



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号: S0870511030004

打造“大南药”发展新平台

■ 报告目的:

3月28日,我们参加了广药集团整体上市新闻发布会,本报告对此次发布会的情况进行梳理总结。

■ 主要观点:

华南地区医药龙头企业

公司业务近几年收入增速平稳,2010与2011年的收入增长率分别为15.56%和21.26%;同期利润增速为26.60%和7.64%。公司主营业务分为医药制造业和医药贸易,历年来各业务模块占比保持稳定。从盈利能力看,虽然公司销售毛利率略有下滑,但是公司加强生产成本管理,费用率保持下降趋势,有效地缓解了原材料涨价所带来的压力,公司的净利率保持稳定。

打造“大南药”发展新平台

公司本次重大资产重组行为包括:1)公司换股吸收合并白云山;2)公司向广药集团收购部分资产。我们认为,虽然拟购买资产注入上市公司所带来的增量收益较小,但有助于消除同业竞争、减少关联交易,增强上市公司的独立性。而合并白云山后的“新广药”作为广药集团医药主业的单一上市平台,将形成中药、化学药、生物药、大健康产业、物流业及综合产业六大板块。按照2011年业绩模拟合并利润表,“新广药”2011年收入达93亿,净利润5.77亿元,每股收益为0.45元。

广药集团打造大南药战略

2011年,广药集团工商销售收入完成330.78亿元,同比增长19.9%;累计实现利润总额13.63亿元,同比增长32.78%。广药集团宣布力争2015年实现“大健康产业”,规模达600亿元。按照集团的规划测算,未来每年广药集团的增速将达到22%。作为广药旗下唯一上市平台的新广药,其未来增速有望保持或超过该增速。

重组方案获批还需时日

考虑到本次重组工作的复杂性,审计、评估及盈利预测工作、相关股东沟通工作、相关政府部门的审批进度均可能对重组工作的时间进度产生重大影响。

■ 投资建议:

未来六个月内,给予“大市同步”评级

公司11年实现每股收益为0.35元,在不考虑重组与增发的条件下,预计公司12年实现每股收益为0.39元,以4月11日收盘价12.40元计算,静态、动态市盈率分别为34.98倍和31.52倍。由于公司业务横跨工业和商业,医药工业(中药)上市公司11年、12年平均市盈率分别为27.35

基本数据 (Y2011)

报告日股价(元)	12.40
12mth A 股价格区间(元)	10.80/20.28
总股本(百万股)	810.90
无限售 A 股/总股本	72.88%
流通市值(亿元)	73.28
每股净资产(元)	4.66
PBR (X)	2.66
DPS (Y11, 元)	10 派 1

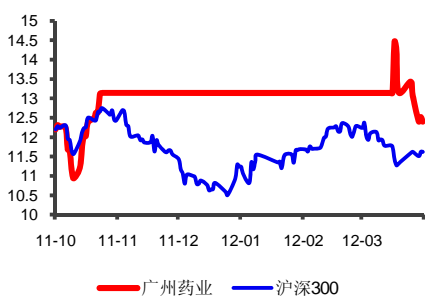
主要股东 (Y2011)

广州医药集团有限公司	48.20%
香港中央结算(代理人)有限公司	27.02%
人保股份公司保险产品	1.06%
广州市北城农村信用合作社	0.67%

收入结构 (Y2011)

医药制造	46.59%
贸易	51.66%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号: ZB12-CI03

首次报告日期: 2012年4月13日

倍、21.32倍；医药商业上市公司11年、12年平均市盈率分别为19.23倍、18.71倍。公司目前的估值水平稍高于行业平均水平。公司完成本次重组后，产能和收入规模显著扩大，医药产品结构进一步改善；有助于充分发挥协同效应，提高经济效益；消除同业竞争，减少关联交易。由于集团承诺未来还将把“王老吉”、广药研究院等注入上市公司，我们看好公司长期的发展前景，给予公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日(¥.百万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
营业收入	5439.61	6461.95	7783.85	9314.30
年增长率	21.26%	18.79%	20.46%	19.66%
归属于母公司的净利润	287.53	319.02	369.08	436.66
年增长率	7.64%	10.95%	15.69%	18.31%
每股收益(元)	0.35	0.39	0.46	0.54
PER(X)	34.98	31.52	27.25	23.03

