2010 年 4 月 13 日星期二

研究报告

广州药业（600332）

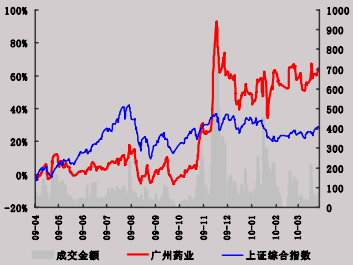
推荐（首次）

所属行业：医药

行业评级：推荐

股本结构	
总市值（亿元）	106.31
流通市值（亿元）	77.47
总股本（亿股）	8.11
流通 A 股（亿股）	5.91

股价表现图



相关报告：

齐鲁证券研究所
行业公司部

联系人：许均华
胡德军
吕国启

Tel：（86531）8177-6395
Fax：（86531）8128-3791
Email：xujh@qlzq.com.cn

分析师：李北铎
执业证书编号：S0740209070161

中药资源型企业，业绩拐点凸显

——广州药业调研简报

报告起因：

近日，我们调研了广州药业，就公司近期的生产经营情况，以及 2010 年的生产经营计划与公司部分高管进行了交流。

投资要点：

◇ **华南地区中药龙头企业，资源丰富。**公司是华南地区最大的中药生产企业，具有丰富的中药资源，旗下有王老吉、潘高寿、陈李济、敬修堂、采芝林等众多著名品牌与名牌产品：消渴丸、华佗再造丸、保济丸、乌鸡白凤丸等。

◇ **营销改革成效显著，业绩向好。**从 2006 年开始，公司实行激进的销售策略，虽然 2006 和 2007 年给公司带来了销售收入以及净利润较快速增长，但导致渠道销售动力显著不足，渠道销售积极性较差，因此使得 2008 年销售锐减，陷入历年经营的谷底。2008 年公司实施营销改革，加大了分销力度，加强了渠道管控，健全了分销体系，医院终端与零售终端纯销量得到提升；2009 年，公司主导产品消渴丸、华佗再造丸等的销售逐步恢复，呈现出平稳的增长势头，而壮腰健肾丸、虚汗停颗粒、乳核散结片、三七化痔丸、前列通片、胃乃安胶囊、滋肾育胎丸等产品的销售同比亦得到较大的增长。

◇ **公司核心产品进入医保目录，借医改东风，蓄力增长。**公司下属企业共有 50 多个产品进入国家基本医药目录，其中消渴丸、华佗再造丸分别为糖尿病、心脑血管用药，市场前景广阔，且为中药独家品种；公司下一步的销售重点集中在大中城市的大医院，同时进军社区与新农合基层药品市场；公司这两个产品在基本药物招标中的中标率与中标价格均较高，在局部地区中标价格不仅没有下降，反而上升。

◇ **狂犬疫苗符合最新的国家标准，供不应求。**子公司广州拜迪生产的狂犬疫苗符合最新的国家标准，2009 年销售超过 4000 万元，在狂犬疫苗供不应求的大背景之下，公司的狂犬疫苗 2010 年的有望实现较高速的增长。预计 2010 年公司的狂犬疫苗大约能够实现 1 亿元的销售收入与 3000 多万的净利润。

◇ **名牌产品王老吉凉茶乘广州亚运之机，有望较快增长。**公司王老吉凉茶已经摆脱夏枯草事件的不良影响，由于王老吉凉茶系列产品具有清热解毒功效，在国内知名度较高，尤其是在华南地区是

重要声明：本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。
本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

家喻户晓，加之广州亚运会的在今年 11 月召开，因此王老吉凉茶 2010 年有望实现较快的增速。

◇ **公司努力布局珠三角和粤东地区的销售网络，继续奠定广东省医药流通领域龙头地位。**自 2009 年开始，公司加强了在华南地区尤其是广东周边省市的收购兼并谈判力度，并于 2009 年收购佛山健泽医药，此举提高了在佛山地区的配送能力。随着新医改与基本药物制度的逐步推进，医药流通行业集中度的提高，中小型医药流通企业继续被收归麾下，因此公司未来有望实现较快的增长。

◇ **公司整合预期依旧存在。**国内医药行业快速发展，行业集中度显著提高，行业内企业之间的整合风起云涌，在这种背景下，广药集团及其两家下属公司广州药业与白云山之间也存在整合的可能性；其次，长期以来，广州药业与白云山为解决长期大量的关联交易问题，其整合也是以后长远发展的趋势。

◇ **公司的成长性较好，具备较积极的投资价值。**预计 2010 年——2012 年的每股收益分别为 0.43 元、0.52 元和 0.61 元，对应的动态 PE 分别为 31.09 倍、26.17 倍和 22.22 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备较积极的投资价值，给予公司“推荐”的投资评级。

盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	352742.39	388193.85	469714.55	563657.47	665115.81
同比	-71.37%	10.05%	21.00%	20.00%	18.00%
营业利润	17604.31	20707.74	35443.93	42073.42	49545.99
同比	-61.81%	17.63%	71.16%	18.70%	17.76%
归属母公司净利润	18249.62	21098.89	35207.21	41830.60	49269.32
同比	-45.55%	15.61%	66.87%	18.81%	17.78%
EPS(摊薄，元/股)	**0.23**	**0.26**	**0.43**	**0.52**	**0.61**

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所

正文目录

一. 公司基本情况 ..... - 5 -
1. 公司概况 ..... - 5 -
2. 公司经营情况 ..... - 7 -
二. 公司营销改革成效显著 ..... - 10 -
三. 医药流通面临难得的发展机遇 ..... - 11 -
四. 公司 2010 年增长点分析 ..... - 11 -
1. 王老吉凉茶有望快速增速 ..... - 11 -
2. 乘医改东风，蓄力增长 ..... - 12 -
3. 狂犬疫苗供不应求，增长值得期待 ..... - 13 -
五. 促进产品二次开发，努力进军生物医药领域 ..... - 13 -
六. 公司整合可能性仍然存在 ..... - 13 -
七. 公司财务分析 ..... - 14 -
1. 公司获利能力增强 ..... - 14 -
2. 公司的营运能力提升 ..... - 15 -
3. 公司的成长能力提高 ..... - 16 -
八. 公司盈利预测与投资建议 ..... - 16 -
1. 公司盈利预测 ..... - 16 -
2. 投资建议 ..... - 16 -
九. 风险提示 ..... - 18 -
1. 新医改及基本药物制度实施政策风险 ..... - 18 -
2. 公司产品不良反应风险 ..... - 18 -

图目录

图 1: 公司股权结构 - 5 -
图 2: 公司产业布局及其子公司、合营企业 - 6 -
图 3: 2006-2009 年公司营业收入及其增速 - 8 -
图 4: 2006-2009 年公司营业利润及其增速 - 8 -
图 5: 2009 年公司销售收入结构 - 8 -
图 6: 2009 年公司销售毛利结构 - 8 -
图 7: 2006-2009 年公司各业务毛利率变化 - 8 -
图 8: 2003-2009 年公司糖尿病药营业收入及其增速 - 9 -
图 9: 2003-2009 年公司糖尿病药营业利润及其增速 - 9 -
图 10: 2003-2009 年公司疏风活血药营业收入及其增速 - 9 -
图 11: 2003-2009 年公司疏风活血药营业利润及其增速 - 9 -
图 12: 2003-2009 年公司止咳化痰药营业收入及其增速 - 9 -
图 13: 2003-2009 年公司止咳化痰药营业利润及其增速 - 9 -
图 14: 2003-2009 年公司清热解毒药营业收入及其增速 - 10 -
图 15: 2003-2009 年公司清热解毒药营业利润及其增速 - 10 -
图 16: 2003-2009 年公司胃肠用药营业收入及其增速 - 10 -
图 17: 2003-2009 年公司胃肠用药营业利润及其增速 - 10 -
图 18: 2006-2009 年公司利润指标的变动 - 14 -
图 19: 2005-2009 年公司杜邦分析指标的变化情况 - 14 -
图 20: 2005-2009 年公司费用指标的变动 - 15 -
图 21: 2005-2009 年公司盈利质量分析 - 15 -
图 22: 2005-2009 年公司资产营运能力分析 - 15 -
图 23: 2005-2009 年公司流动资产营运能力分析 - 15 -
图 24: 2006-2009 年公司成长能力分析 - 16 -
图 25: 公司近一年的股价行情 - 17 -
图 26: 公司与可比公司的PE估值变化 - 17 -
图 27: 公司与可比公司的PEG估值变化 - 17 -

