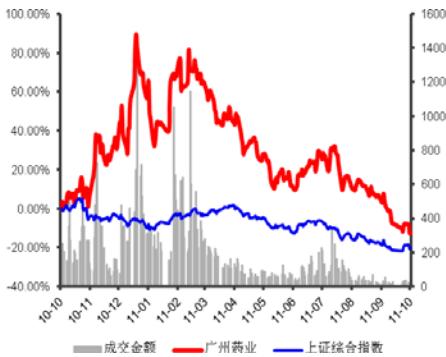


2011年10月31日

广州药业（600332）2011年三季度报点评

评级：谨慎推荐（首次）

最近52周走势：



相关研究报告：

报告作者：

国联证券研究所医药研究组

周静

执业证书编号：S0590510120015

联系人：

刘生平

电话：0510-82833217

Email：liusp@glsc.com.cn

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，特此申明。

国联证券股份有限公司经相关主管

2011年前三季度公司实现营业收入4.12亿元，同比增长20.05%，实现营业利润2.57亿元，同比增长3.69%，其中归属于母公司所有者的净利润为2.40亿元，同比增长6.71%，基本每股收益为0.296元，单季度实现每股收益0.072元，业绩符合我们的预期。

点评：

- **第三季度公司营业收入增长平稳。**2011年第三季度公司营业收入为1.31亿元，同比增长17.37%，营业利润6079万元，同比增长1.86%，归属于上市公司股东净利润6037万元，同比增长3.04%。公司第三季度营业收入增长平稳。营业利润和净利润增速放缓的原因在于今年原材料价格过快上涨和加大销售力度所致。
- **中药材价格回落，营业利润率触底回升。**公司第三季度营业利润率23.85%，同比下降2.6个百分点，环比上升0.5个百分点。与公司第二季度相比（公司第二季度营业利润率23.45%，同比下降6.4个百分点），公司营业利润率已开始触底回升。随着国内中药材的进一步回落（截止到2011年10月底，下半年国内中药材连续回落，部分药材回落幅度超过20%），公司的盈利情况将得到较大地提振。
- **合营投资收益稳步增长：大健康产品快速增长，疫苗有望实现盈利。**2011年前三季度投资收益1.25亿元，同比增长24.73%。这主要是公司合营企业王老吉等大健康产品快速增长所致（营收和净利润增速均在20%左右）。另外，公司合营企业诺诚生物自2011年改进工艺恢复狂犬疫苗批签发以来，市场份额快速增加，但是上半年处于亏损状态。我们预计公司狂犬疫苗工艺已经趋于稳定，下半年将恢复盈利。
- **公司积极推进国际化战略，产品出口提速。**广药集团在2011年

机关核准具备证券投资咨询业务资格。

10月21日在澳洲签署了相关产品注册研究备忘录,加快了公司产品国际化进程(集团下属上市公司广州药业上半年出口收入1.19亿元,同比增长79%,与2009年全年出口额持平)。广药集团在澳洲和欧洲积极营销心脑血管等(如广州药业的华佗再造丸、昆仙胶囊和白云山的脑心清片)药物,大大加快了广州药业的产品出口步伐。预计今年全年广州药业的出口销售额将达到2.5亿元左右。

- **新药研究进展顺利。**公司的消渴丸和华佗再造丸正在做循证医学研究,将积累更多的循证医学证据。华佗再造丸新适应症临床试验也正在进行,目前处于临床二期阶段。公司的治疗性乙肝疫苗已经进入临床二期b阶段,正在扩大志愿者范围进行医学实验。
- **业绩逐步向好,给予“谨慎推荐”评级。**根据公司目前的经营情况,我们预计公司2011-2013年EPS分别为0.37元,0.47元和0.58元,以2011年10月28日的股价12.37元来计算,对应的市盈率分别为34倍,26倍和21倍。目前估值偏高,由于公司业绩逐步好转、内外整合预期和知名品牌中药较多,因此给予公司“**谨慎推荐**”评级。
- **风险提示:**消渴丸等糖尿病药物盈利提升不如预期;王老吉品牌租赁权纠纷升级;疫苗业务未恢复盈利。