注：有关指标按当年股本 811 百万股摊薄

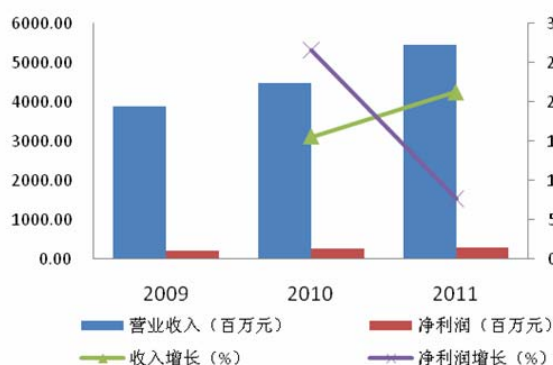
一、华南地区医药龙头企业

公司是一家大型控股型企业，目前拥有 8 家中成药生产企业，1 家植物药生产研发企业，4 家医药贸易企业，2 家医药研发企业。公司主要的收入来源是制造业和医药商业。旗下主要从事中药制造企业为潘高寿药业、陈李济药厂、奇星药厂、王老吉药业等，“潘高寿”和“王老吉”是公司著名品牌、也是“中华老字号”。公司生产的中成药产品超过 400 种，主打产品“蛇胆川贝枇杷膏”、“乌鸡白凤丸”、“安神补脑液”、“王老吉凉茶等”均为国内知名产品。公司的医药商业在华南地区拥有广泛的渠道资源，是全国四大医药贸易商之一。

公司业务近几年收入增速平稳，2010 与 2011 年的收入增长率分别为 15.56% 和 21.26%；同期利润增速为 26.60% 和 7.64%。公司主营业务主要分为医药制造业和医药贸易，历年来各业务模块占比保持稳定。2011 年，医药制造业务占收入比重为 48%，毛利率为 44.66%，同比下降 3.19 个百分点，主要是受原辅包材价格及人工成本等持续攀升的影响，生产成本大幅上升。2011 年，销售收入同比增幅较大的产品有华佗再造丸、夏桑菊颗粒、壮腰健肾丸、治咳川贝枇杷露、滋肾育胎丸、胃乃安胶囊、舒筋健腰丸、虚汗停颗粒与灵芝孢子油等。2011 年，贸易业务占比约为 52%，毛利率为 6.65%，同比下降了 0.91 个百分点。其中，医药贸易业务毛利率下降 0.71 个百分点。

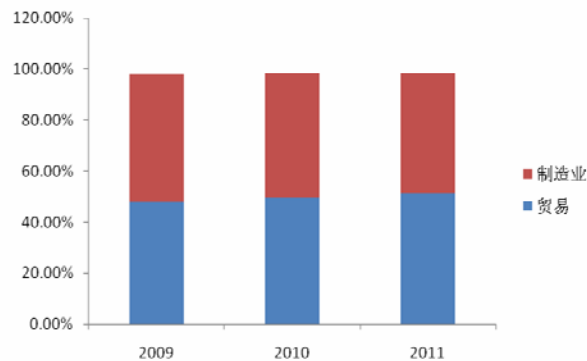
从公司的盈利能力看，虽然公司销售毛利率略有下滑（虽然部分原因系低毛利的销售业务拖累），但是公司加强生产成本管理，费用率保持下降趋势，有效地缓解了原材料涨价所带来的压力，公司的净利率保持稳定。