表目录

表 1. 公司各业务及子公司情况 - 6 -
表 2. 公司各下属企业贡献权益收益情况 - 7 -
表 3. 公司产品进入医保目录情况 - 12 -
附表、公司盈利预测与估值 - 19 -

一. 公司基本情况

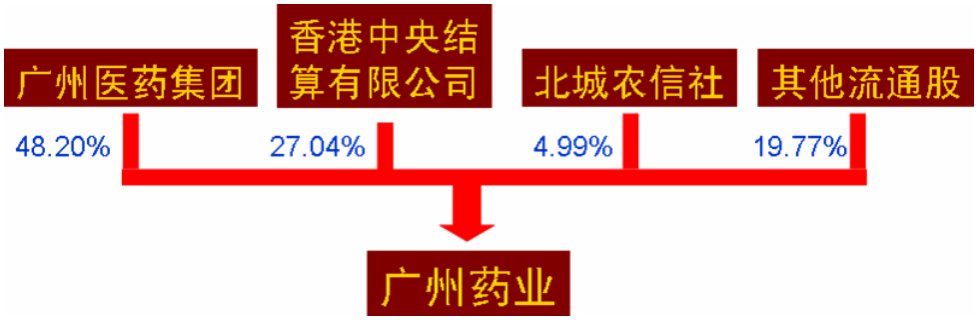
1. 公司概况

公司是华南地区最大的中药生产企业，主营中成药、中药材与药品的批发零售及进出口业务。公司资源丰富，旗下的企业众多，包括王老吉、潘高寿、陈李济、敬修堂、采芝林等具百年历史名牌企业，拥有很多的名牌产品，例如：消渴丸、华佗再造丸、保济丸、乌鸡白凤丸等。

公司的控股股东是广州医药集团，其不仅持有公司 48.201%的股权（图 1），而且还持有白云山 35.58%的股权。2008 年，广药集团位居中国制药工业百强榜的第七，实力相当雄厚，一直称雄华南地区。广药集团已经把核心资产都注入到两家上市公司，据广药集团的业务板块安排，广州药业从事中成药制造、医药研发与医药商业业务，白而白云山则致力于化学药与原料药生产与研发（图 2）。

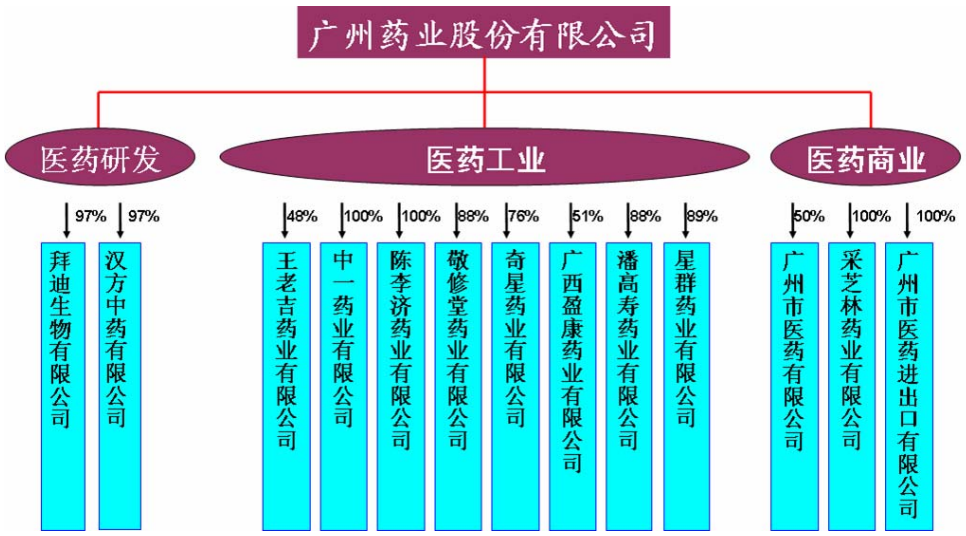
公司的医药研发主要是由汉方中药有限公司与拜迪生物有限公司负责（图 2，表 1），其中汉方中药从事中成药的研发，而拜迪生物则致力于生物制品（目前主要是狂犬疫苗与 HBV 治疗性疫苗）研发；公司的医药工业企业众多（图 2，表 1），其中王老吉、敬修堂、陈李济、潘高寿是百年老店，是华南地区的知名品牌，而中一药业、星群药业与奇星药业是后期之秀，其产品在华南也是有口皆碑；公司拥有 400 多种中药产品，其中，中药保护品种有 40 余种，独家品种 20 多种，在 2006 年，公司四个主导产品消渴丸、华佗再造丸、夏桑菊颗粒和王老吉销售突破 1 亿元；公司的医药商业主要是广州医药、采芝林药业与广州医药进出口公司（图 2，表 1），其中广州医药公司原名为广州药业控股公司，2008 年由于联合美华入股 50%而成为合资公司。联合博姿是伦敦证券交易所上市公司，是全球领先的医药批发商和零售商，业务遍及欧亚 15 个国家；公司各下属企业贡献的权益收益情况如表 2。

图1：公司股权结构



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图2：公司产业布局及其子公司、合营企业



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 1. 公司各业务及子公司情况

药品研发	主营业务和产品
拜迪生物	疫苗等生物产品的研发与生产，主要是狂犬疫苗、HBV治疗性疫苗
汉方中药	中成药研发与生产

医药工业	代表产品	主营业务与核心产品
潘高寿药业	蜜炼川贝枇杷膏	创始于1890 年，产品有：蜜炼川贝枇杷膏/枇杷露、蛇胆川贝枇杷膏/枇杷露、杏书止咳口服液
王老吉药业	王老吉凉茶	创始于1828 年，主要产品有王老吉凉茶、广东凉茶颗粒、保济丸、痰咳净等。
星群药业	夏桑菊	主要产品有夏桑菊颗粒、安神补脑液等，也生产一部分化学药品。
陈李济药业	壮腰健肾丸	始创于明朝万历年间，至今有400 多年历史，主要产品有乌鸡白凤丸、壮腰健肾丸、喉急灵胶囊等。
敬修堂药业	追风透骨丸	创始于1790年，拥有140 多个品种，产品主要有：追风透骨丸、中风回春丸、清热消炎灵、化痔栓等。
奇星药业	华佗再造丸(中药保护品种，独家生产)	拥有80 多种中药产品，主要产品为：华佗再造丸、虚汗停颗粒和千柏鼻炎片等。
广西盈康药业	生产中西药	华佗风痛宝等。

医药商业	主营业务
广州医药公司	主营药品和医疗器械的批发零售，是我国华南地区具有区域垄断性质的一级批发商；拥有零售连锁药店73家。
采芝林药业	主营中药材和中成药的批发零售；控股采芝林连锁零售药店86家
盈邦分公司	主营中药材、中成药和原辅料批发
医药进出口公司	主营药品的进出口业务

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

表 2.公司各下属企业贡献权益收益情况

	股权比例	2005	2006	2007	2008	2009
医药研发						
广州拜迪	97.26%	(803.00)	(1223.00)	(1676.00)	(2163.00)	(816.50)
广州汉方	97.04%	(928.00)	(1664.00)	(2261.00)	(1018.00)	(1453.95)
医药工业						
中一药业	100%	6873.00	8421.00	12146.00	2923.00	7683.80
陈李济药厂	100%	2404.00	1252.00	2409.00	1932.00	1953.20
敬修堂药业	88.40%	174.00	1529.00	1679.00	1192.00	750.34
星群药业	88.99%	2418.00	2545.00	2485.00	(5262.00)	(4073.87)
潘高寿药业	87.77%	580.00	1475.00	1987.00	587.00	292.98
奇星药业	75%	2554.00	3022.00	2769.00	(1461.00)	538.20
广西盈康	51%	(363.00)	16.00	(40.00)	(580.00)	(4.74)
王老吉药业	48.05%	1553.00	3509.00	5306.00	8324.55	7861.39
诺诚公司	50%	NA	NA	NA	-1312.98	102.42
盈邦分公司	51%	80.00	-32.00	179.00	207.00	271.93
医药商业						
采芝林药业	100%	580.00	86.00	462.00	1346.00	817.10
医药进出口公司	100%	160.00	184.00	157.00	187.00	(99.80)
广州医药公司	50%	2387.00	3055.00	3538.00	4396.00	5553.15