盈利预测表:
财务报表预测与财务指标 单位: 百万

利润表					资产负债表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入	4,486	5,365	6,221	7,213	现金	707	641	628	870
营业成本	3,206	3,997	4,598	5,306	应收款项净额	574	661	767	830
营业税金及附加	30	38	44	50	存货	755	1,205	1,364	1,561
销售费用	617	655	756	873	其他流动资产	127	152	177	205
管理费用	448	515	585	664	流动资产总额	2,176	2,672	2,947	3,478
EBIT	163	152	230	311	固定资产	1,040	1,053	1,153	1,215
财务费用	-2	-10	-7	-7	无形资产	97	88	79	70
资产减值损失	5	0	0	0	长期股权投资	952	1,000	1,048	1,096
投资净收益	115	160	185	209	其他长期资产	184	184	184	184
营业利润	298	330	431	536	资产总额	4,477	5,069	5,489	6,106
营业外净收入	24	20	20	20	短期借款	39	90	60	102
利润总额	321	350	451	556	应付款项	341	508	558	628
所得税	47	44	58	72	其他流动负债	300	396	437	504
净利润	274	306	393	484	流动负债	714	1,035	1,109	1,303
少数股东损益	-7	-9	-11	-10	长期借款	0	0	0	0
归属母公司净利润	267	297	382	474	应付债券	0	0	0	0
					其他长期负债	121	133	145	157
					负债总额	835	1,168	1,254	1,460
					少数股东权益	102	109	118	126
					股东权益	3,539	3,792	4,117	4,520
					负债和股东权益	4,477	5,069	5,489	6,106
主要财务比率					现金流量表				
	2010A	2011E	2012E	2013E		2010A	2011E	2012E	2013E
成长能力					税后利润	267	297	382	474
营业收入	15.6%	19.6%	16.0%	16.0%	加: 少数股东损益	6	7	9	8
营业利润	43.9%	10.8%	30.5%	24.4%	公允价值变动	-5	0	0	0
净利润	26.6%	11.3%	28.6%	24.0%	折旧和摊销	127	65	77	86
获利能力					营运资金的变动	-246	100	16	18
毛利率(%)	28.5%	25.5%	26.1%	26.4%	经营活动现金流	149	470	484	586
净利率(%)	6.1%	5.7%	6.3%	6.7%	短期投资	20	0	0	0
ROE(%)	7.5%	7.8%	9.3%	10.5%	长期股权投资	-48	-48	-48	-48
ROA(%)	6.0%	5.9%	7.0%	7.8%	固定资产投资	-44	-85	-85	-85
偿债能力					投资活动现金流	-72	-133	-133	-133
流动比率	3.05	2.58	2.66	2.67	股利融资	29	0	0	0
速动比率	1.99	1.42	1.43	1.47	负债净变化	0	0	0	0
资产负债率%	18.7%	23.0%	22.8%	23.9%	支付股利、利息	-44	-45	-57	-71
营运能力					其它融资现金流	-7	51	-30	42
总资产周转率	100.2%	105.8%	113.3%	118.1%	融资活动现金流	-66	7	-87	-30
应收账款周转天数	46.74	45.00	45.00	42.00	现金净变动额	10	343	263	424
存货周转天数	88.04	82.00	80.00	79.00					
每股收益	0.33	0.37	0.47	0.58					
每股净资产	4.36	4.68	5.08	5.57					
P/E	44.3	33.7	26.2	21.1					
P/B	2.8	2.6	2.4	2.2					

资料来源: 国联证券研究所

无锡

国联证券股份有限公司 研究所

江苏省无锡市县前东街 168 号国联大厦 7 层

电话: 0510-82833337

传真: 0510-82833217

上海

国联证券股份有限公司 研究所

上海市浦东新区源深路 1088 号葛洲坝大厦 22F

电话: 021-38991500

传真: 021-38571373

北京

国联证券股份有限公司 研究所

北京市海淀区首体南路 9 号主语国际 4 号楼 12 层

电话: 010-68790997

传真: 010-68790897

深圳

国联证券股份有限公司 研究所

广东省深圳市福华一路卓越大厦 16 层

电话: 0755-82878221

传真: 0755-82878221

国联证券投资评级:

类别	级别	定义
股票 投资评级	强烈推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 20% 以上
	推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 10% 以上
	谨慎推荐	股票价格在未来 6 个月内超越大盘 5% 以上
	观望	股票价格在未来 6 个月内相对大盘变动幅度为 -10% ~ 10%
行业 投资评级	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10% 以上
	优异	行业指数在未来 6 个月内强于大盘
	中性	行业指数在未来 6 个月内与大盘持平
	落后	行业指数在未来 6 个月内弱于大盘

免责声明:

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。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和询价。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。我公司或关联机构将来可能会寻求持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易的机会, 还可能在将来寻求为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务的机会。本报告版权归国联证券所有, 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。