图 1 公司近年来的收入利润增速



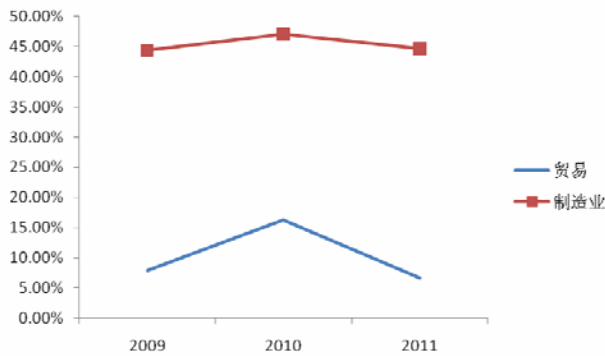
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 2 公司近年来的收入业务构成情况



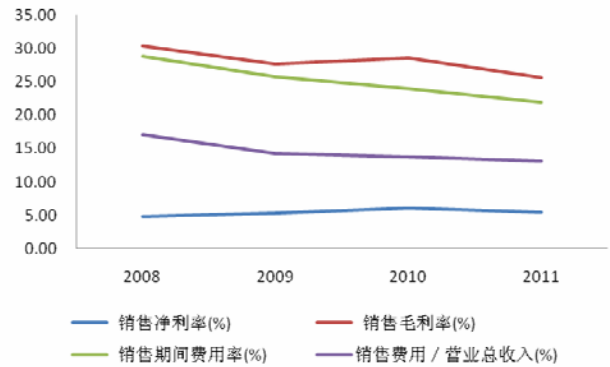
数据来源：Wind，上海证券研究所

图 3 公司近年来的主营业务毛利率



数据来源: Wind, 上海证券研究所

图 4 公司近年来的盈利能力变化



数据来源: Wind, 上海证券研究所

二、打造“大南药”发展新平台

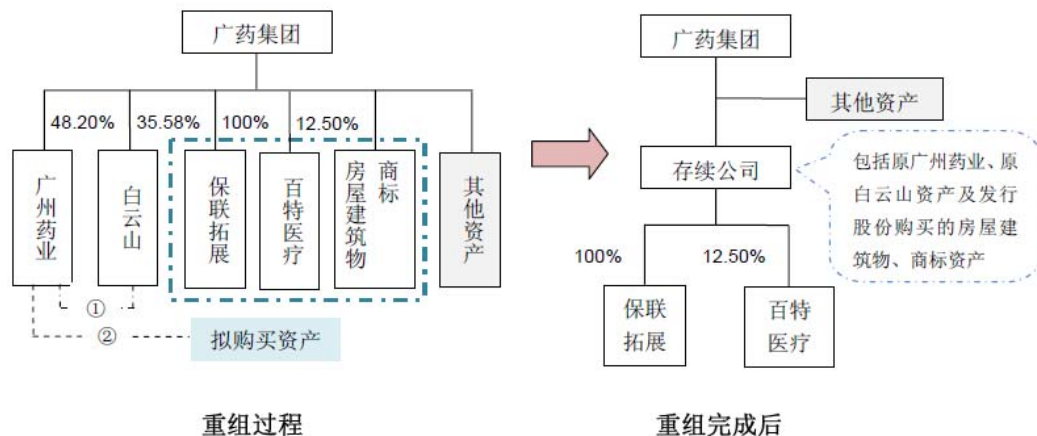
2.1 换股吸收白云山

公司本次重大资产重组行为包括:

1) 广州药业以新增 A 股股份换股方式吸收合并白云山, 交易完成后, 白云山将注销法人资格。白云山与广州药业的换股比例为 1:0.95, 即每股白云山之股份换 0.95 股广州药业的 A 股股份;

2) 广州药业向广药集团以 12.10 元/股, 发行 0.36 亿股 A 股股份作为支付对价, 收购广药集团拥有或有权处置的房屋建筑物、商标、保联拓展 100% 股权、百特医疗 12.50% 股权 (以上资产统称“拟购买资产”)。通过上述交易, 广药集团将以广州药业为平台, 实现其主营业务的整体上市。