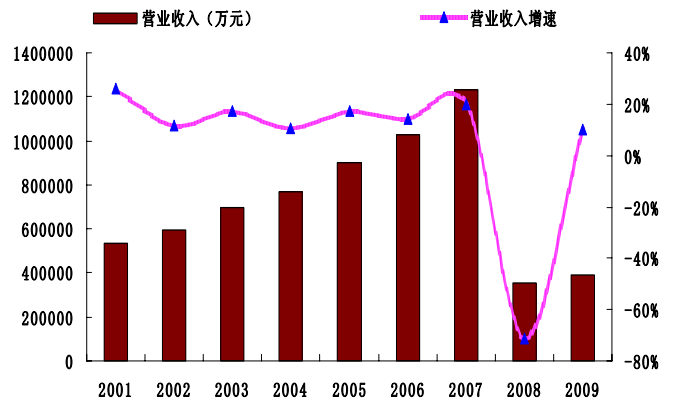
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

2. 公司经营情况

公司的营业收入与营业利润从 2001-2007 年一直增长比较平稳（除了 2004 年营业利润有所下滑），但 2008 年无论是营业收入还是营业利润均大幅度下滑（图 3 与图 4），这是由于公司从 2006 年开始实行激进的销售策略，放宽客户信用额度以促进销售，虽然 2006 和 2007 年给公司带来了销售收入以及净利润较快速增长，但这种策略导致的重大问题是渠道销售动力显著不足，渠道销售积极性较差，公司产品在渠道中积压，库存严重，由此导致 2008 年的销售直线下滑，因此这种增长模式是非可持续的。从 2008 年起，公司管理层开始转变经营理念，实施营销改革，销售实施现款现货的政策，并于当年 8 月份开始清库存，控制向渠道发货，并加大终端工作的力度，目前公司的渠道库存已基本清理完毕。

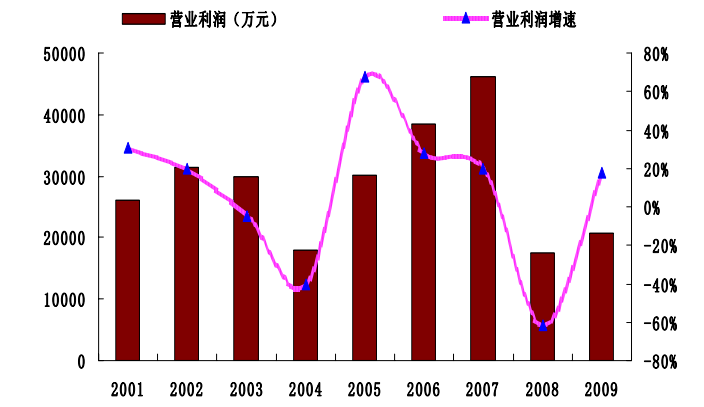
公司的营业收入中，糖尿病药、疏风活血药、止咳化痰利肺药与清热解毒药占比分别为 23.39%、13.01%、11.80%、11.88%(图 5)，而营业利润构成中(图 6)，排在前四的分别获是糖尿病药(30.46%)、疏风活血药（15.30%）、止咳化痰利肺药（13.29%）与清热解毒药（10.41%）。公司产品线中，毛利率最高的是糖尿病药物，其次是疏风活血药、止咳化痰药与胃肠用药，最后是清热解毒药（图 7）。公司各类用药的营业收入与营业利润及其增速如图 8-17。

图3：2006-2009年公司营业收入及其增速



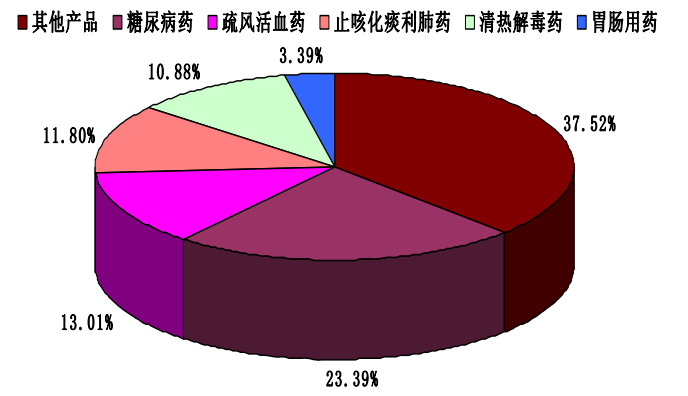
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图4：2006-2009年公司营业利润及其增速



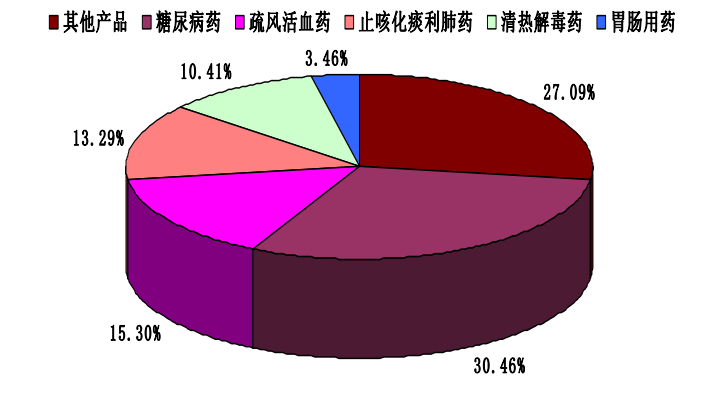
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图5：2009年公司销售收入结构



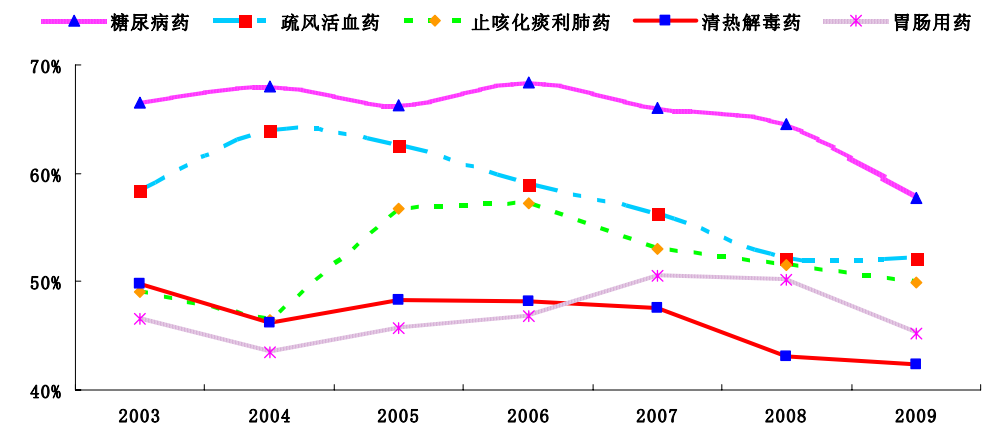
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图6：2009年公司销售毛利结构



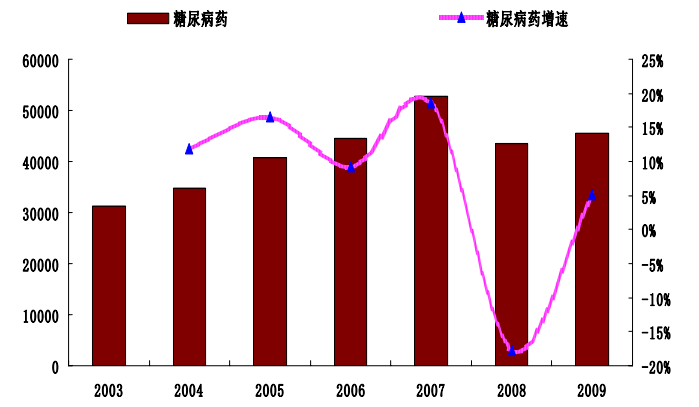
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图7：2006-2009年公司各业务毛利率变化



