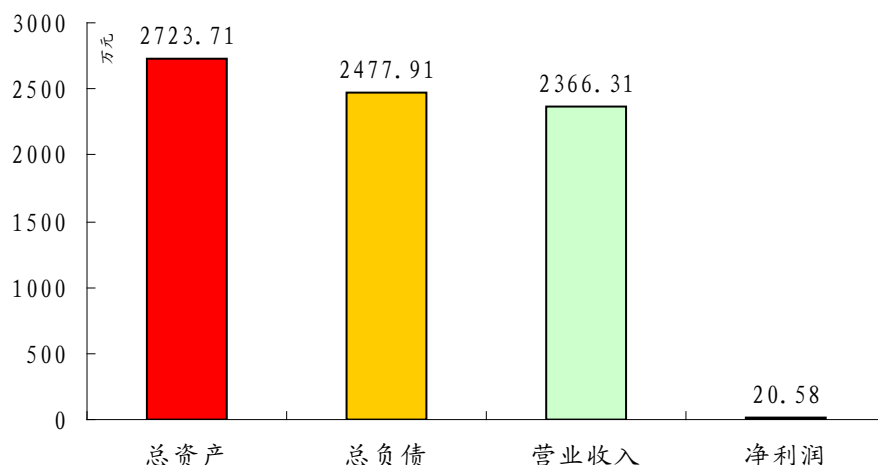


数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

肇庆市和信医药有限公司经营范围为中成药、化学原料药、化学药制剂、抗生素原料药、抗生素制剂、生化药品、生物制品（除疫苗）；医疗器械（按粤 082507 号《医疗器械经营企业许可证》核定的

范围经营），定型包装食品、保健食品等。根据中联资产评估有限公司出具的评估报告，2011 年 8 月 31 日肇庆市和信医药有限公司经收益法评估的企业整体价值为 510.53 万元人民币。董事会批准以 506 万元收购肇庆市和信医药有限公司 100%的股权。

图表 2：和信医药的资产负债情况（2011 年 8 月 31 日）



数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

图表 3：公司拟收购明细

标的资产	评估值（万元）	转让价款（万元）	交易性质
广西梧州华梧药材 99.7%股权	450.00	450.00	关联交易
肇庆市和信医药 100%股权	510.53	506.00	非关联交易
合计	960.53	956.00	

数据来源：公司公告，中航证券金融研究所

公司此次收购以现金收购的方式进行，预计到年底完成，业绩的释放在明年会有所体现。收购完成后，公司在广西和广东地区的分销网点有所增加，分销布局有望得到进一步完善，这有助于公司保持快速增长的势头。

后续的并购行动仍可期待

国家医药流通企业的“十二五”规划明确提出：到 2015 年，通过兼并与重组，形成 1-3 家销售规模过千亿的全国性大型医药商业集团，20 家年销售过百亿的区域性大型医药企业，药品批发“百强”企业年销售占全行业年销售总额 80%以上，有效提高行业集中度。目前看来，能够形成大型医药商业集团的企业包括国药集团、上药集团和华润医药集团，三足鼎立。现在看来，中国医药集团旗下大型上市的医药流通企业包括国药股份和一致药业两家公司，一致药业是国药集团在两广地区的医药流通中心。可以预计，伴随医药流通行业整合的深入及国药集团自身的流通领域的整合，未来三年，公司会进行更多的并购业务，带动业绩的快速增长。

此外，为了提高公司的影响力，公司将更名为“国药一致”，这有助于公司未来并购业务的顺利进行。

我们保持之前的预期，预计公司 11-13 年 EPS 分别为 1.23 元、1.47 元、1.74 元，对应的动态市盈率分别为 19.35、16.19、13.68 倍，由于近期医药行业市盈率的整体回调，我们给予公司 25 倍的 PE，目标价 30.75 元，维持买入评级。

