国联证券 GUOLIAN SECURITIES

u

证券研究报告

业绩平稳增长，王老吉有待深耕

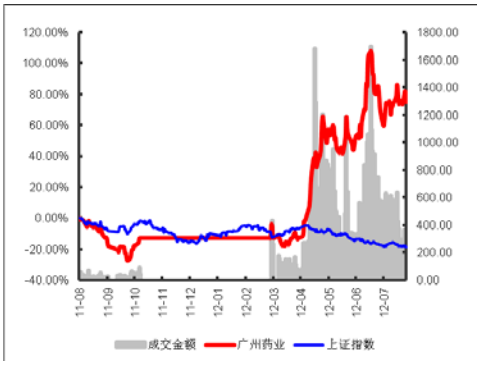
医药生物

2012 年 8 月 27 日

广州药业（600332）半年度报告点评

评级：谨慎推荐（维持）

最近 52 周走势：



相关研究报告：

《王老吉商标回归，业绩腾飞可期》2012-5-14

《业绩增长符合预期，国药南宗整装待发》2012-2-17

《成本压力逐步缓解，产品出口步伐加快》2012-3-13

报告作者：

分析师：杨扬

执业证书编号：S059052070003

联系人：

刘生平

电话：0510-82832380

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机关核准具备证券投资咨询业务资格。

公司 2012 年 8 月 26 日晚间发布 2012 年半年报，2012 年上半年实现营业收入 34.48 亿元，同比增长 24.44%，实现营业利润 2.40 亿元，同比增长 22.68%,其中归属于母公司所有者的净利润为 2.17 亿元，同比增长 20.86%，基本每股收益为 0.27 元。

点评：

- **公司业绩保持平稳增长。**2012 年上半年实现主营业务收入 34.48 亿同比增长 24.44%；实现净利润 2.17 亿元，同比增长 20.86%。公司上半年业绩保持平稳增长，但**略低于我们之前的预期。**这是由于公司营销改革致使医药工业增速放缓所致。随着公司安宫牛黄丸以及二三线产品（如安神补脑液等）快速上量销售，医药工业业务增长将逐步恢复，我们预计全年业绩有望保持在 30%左右的稳定增速。
- **合营企业诺诚生物恢复快速增长，将大幅提振公司业绩。**公司半年报数据显示，2012 年上半年诺诚生物实现营业收入 1.42 亿元，净利润 4926 万元，净利润同比增长 914%。这是由于公司经过较长时间的工艺改进，目前诺诚生物狂犬疫苗生产工艺稳定，批签发数据也开始快速恢复。据 2012 年上半年中检所数据显示，诺诚生物狂犬疫苗获批 137 万人份，占狂犬疫苗（Vero）批签发份额的 21.68%，居第三位。诺诚生物狂犬疫苗业务的快速恢复，将是对广药业绩的极大提振。
- **王老吉逐步布局，有望实现快速增长。**据中报数据，2012 年上半年王老吉实现营业收入 13.41 亿元，同比增长 23.12%；净利润 1.03 亿元，同比增长 0.78%。自 2012 年 5 月收回王老吉商标后，逐步在各地有序铺货布局。根据公司目前王老吉产品营运情况，我们预计：短期内虽难以快速取得凉茶份额领先地位，但份额可随着市场铺货的进行将逐步增加；随着众多代工合作的进行，产

能瓶颈也将逐步获得缓解，2012年全年销售额有望达到40亿左右。

- **重组整合进展顺利。**根据公司目前的重组整合进度，其进展顺利。我们预计将在年底前完成此次重组。此次重组整合的完成，将有利于集团进一步做大做强医药产业。
- **维持公司“谨慎推荐”的投资评级。**暂不考虑重组并购的影响，根据公司半年报数据，我们调整上次盈利预测，预计公司 2012 年和 2013 年的 EPS 分别为 0.52 元和 0.67 元。以公司 2012 年 8 月 24 日收盘价 26.32 元来计算，其 2012 年-2013 年市盈率分别为 51 倍和 39 倍。虽然公司估值较高，但是王老吉大健康业务快速增长是大概率事件，**因此我们维持对公司“谨慎推荐”的投资评级。**
- **风险提示：**1、中药材价格大幅上涨；2、重组并购不达预期。