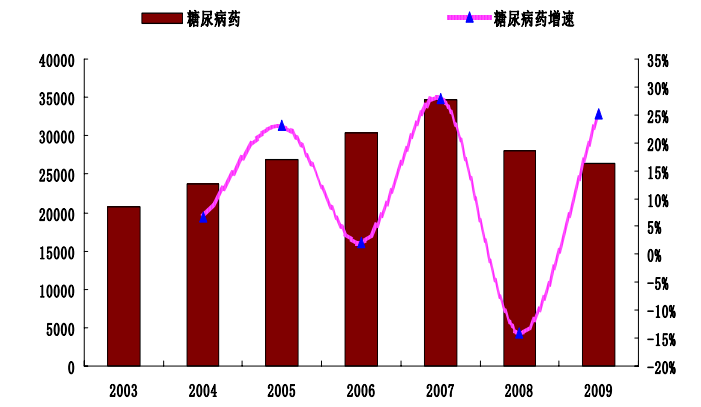
数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

图8：2003-2009年公司糖尿病药营业收入及其增速



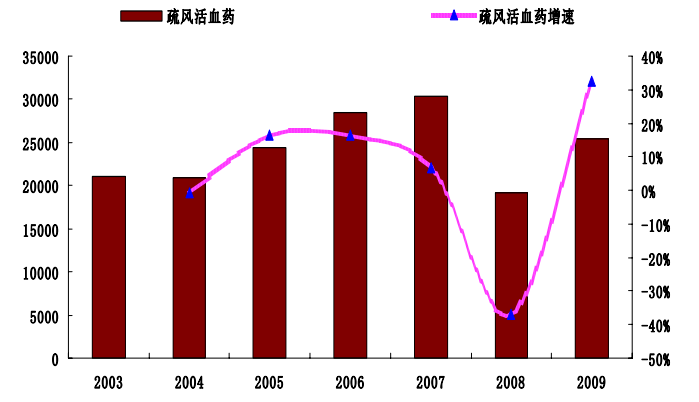
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图9：2003-2009年公司糖尿病药营业利润及其增速



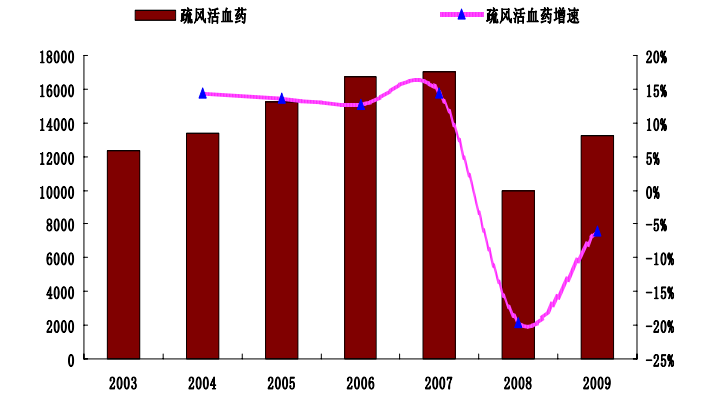
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图10：2003-2009年公司疏风活血药营业收入及其增速



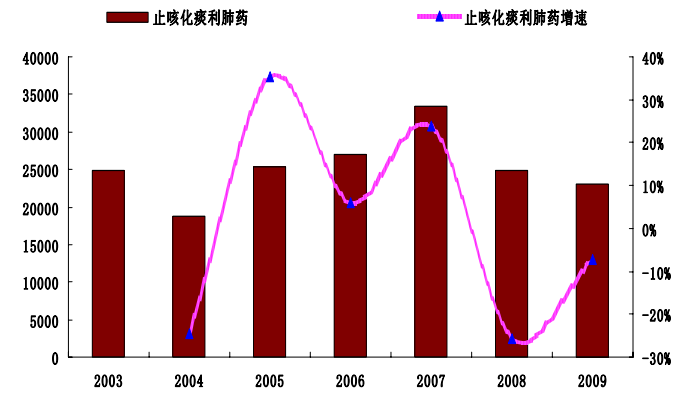
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图11：2003-2009年公司疏风活血药营业利润及其增速



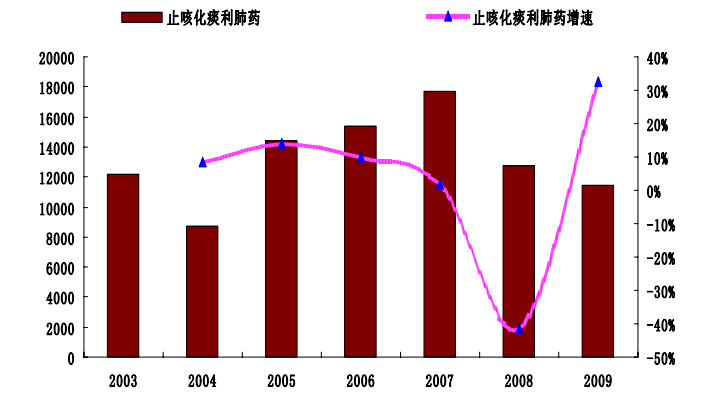
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12：2003-2009年公司止咳化痰药营业收入及其增速



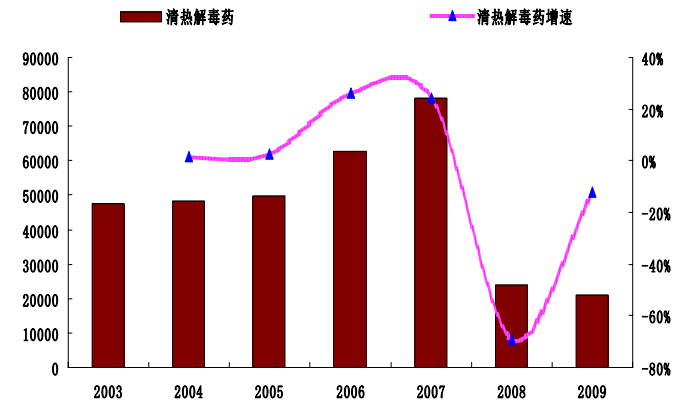
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图13：2003-2009年公司止咳化痰药营业利润及其增速



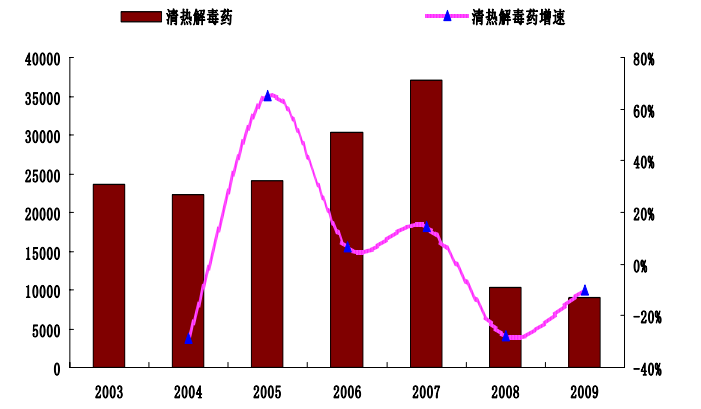
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图14：2003-2009年公司清热解毒药营业收入及其增速



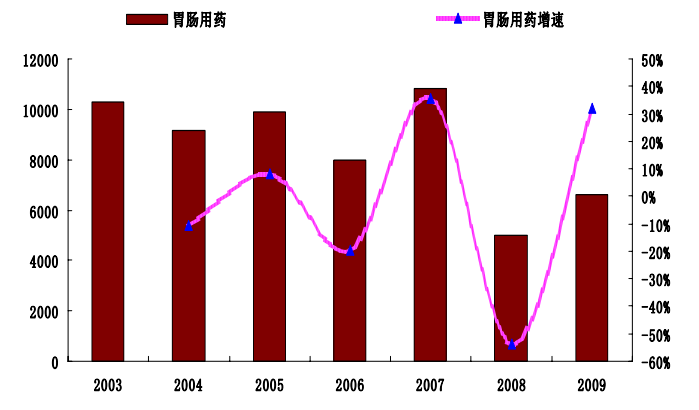
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图15：2003-2009年公司清热解毒药营业利润及其增速