图 5 本次重大资产重组方案概述



数据来源: 重组方案公告, 上海证券研究所

2.2 拟购资产意义在于增强上市公司的独立性

本次广州药业拟发行股份购买资产的范围包括：（1）广药集团拥有或有权处置的与医药主业相关的生产经营用房屋建筑物；（2）广药集团拥有的商标；（3）广药集团持有的保联拓展 100% 股权；（4）广药集团持有的百特医疗 12.50% 股权。由于法律纠纷，本次重大资产重组中，除“王老吉”系列 25 项商标及广药集团许可王老吉药业在一定条件下独家使用的其他 4 项商标（共计 29 项）外，其余 388 项商标纳入拟购买资产范围。

根据重组公告，以 2011 年财务数据模拟假设资产注入后，上市公司的净利润的增加情况如下图所示。如果按照公司增发 0.36 亿股测算，约增厚公司 2011 年业绩 0.016 元。

因拟购资产中房屋建筑物及商标已由广药集团出租或许可给广州药业使用，且按照有利于上市公司的原则收取较低的费用，拟购买资产注入上市公司所带来的增量收益较小。我们认为，本次广州药业向广药集团发行股份购买资产的主要目的为消除潜在同业竞争、减少关联交易，以增强上市公司的独立性。

图 6 拟购资产盈利能力测算

拟购买资产类别	利益实现方式	实现收益	上市公司净利润增加
房屋建筑物	减少关联租赁支出及收取合营企业医药公司支付租金	549.76	37.14
商标	减少对关联方商标许可费支出及收取合营企业广州诺诚生物制品股份有限公司支付商标许可费	754.17	565.63
保联拓展	合并财务报表	164.90	164.90
百特医疗	现金分红	625.00	625.00
合计			1,392.67

注：上表中，1、模拟房屋建筑物注入上市公司后可实现的收益扣除其年折旧额及所得税测算其对上市公司净利润的影响，房屋建筑物折旧年限取 50 年；2、测算所依据的 2011 年度相关数据未经审计；

数据来源：重组方案公告，上海证券研究所

2.3 吸收合并白云山，提升盈利能力

白云山主要从事多种剂型的中西成药、化学原料药、外用药、儿童药、保健药等系列药品的生产经营等业务。经过多年的发展，白云山（含合营企业）已有阿莫西林、清开灵、一力咳特灵、注射用头孢

硫脲、头孢克肟、头孢曲松钠原料药、头孢呋辛钠、复方丹参片、板蓝根颗粒、中长链脂肪乳注射液等十个产品（系列）年销售收入超过1亿元。2011年，白云山实现营业收入37.99亿元，同比增长14.54%；实现净利润2.61亿元，同比增长27.52%。

通过本次重大资产重组，新广州药业作为广药集团医药主业的单一上市平台，将拥有包括医药研发与制造、医药分销与零售在内的完整产业链，形成中药、化学药、生物药、大健康产业、物流业及综合产业六大板块，并将拥有全国领先的制药研发实力以及中成药及中药饮片、化学原料药、化学制剂、生物制品及保健品等在内的门类齐全、数量众多的拳头产品。

如果按照2011年业绩模拟合并利润表，同时将发行股份后收购资产考虑在内，预计“新广药”2011年的收入达到93亿，净利润将达5.77亿元，而“新广药”的总股本将达12.93亿股，每股收益为0.45元。重组完成后，上市公司总资产和净资产规模大幅提升，净资产收益率及每股收益均增长，盈利能力显著增强。

2.4 广药集团打造“大南药”战略

广药集团拥有“广州药业”（香港H股、上海A股上市）和“白云山”（深圳A股上市）两家上市公司及成员企业近30家。2011年，广药集团工商销售收入完成330.78亿元，同比增长19.9%；累计实现利润总额13.63亿元，同比增长32.78%。除两家上市公司外，还包括广州药业参股的合营公司王老吉（48%股权）实现收入19.30亿元，广州医药公司（50%股权）实现收入157.98亿元。近两年收入利润增速迅猛。根据公司的战略规划，广药集团宣布力争在2012年完成整体上市，2015年实现“大健康产业”，规模达600亿元。按照公司的规划测算，未来三年广药集团的复合增速将达到22%。我们预计，作为广药旗下唯一上市平台的新广药，其未来增速有望保持或超过该增速。