盈利预测表：

财务报表预测与财务指标　　单位：百万

利润表	2011A	2012E	2013E
营业收入	**5,440**	**6,659**	**7,776**
营业成本	4,043	4,964	5,793
营业税金及附加	44	47	54
销售费用	711	796	914
管理费用	448	599	715
EBIT	**170**	**245**	**290**
财务费用	2	1	-2
资产减值损失	-4	0	0
投资净收益	154	205	289
营业利润	**309**	**457**	**590**
营业外净收入	26	25	24
利润总额	**335**	**482**	**614**
所得税	35	42	55
净利润	**300**	**439**	**559**
少数股东损益	-12	-15	-17
归属母公司净利润	**288**	**425**	**541**

主要财务比率	2011A	2012E	2013E
成长能力			
营业收入	21.3%	22.4%	16.8%
营业利润	3.7%	48.0%	29.0%
净利润	7.6%	47.7%	27.5%
获利能力			
毛利率(%)	25.7%	25.5%	25.5%
净利率(%)	5.5%	6.6%	7.2%
ROE(%)	7.5%	10.1%	11.4%
ROA(%)	6.0%	7.6%	8.5%
偿债能力			
流动比率	3.05	2.12	2.08
速动比率	1.99	1.42	1.38
资产负债率%	18.7%	22.9%	23.1%
营运能力			
总资产周转率	100.2%	118.6%	122.3%
应收账款周转天数	62.47	45.00	42.00
存货周转天数	76.74	48.00	48.00
每股收益	**0.36**	**0.52**	**0.67**
每股净资产	4.36	5.19	5.85
P/E	**44.3**	**25.1**	**19.7**
P/B	3.0	2.5	2.2

资产负债表	2011A	2012E	2013E
现金	384	758	907
应收款项净额	931	821	895
存货	859	876	1,023
其他流动资产	135	165	193
流动资产总额	**2,312**	**2,625**	**3,025**
固定资产	1,000	1,100	1,162
无形资产	95	86	77
长期股权投资	1,255	1,558	1,860
其他长期资产	168	169	169
资产总额	**4,851**	**5,616**	**6,356**
短期借款	145	110	152
应付款项	356	601	685
其他流动负债	371	468	546
流动负债	**871**	**1,235**	**1,456**
长期借款	0	0	0
应付债券	0	0	0
其他长期负债	85	49	12
负债总额	**956**	**1,284**	**1,468**
少数股东权益	114	126	140
股东权益	3,782	4,206	4,748
负债和股东权益	**4,851**	**5,616**	**6,356**

现金流量表	2011A	2012E	2013E
税后利润	288	425	541
加：少数股东损	10	12	14
公允价值变动	4	0	0
折旧和摊销	1	77	86
营运资金的变动	-539	16	18
经营活动现金流	**-236**	**530**	**660**
短期投资	9	-2	-2
长期股权投资	-303	-303	-303
固定资产投资	152	-85	-85
投资活动现金流	**-142**	**-390**	**-390**
股权融资	0	0	0
负债净变化	0	0	0
支付股利、利息	-47	0	0
其它融资现金流	148	-35	42
融资活动现金流	**55**	**-35**	**42**
现金净变动额	**-323**	**105**	**312**

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

江苏省无锡市太湖新城金融一街 8 号国联金融大厦 9 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%
	卖出	股票价格在未来 6 个月内相对大盘下跌 10%以上
行业 投资评级	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
	关注	不作为强烈推荐、推荐、谨慎推荐、观望和卖出的投资评级，提示包括但不限于可能的交易性投资机会和好公司可能变成好股票的机会

免责条款:

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。