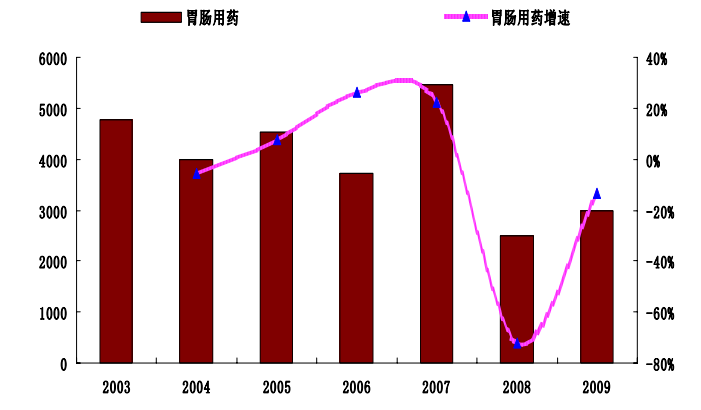
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图16：2003-2009年公司胃肠用药营业收入及其增速



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图17：2003-2009年公司胃肠用药营业利润及其增速



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

二. 公司营销改革成效显著

2005 年以前，由于企业资源得不到充分利用，公司产品销售增长缓慢，管理效率不高，因此从 2006 年开始，公司实行激进的销售策略，放宽客户信用额度以促进销售，虽然 2006 和 2007 年给公司带来了销售收入以及净利润较快速增长，但这种策略导致的重大问题是渠道销售动力显著不足，渠道销售积极性较差，公司产品在渠道中积压，库存严重，因此这种增长模式是不可持续性的，另外，也形成了加大额的应收账款。

从 2008 年起，公司管理层开始转变经营理念，实施营销改革，销售实施现款现货的政策，并于当年 8 月份开始清理库存，控制向渠道发货，并加大终端工作的力度，目前公司的渠道库存已基本清理完毕。公司的营销改革成绩显著，第一、完善了营销组织架构与加强了营销队伍管理及其业绩考核，同时提升了营销人员的业务能力与执行力；第二、加大了分销力度与加强了渠道管控，健全了分

销体系；最后，对终端销售进行了创新，开拓了终端市场与强化医院投入，医院终端与零售终端纯销量得到提升。

2009 年，公司主导产品消渴丸、华佗再造丸等的销售逐步恢复，呈现出平稳的增长势头，而壮腰健肾丸、虚汗停颗粒、乳核散结片、三七化痔丸、前列通片、胃乃安胶囊、滋肾育胎丸等产品的销售同比亦得到较大的增长。

2010 年，公司对传统有品牌知名度的公司产品进行重点培育：（1）王老吉凉茶、小儿七星茶；（2）四大呼吸产品：蛇胆川贝枇杷膏、蜜炼川贝枇杷膏、止咳川贝枇杷膏与蛇胆川贝液；（3）陈李济乌鸡白凤丸；（4）进入最新医保目录的消渴丸、华佗再造丸、保济丸等。

三. 医药流通面临难得的发展机遇

2007 年，广州药业与联合美华有限公司组建合资公司——广州医药有限公司，联合美华通过受让股权取得广州医药公司 50%的股权，通过合资显著提升了广州医药公司竞争力。2009 年公司的医药公司一方面积极开拓市场，增加有潜力品种的经营，保持重点品种和重点客户群体的相对稳定，重点品种的销售比重高于 2008 年，另一方面，稳步推进社区医疗配送工作，努力增加配送客户与配送品种，同时锐意创新零售连锁店经营，促进零售业务增长。

在医药流通行业集中度提高的大背景下，公司努力布局珠三角和粤东地区的销售网络以保持公司在广东省医药流通领域的龙头地位。从 2009 年开始，公司加强了在华南地区尤其是广东周边地区的收购兼并谈判力度。2009 年，公司收购了佛山健泽医药，提高了公司在佛山地区的配送能力。随着新医改与基本药物制度的逐步推进，基本药物零差率统一配送政策等的实施，中小型医药流通企业由于生存压力将会被大的医药流通企业收归麾下，而这对渴望做大做强医药流通业务的的公司来说将是难得的机遇，因此广州医药未来有望实现较快的增长。

四. 公司 2010 年增长点分析

1. 王老吉凉茶有望快速增速

由于受 2009 年夏枯草事件的影响，王老吉凉茶的销售出现较大下滑，为应对此次危机，公司从 2009 年下半年投入了较高的费用，因此对业绩产生了一些负面影响，但到目前为止，此事件不良影响恢复，由于王老吉凉茶系列产品具有清热解毒功效，在国内知名度较高，尤其是在华南地区是家喻户晓，加之广州亚运会的在今年 11 月召开，因此王老吉凉茶 2010 年有望实现较快的增速。

2. 乘医改东风，蓄力增长

公司属下控股子公司及合营企业共有 50 多个产品进入国家基本医药目录（表 3），其中消渴丸、华佗再造丸分别为糖尿病、心脑血管用药的独家中药品种；有 150 多个产品进入 2009 年版《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录》。

表 3. 公司产品进入医保目录情况

药品名称	下属企业	医保类别	中药保护品种	是否独家	功能主治
消渴丸	中一药业	甲类	是	是	滋肾养阴，益气生津。用于气阴两虚型消渴病（非胰岛素依赖性糖尿病）
华佗再造丸	奇星药业	甲类	是	是	活血化瘀，化痰通络，行气止痛。用于瘀血或痰湿闭阻经络之中风瘫痪，拘挛麻木，口眼歪斜，言语不清。
保济丸	王老吉药业	甲类	是	否	解表，去湿，和中。用于腹痛腹泻，噎食嗳酸，恶心呕吐，肠胃不适，消化不良，舟车晕浪，四时感冒，发热头痛
蜜炼川贝枇杷膏	潘高寿药业	甲类	是	否	滋阴润燥，止咳化痰。用于咳嗽痰多，咽喉痛痒
障眼明片	中一药业	乙类	是	是	补益肝肾，退翳明目。用于初期及中期老年性白内障
乌蛇止痒丸	中一药业	乙类	是	是	养血祛风，燥湿止痒。用于皮肤痛痒，荨麻疹
前列通片	中一药业	乙类	是	否	清热利湿，祛淤通淋。用于湿热淤阻所致的癃闭、淋症、慢性前列腺炎、前列腺增生
昆仙胶囊	陈李济药厂	乙类	是	否	补肾通络，祛风除湿。用于类风湿性关节炎
喉疾灵胶囊	陈李济药厂	乙类	是	否	清热，解毒，散肿止痛。用于腮腺炎、偏桃体炎、急、慢性咽炎及一般喉炎
新血宝胶囊	陈李济药厂	乙类	是	否	用于脾虚气血不足所致的血虚症
黄根片	盈康药业	乙类	否	是	活络散结，祛瘀生新，强壮筋骨，有抗二氧化硅细胞毒作用。
蛇胆川贝枇杷膏	潘高寿药业	乙类	是	否	清热润肺，止咳化痰，理气平喘。用于外感风热引起的咳嗽痰多胸闷气喘
治咳川贝枇杷露	潘高寿药业	乙类	是	否	镇咳祛痰，润肺利咽，消炎平喘。用于感冒及支气管炎引起的咳嗽
安神补脑液	星群药业	乙类	是	否	生精补髓，增强脑力。用于神经衰弱，失眠，健忘，头痛
银黄冲剂	星群药业	乙类	是	否	清热，解毒，消炎。用于急慢性扁桃体炎，急慢性咽喉炎，上呼吸道感染
保济口服液	王老吉药业	乙类	是	是	解表，去湿，和中。用于腹痛腹泻，噎食嗳酸，恶心呕吐，肠胃不适，消化不良，舟车晕浪，四时感冒，发热头痛