为了完成该目标，集团提出了“136战略”：“1”指明确一个核心目标，将广药集团打造成为“中国战略性新兴产业龙头企业”；“3”指强化三项工作重点，“科学管理”、“风险控制”、“创新发展”；“6”指近期实施六大战略，即资源战略、科技战略、国际化战略、人才战略、品牌战略、标准战略。

三、重组方案获批还需时日

由于广州药业在上交所及港交所同时上市，而白云山在深交所上市，广药集团此次重组将开创跨沪、深、港三地交易所资产整合之先

河。本次交易行为尚需满足多项条件方可完成，包括但不限于广州药业、白云山股东大会批准本次重组方案，国有资产监督管理部门对拟购买资产评估结果的核准或备案和对本次重组方案的批准，商务部审核通过本次重组涉及的经营者集中审查，中国证监会核准本次重组方案。考虑到本次重组工作的复杂性，审计、评估及盈利预测工作、相关股东沟通工作、相关政府部门的审批进度均可能对重组工作的时间进度产生重大影响。

四、给予“未来六个月，大市同步”评级

公司 11 年实现每股收益为 0.35 元，在不考虑重组与增发的条件下，预计公司 12 年实现每股收益为 0.39 元，以 4 月 11 日收盘价 12.40 元计算，静态、动态市盈率分别为 34.98 倍和 31.52 倍。由于公司业务横跨工业和商业，医药工业（中药）上市公司 11 年、12 年平均市盈率分别为 27.35 倍、21.32 倍；医药商业上市公司 11 年、12 年平均市盈率分别为 19.23 倍、18.71 倍。公司目前的估值水平稍高于行业平均水平。公司完成本次重组后，产能和收入规模显著扩大，医药产品结构进一步改善；有助于充分发挥协同效应，提高经济效益；消除同业竞争，减少关联交易。由于公司承诺未来还将把“王老吉”、广药研究院等注入上市公司，我们看好公司长期的发展前景，给予公司“大市同步”评级。

五、风险提示

- 1) 重组方案能否顺利获批的风险；
- 2) 公司重组后内部整合的风险；
- 3) 产品销售区域集中的风险。

六、附表

附表1 广州药业损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2010A	2011A	2012E	2013E	2014E
一、营业总收入	4,486.07	5,439.61	6,461.95	7,783.85	9,314.30
二、营业总成本	4,304.74	5,280.93	6,285.65	7,559.28	9,021.09
营业成本	3,205.81	4,042.75	4,879.96	5,904.54	7,086.94
营业税金及附加	30.17	44.04	48.68	59.05	71.29
销售费用	617.32	710.83	840.05	972.98	1,117.72
管理费用	457.41	480.53	516.96	622.71	745.14
财务费用	-2.20	1.85	0.00	0.00	0.00
资产减值损失	-3.76	0.92	0.00	0.00	0.00
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	1.34	-3.54	0.00	0.00	0.00
投资净收益	115.35	153.79	160.00	170.00	180.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	298.02	308.93	336.30	394.57	473.21
加: 营业外收入	38.59	33.37	35.00	35.00	35.00
减: 营业外支出	15.27	7.30	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	321.34	334.99	371.30	429.57	508.21
减: 所得税	47.31	35.00	38.99	45.10	53.36
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	274.03	300.00	332.31	384.46	454.85
减: 少数股东损益	6.92	12.47	13.29	15.38	18.19
归属于母公司所有者的净利润	267.11	287.53	319.02	369.08	436.66
七、摊薄每股收益(元)	0.33	0.35	0.39	0.46	0.54