图表 4: 盈利预测表

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	5249	6395	6203	6750	营业收入	13064	14605	16715	19044
现金	712	998	1195	1631	营业成本	11926	13280	15186	17314
应收账款	2867	3425	3239	3301	营业税金及附加	20	31	30	29
其他应收款	43	23	27	26	营业费用	431	485	560	634
预付账款	102	93	95	95	管理费用	301	333	378	440
存货	1156	1344	1208	1245	财务费用	83	52	40	12
其他流动资产	369	513	440	452	资产减值损失	9	6	8	8
非流动资产	1058	1095	1035	1026	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	85	85	86	85	投资净收益	27	23	21	26
固定资产	493	520	519	504	营业利润	323	440	534	633
无形资产	129	145	154	165	营业外收入	20	21	19	20
其他非流动资产	351	344	275	271	营业外支出	3	1	1	1
资产总计	6307	7490	7238	7776	利润总额	340	460	552	652
流动负债	5042	5881	5242	5305	所得税	76	103	125	146
短期借款	975	1313	915	909	净利润	264	357	428	505
应付账款	2004	2476	2190	2254	少数股东损益	1	1	1	1
其他流动负债	2063	2091	2137	2142	归属母公司净利润	261	354	424	502
非流动负债	133	155	148	153	EBITDA	425	536	620	692
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.91	1.23	1.47	1.74
其他非流动负债	103	125	118	123	主要财务比率				
负债合计	5175	6036	5390	5458	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	79	83	87	90	成长能力				
股本	288	288	288	288	营业收入	18.8%	11.8%	14.5%	13.9%
资本公积	5	5	5	5	营业利润	28.2%	36.3%	21.4%	18.4%
留存收益	759	1078	1467	1935	归属于母公司净利润	35.4%	35.4%	19.8%	18.4%
归属母公司股东权益	1052	1371	1761	2228	获利能力				
负债和股东权益	6307	7490	7238	7776	毛利率(%)	8.7%	9.1%	9.2%	9.1%
现金流量表					净利率(%)	2.0%	2.4%	2.5%	2.6%
单位: 百万元					ROE(%)	24.8%	25.8%	24.1%	22.5%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC(%)	24.4%	23.3%	30.4%	33.8%
经营活动现金流	428	48	660	500	偿债能力				
净利润	264	357	428	505	资产负债率(%)	82.1%	80.6%	74.5%	70.2%
折旧摊销	20	43	46	47	净负债比率(%)	19.43%	22.25%	17.54%	17.20%
财务费用	83	52	40	12	流动比率	1.04	1.09	1.18	1.27
投资损失	-27	-23	-21	-26	速动比率	0.81	0.86	0.95	1.04
营运资金变动	62	-361	156	-39	营运能力				
其他经营现金流	27	-20	11	1	总资产周转率	2.26	2.12	2.27	2.54
投资活动现金流	-289	-20	10	-11	应收账款周转率	5	5	5	6
资本支出	178	0	0	0	应付账款周转率	6.44	5.93	6.51	7.79
长期投资	0	9	-15	7	每股指标(元)				
其他投资现金流	-111	-11	-5	-4	每股收益(最新摊薄)	0.91	1.23	1.47	1.74
筹资活动现金流	-39	258	-472	-53	每股经营现金流(最新摊薄)	1.49	0.17	2.29	1.73
短期借款	31	337	-397	-7	每股净资产(最新摊薄)	3.65	4.76	6.11	7.73
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	32.07	23.68	19.76	16.69
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	7.96	6.11	4.76	3.76
其他筹资现金流	-71	-80	-75	-47	EV/EBITDA	20	16	14	12
现金净增加额	100	286	197	436					

数据来源: 天软估值, 中航证券金融研究所

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入**：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
- 持有**：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
- 卖出**：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持**：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
- 中性**：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
- 减持**：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事消费行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

公司地址：深圳市深南大道3024号航空大厦（518000）

公司网址：www.avicsec.com

联系电话：0755-83692635

传真：0755-83688539

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。