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

其中，消渴丸、华佗再造丸是最新医保目录甲类品种，且为独

家中药保护产品，这两种药物均为处方药，以前主要在医院与药店销售，但在药店的销售量要大些。公司下一步的销售重点集中在大中城市的大医院，同时进军社区与新农合基层药品市场。针对于基本药物配送的招投标，公司集中精力维护中标价，以使公司产品的毛利率能得到保证，目前，公司这两个产品的中标率较高，中标价格也较高，在局部地区中标价格不仅没有下降，反而上升。

另外，公司继续在广东省、沪浙地区推进本公司属下制造企业与贸易企业的的深度合作，加强有关区域市场的医院、新农合、社区医疗机构等的终端渗透工作。因此，随着基本药物制度与新医改的推进，公司消渴丸与华佗再造丸有望实现较高速的增长。

3. 狂犬疫苗供不应求，增长值得期待

子公司广州拜迪，从事生物制品狂犬疫苗的生产，已经获得狂犬病疫苗批件和生产许可证，2009 年销售超过 4000 万元，由于 2009 年下半年国家颁发新的生产工艺标准，公司狂犬病疫苗生产受到一些影响，目前已经恢复正常生产。

因为狂犬病疫苗的国家新标准取消了佐剂，并把其活性单位由原来的 1.3 上调至 2.5 个国际单位，因此很多企业达不到生产标准而停产，从而使得狂犬疫苗疫苗供不应求。另外， 2009 年 12 月江苏延申、河北福尔狂犬疫苗出现问题、2010 年初大连金港非法添加佐剂使得江苏延申和河北福尔狂犬病疫苗生产被暂停、大连金港狂犬病疫苗被吊销生产许可证，从而导致狂犬病疫苗的供给更是趋于紧张，但公司生产的狂犬疫苗符合最新的国家标准，公司狂犬疫苗目前的产能（约 40 万人份/年）已经严重不足，受产能瓶颈制约较为严重，若市场需求稳定，公司有可能启动新的扩产计划（约 300 万人份/年）。在狂犬疫苗供不应求的大背景之下，公司的狂犬疫苗 2010 年的有望实现较高速的增长。 预计 2010 年公司的狂犬疫苗大约能够实现 1 亿元的销售收入与 3000 多万的净利润。

五. 促进产品二次开发，努力进军生物医药领域

公司在研发上继续加大技术创新力度，积极推进自主创新建设，加大新药物的研制及名优中成药产品的二次开发的投入，增强企业核心竞争力。

另外，公司未来也将逐步进入生物医药领域，目前的狂犬疫苗只是公司切入生物制品领域的一个开始，未来可能会在该领域继续扩展，目前在研制的双质粒 HBV 治疗性疫苗虽还在研发的较前期阶段，但是也蕴含了公司对未来发展的一些考虑与规划。

六. 公司整合可能性仍然存在

广州药业（600332）、白云山（000522）为同一控股股东广药

集团控制的医药上市公司，广药集团是这两家公司的第一大股东，分别持有广州药业（600332）、白云山（000522）48.2%、35.58%的股权。广药集团、广州药业、白云山的整合是未来发展的大势所趋：首先，2009 年，国内医药行业在快速发展，行业集中度显著提高，行业内企业之间的整合风起云涌，国药集团整合上海医工院，上药集团与上实医药的整合，以及太极集团内的整合有利于优势互补与资源充分利用，使得国内医药行业较为分散的局面开始走向逐步集中，由此获得规模优势以做大做强。在这种背景下，广药集团、广州药业、白云山之间也存在整合的可能性，这种整合正符合国内医药行业由分散式经营向集约式经营发展的大趋势；其次，长期以来，广州药业与白云山之间存在大量关联交易，因而限制了它们的融资能力，为解决关联交易问题，广药集团及其两家下属公司的整合也是未来长远发展的趋势。

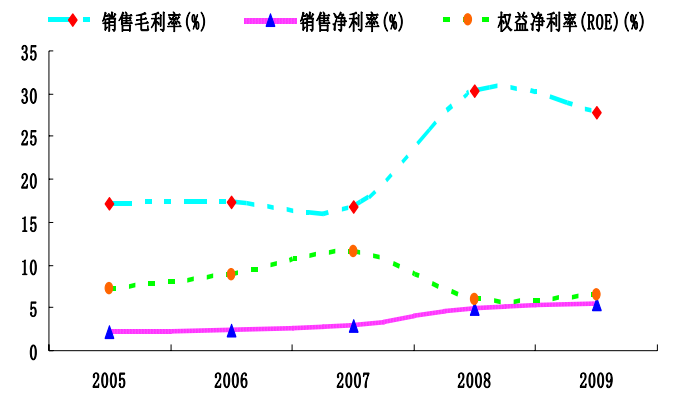
七. 公司财务分析

1. 公司获利能力增强

（1）公司的盈利能力加强

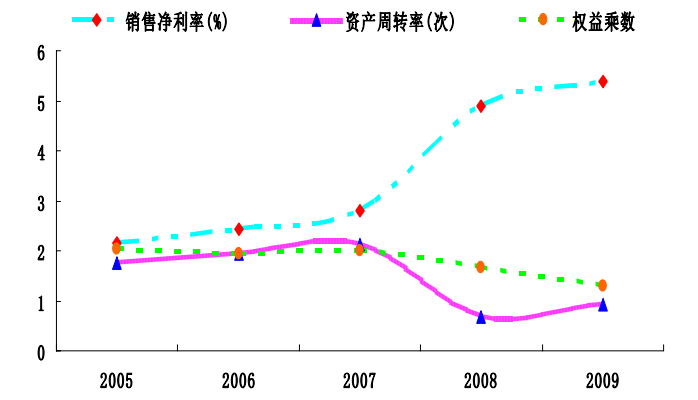
公司的销售净利率与权益净利率（ROE）经历了从 2007 年相对较高位下降到 2008 年的谷底，这主要是 2006-2007 年过于激进的营销策略导致的，2009 年又开始增长；而销售毛利率 2005 年-2008 年一直稳步上升，2008 年达到 2005 年以来的峰值（30.32%），2009 年略有下降，但仍然维持 27.72%左右的水平（图 18）。公司的权益净利率提高的主要驱动因素是销售净利率的提高（图 18 与图 19）。

图18： 2006-2009年公司利润指标的变动



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图19： 2005-2009年公司杜邦分析指标的变化情况



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

（2）公司的期间费用控制能力提高

公司的销售费用率与管理费用率 2005 -2008 年呈上升趋势，之后，2009 年，由于营销改革的实施与管理的到位，销售费用与管理费用率均下降；财务费用率从 2005-2009 年一直保持在较低的水平，2009 年比

2008 年下降 0.28%（图 20）。

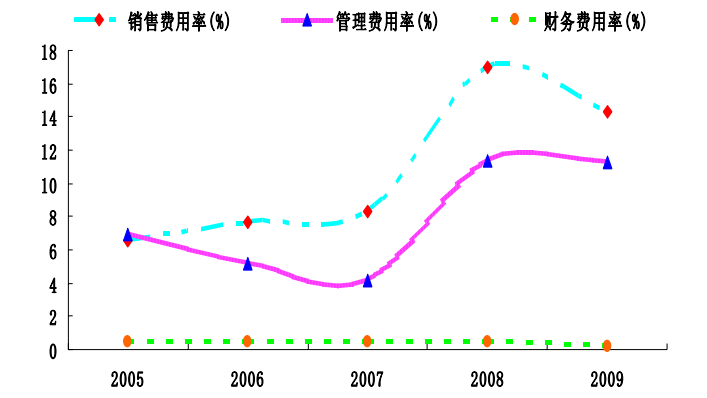
（3）公司的收益质量提高

2007 以前公司的经营收益占比在 89%以上，2008 年，经营收益占比下降到历年的谷底，这主要是 2006-2007 年过于激进的营销策略导致的，2009 年回升至 28.52%，但依旧较低，而价值变动收益与营业外收益变大，因此，总体的收益质量从 2007-2008 年是下降的，而 2009 年有较大幅度的提高（图 21）。