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表2 公司分业务收入、成本、收入增速及毛利率预测

分业务主营收入测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
贸易	2810.40	3524.61	4389.27	5410.89
医药贸易	2049.75	2459.70	2951.64	3541.97
其他贸易	760.65	1064.91	1437.63	1868.92
制造业务	2534.76	2937.34	3394.58	3903.42
其他产品	904.03	1039.63	1195.58	1374.92
糖尿病药	518.26	544.17	576.82	617.20
疏风活血药	349.28	454.06	567.58	681.10
止咳化痰利肺药	336.87	404.24	485.09	582.11
清热解毒药	327.29	376.38	432.84	497.77
胃肠用药	99.03	118.84	136.66	150.33
合计	5439.61	6461.95	7783.85	9314.30

分业务主营成本测算 (万元)	2011A	2012E	2013E	2014E
贸易	2623.47	3290.46	4090.17	5030.52
医药贸易	1871.80	2238.33	2671.23	3187.77
其他贸易	751.67	1052.13	1418.94	1842.75
制造业务	1402.84	1589.50	1814.37	2056.42
其他产品	583.70	665.37	753.22	852.45
糖尿病药	221.40	228.55	253.80	283.91
疏风活血药	186.47	227.03	272.44	313.30
止咳化痰利肺药	172.75	202.12	232.84	267.77
清热解毒药	188.90	207.01	233.73	263.82
胃肠用药	49.63	59.42	68.33	75.16
合计	4042.75	4879.96	5904.54	7086.94
分业务增速	2011A	2012E	2013E	2014E
贸易	26.91%	25.41%	24.53%	23.28%
医药贸易	20.15%	20.00%	20.00%	20.00%
其他贸易	49.60%	40.00%	35.00%	30.00%
制造业务	15.82%	15.88%	15.57%	14.99%
其他产品	12.66%	15.00%	15.00%	15.00%
糖尿病药	5.02%	5.00%	6.00%	7.00%
疏风活血药	34.36%	30.00%	25.00%	20.00%
止咳化痰利肺药	19.24%	20.00%	20.00%	20.00%
清热解毒药	16.54%	15.00%	15.00%	15.00%
胃肠用药	42.69%	20.00%	15.00%	10.00%
毛利率	2011A	2012E	2013E	2014E
贸易	6.65%	6.64%	6.81%	7.03%
医药贸易	8.68%	9.00%	9.50%	10.00%
其他贸易	1.18%	1.20%	1.30%	1.40%
制造业务	44.66%	45.89%	46.55%	47.32%
其他产品	35.43%	36.00%	37.00%	38.00%
糖尿病药	57.28%	58.00%	56.00%	54.00%
疏风活血药	46.61%	50.00%	52.00%	54.00%
止咳化痰利肺药	48.72%	50.00%	52.00%	54.00%
清热解毒药	42.28%	45.00%	46.00%	47.00%
胃肠用药	49.88%	50.00%	50.00%	50.00%

资料来源: Wind, 上海证券研究所

附表3 广州药业历年财务指标

指标名称	2008年	2009年	2010年	2011年
销售毛利率(%)	30.32	27.72	28.54	25.68
EBIT/主营业务收入(%)	5.92	6.02	7.04	6.14
销售净利率(%)	4.88	5.38	6.11	5.52
净资产收益率(全面摊薄)(%)	5.90	6.56	7.81	7.85
流动比率	2.51	2.72	3.05	2.65

速动比率	1.67	1.93	1.99	1.67
资产负债率(%)	21.93	19.44	18.65	19.71
存货周转率	2.40	4.70	4.87	5.01
应收账款周转率	3.37	9.61	13.12	13.99
总资产周转率	0.68	0.93	1.03	1.17
净利润同比增长率(%)	-45.54	15.61	26.60	7.64
每股收益(全面摊薄)	0.23	0.26	0.33	0.35
每股经营性现金流量	0.01	0.54	0.09	-0.22
每股未分配利润	0.78	0.98	1.23	1.50
每股资本公积金	1.41	1.41	1.42	1.42

数据来源: Wind, 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数±10%之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
谨慎	Cautious	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或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，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责声明具有修改权和最终解释权。