2. 公司的营运能力提升

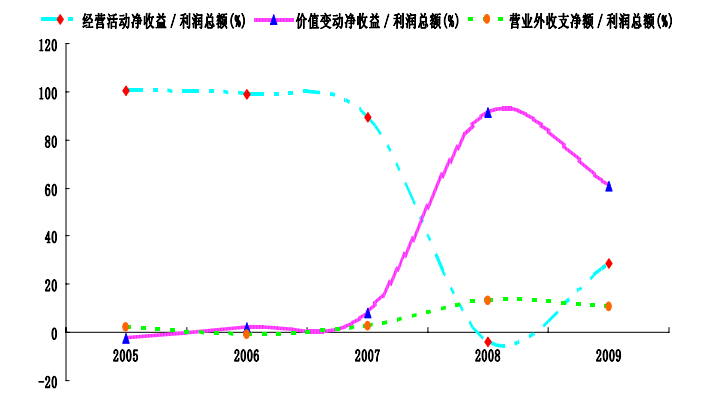
公司流动资产周转率、固定资产周转率与总资产周转率均经历了 2007 年的顶峰滑落至 2008 年的谷底的过程，这主要是 2006-2007 年过于激进的营销策略导致的，但是 2009 年均有较大幅度的提升（图 22）。存货周转率与应收账款周转率经历 2007 年的谷底后，2008、2009 年有很大的回升（图 23）。

图20：2005-2009年公司费用指标的变动



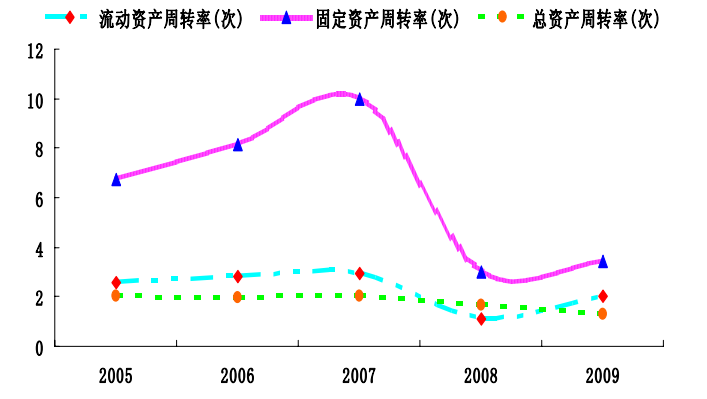
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图21：2005-2009年公司盈利质量分析



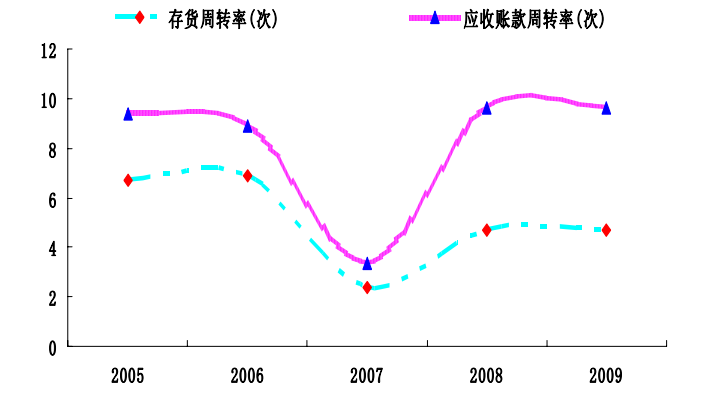
资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图22：2005-2009年公司资产营运能力分析



资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图23：2005-2009年公司流动资产营运能力分析

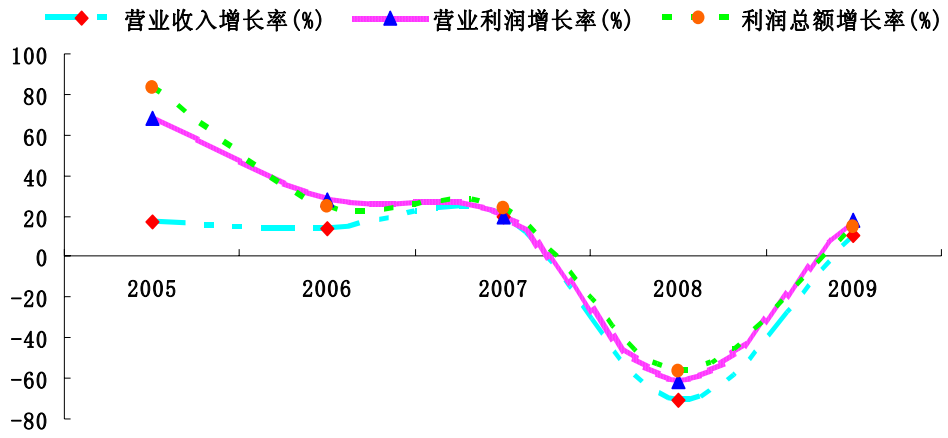


资料来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

3. 公司的成长能力提高

公司的营业收入、营业利润与利润总额 2007 年以前一直保持两位数以上的增长，其中 2007 年三者均在 20%左右，但是 2008 年，公司的营业收入、营业利润与利润总额均负增长，且幅度在-50%以上，这主要是 2006-2007 年过于激进的营销策略导致的；2009 年，公司的营业收入、营业利润与利润总额又恢复到两位数以上的增速（图 24）。

图24：2006-2009年公司成长能力分析



数据来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

八. 公司盈利预测与投资建议

1. 公司盈利预测

根据以上的假设，我们对公司的业绩进行测算，预计 2010 年——2012 年的营业收入分别为 469714.55、563657.47 与 665115.81 万元，每股收益分别为 0.43 元、0.52 元和 0.61 元，对应的动态 PE 分别为 31.09 倍、26.17 倍和 22.22 倍。

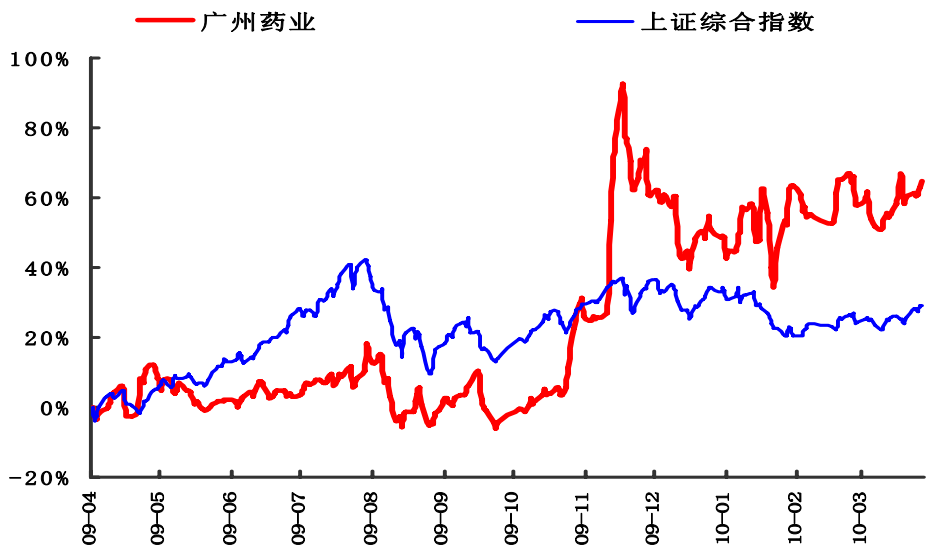
2. 投资建议

公司股价从 2009 年 11 月 17 日开始跑赢大盘，在全球经济下滑与大盘疲软、下跌过程中表现出较好的防御性（图 25）。首先，按照预计的公司 2010 年的每股收益计算，公司目前的 PE 为 30.20，高于全部 A 股(24.94)，但低于医药板块(43.67)与中药子行业(51.39)的的整体估值；再者，结合我们金融工程的研究成果（《行业估值系列之一——行业估值指标探索》，2009.12.17），医药行业的估值使用 PEG 指标最为恰当，公司不仅 PE 估值低于于中药行业的龙头企业（图 26），而且公司的 PEG 指标也低于行业的龙头企业（图 27），因此，公司的估值被明

显低估。

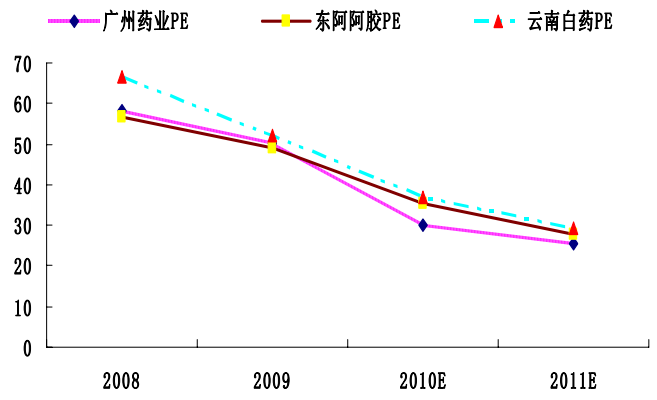
首先，营销改革之后，公司的业绩向好，加之公司旗下具有较多的著名品牌，并且产品线众多，很多是知名的老牌产品，未来的业绩增长点较多；其次，公司与外资合作的经验丰富，王老吉与广州医药就是成功的范例，未来极有可能继续与外资继续合作，以成就公司下属其它品牌与产品的腾飞；国内医药行业内企业之间的整合风起云涌，广药集团及其两家下属公司广州药业与白云山之间整合预期依旧。鉴于公司的成长性较好，认为公司具备积极的投资价值，给予公司“推荐”的投资评级。

图25：公司近一年的股价行情



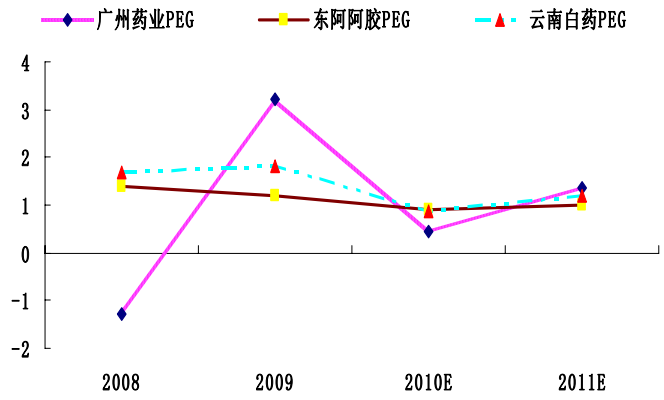
数据来源：WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图26：公司与可比公司的PE估值变化



资料来源：齐鲁证券研究所

图27：公司与可比公司的PEG估值变化



资料来源：齐鲁证券研究所

九. 风险提示

1. 新医改及基本药物制度实施政策风险

随着新医改的推进，国家基本药物制度的逐步实施，公司主导产品的面临降价的可能；基本药物目录产品的分省招投标具有一定的不确定性；药物零差率配送模式可能降低渠道对药品销售的积极性，因此，新医改及基本药物制度的推进可能会影响公司的盈利能力。

2. 公司产品不良反应风险

由于中药的成分复杂，相关的科学研究相对滞后，药材的配伍科学依据不够充分，因此若公司或其它公司同类产品在使用中出现严重不良反应或被国家相关部门提出相反意见，可能对公司经营活动带来不利影响。

附表、公司盈利预测与估值

资产负债表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
货币资金	88829.28	88829.28	88773.01	91094.60
应收账款	35256.29	75019.99	77303.21	79324.83
存货净额	56052.21	88149.83	90832.65	93208.09
其他流动资产	0.00	0.00	0.00	0.00
流动资产合计	193755.91	273987.21	282325.95	289709.31
固定资产	110676.33	123555.58	127315.97	130645.52
无形资产及其他	10037.83	11463.19	11812.07	12120.98
投资性房地产	9096.62	6147.28	6334.37	6500.03
长期股权投资	90462.84	61281.68	63146.77	64798.18
资产总计	422249.61	432137.39	445289.40	456934.56
短期借款及交易性金融负债	6336.98	6485.37	6682.76	6857.52
应付款项	45389.65	46452.54	47866.31	49118.11
其他流动负债	0.00	0.00	0.00	0.00
流动负债合计	71202.12	72869.46	75087.22	77050.90
长期借款及债券	0.00	0.00	0.00	0.00
其他长期负责	0.00	0.00	0.00	0.00
长期负债合计	10889.94	11144.95	11484.14	11784.47
负债合计	82092.06	84014.40	86571.36	88835.37
少数股东权益	9738.90	9966.96	10270.30	10538.89
股东权益	340157.55	348122.99	358718.03	368099.19
负债和股东权益总计	422249.61	432137.39	445289.40	456934.56

关键财务指标（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.26	0.43	0.52	0.61
每股净资产	4.19	4.29	4.42	4.54
ROIC	6.14%	10.01%	11.54%	13.24%
ROE	6.14%	10.01%	11.54%	13.24%
毛利率	27.72%	28.70%	28.80%	28.90%
净利率	5.38%	7.42%	7.34%	7.33%
EBIT margin	2.18	3.56	4.10	4.71
EBITDA margin	2.68	3.90	4.33	4.87
资产负债率	0.19	0.19	0.19	0.19
流动比率	2.72	3.76	3.76	3.76
速动比率	1.93	2.55	2.55	2.55
收入增长	10.05%	21.00%	20.00%	18.00%
净利润增长率	21.40%	66.87%	18.81%	17.78%
P/E	51.88	31.09	26.17	22.22
P/B	3.22	3.14	3.05	2.97
PEG	2.42	0.47	1.39	1.25
EV/EBITDA	22.85	15.35	13.40	11.63

利润表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	388193.85	469714.55	563657.47	665115.81
营业成本	280567.91	334906.48	401324.12	472897.34
营业毛利	107625.93	134808.08	162333.35	192218.47
营业税金及附加	2895.88	3288.00	3889.24	4522.79
销售费用	55647.82	62472.04	74402.79	87130.17
管理费用	43550.91	49320.03	58620.38	68506.93
财务费用	613.26	1026.70	1232.04	1453.81
投资收益	13878.20	14710.89	15446.43	16064.29
资产减值损失	-1679.11	-2031.73	-2438.07	-2876.93
公允价值变动损益	232.36	0.00	0.00	0.00
其他收入	0.00	0.00	0.00	1.00
营业利润	20707.74	35443.93	42073.42	49545.99
营业外收入	3067.54	3711.72	4454.06	5255.79
营业外支出	642.19	554.04	663.92	782.32
利润总额	23133.08	38601.61	45863.57	54019.47
所得税费用	2256.51	3765.38	4473.75	5269.31
净利润	20876.57	34836.23	41389.82	48750.15
少数股东权益	-222.32	-370.99	-440.78	-519.16
归属于母公司净利润	21098.89	35207.21	41830.60	49269.32

现金流量表（万元）	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	20876.57	34836.23	41389.82	48750.15
资产减值准备	-1679.11	-2031.73	-2438.07	-2876.93
折旧摊销	10826.82	11010.05	11196.39	11385.88
公允价值变动净损益	232.36	0.00	0.00	0.00
财务费用	613.26	1026.70	1232.04	1453.81
营运资本变动	2604.43	114.28	5.01	0.22
其他	0.00	0.00	0.00	0.00
经营活动现金流量	43939.31	5622.95	6747.54	7962.10
资本开支	5925.78	6222.07	6533.17	6859.83
其他投资现金流	16041.76	16843.85	17686.05	18570.35
投资活动现金流量	20231.97	21243.57	22305.75	23421.04
权益性融资	0.00	0.00	0.00	0.00
负债净变化	29084.40	30538.62	32065.55	33668.82
支付股利、利息	79065.27	83018.53	87169.45	91527.93
其他融资现金流	2175.95	2284.75	2398.99	2518.94
融资活动现金流量	-47804.92	-50195.16	-52704.92	-55340.17
货币资金期初余额	34750.06	42047.58	50457.09	59539.37
货币资金期末余额	54079.22	88829.28	130876.85	181333.94
现金净变动	34750.06	42047.58	50457.09	59539.37

资料来源：公司报告、齐鲁证券研究所

投资评级说明

类别	级别	定　　义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层
邮编： 200122
电话：（8621）5820-8334
传真：（8621）5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F
邮编： 250061
电话：（86531）8128-3789
传真：（86531）8128-3791