

动态报告

医药保健

医疗器械与服务

广州药业(600332)

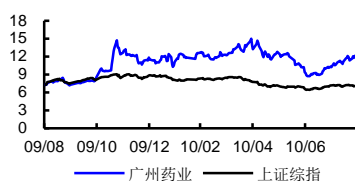
中性

2010 中报点评

(维持评级)

2010 年 8 月 30 日

一年该股与上证综指走势比较



股票数据

昨收盘 (元)	12.00
总股本/流通 A 股(百万股)	810.90/591.00
流通 B 股/H 股(百万股)	0.00/0.00
总市值/流通市值(百万元)	9,730.80/9,730.80
上证综指/深圳成指	2,610.74/11,034.73
12 个月最高/最低 (元)	14.80/7.09

财务数据

净资产值(百万元)	3,430.45
每股净资产(元)	4.23
市净率	2.84
资产负债率	21.91%
息率	0.42%

相关研究报告:

分析师: 丁丹

电话: 0755-82130678

E-mail: dingdan@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980209080405

分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

SAC 执业证书编号: S0980207050195

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, 特此声明。

财报点评

恢复性增长趋势明确

●略超预期, 业绩比较实在

2010 年 1-6 月, 公司实现主营业务收入 23.22 亿元, 同比增长 19.96%; 营业利润 1.88 亿元, 同比增长 61.96%; 归属于母公司股东净利润 1.69 亿元, 同比增长 44.79%, EPS0.21 元/股, 略高于我们之前增长 40%、EPS0.21 元/股的预期。10H1 扣非 EPS0.193 元/股, 相比 09 年扣非净利润只占全部业绩的 74%, 今年上半年的业绩还是比较实在的。经营性现金流 0.105 元/股, 低于净利润主要因考虑到 4 季度亚运会期间可能不能正常生产而提前进行了备货和生产。

●恢复性增长趋势明确

06-07 年公司出现多数产品的渠道压货, 08 年开始进行渠道清理, 业绩大幅下滑; 09 年止跌企稳, 10 年开始多数子公司都在 08-09 年底基数上恢复性高增长: 1) 王老吉药业 10H1 净利润大幅下降 41%, Q1 收入下降 18%, 4 月以来收入已收窄至个位数下降, 下半年借力“亚运营”, 有望进一步恢复; 2) 中一药业净利润大幅增长, 10H1 已经接近 09 全年的净利润, 是广药主要利润来源和增长点; 3) 星群在 09 年很低的基础上大幅增长 67%, 扭亏为盈。

●估值基本反映业绩趋势, 维持“中性”评级, 狂犬疫苗是弹性所在

广药过去两年一直处于渠道清理, 今年以来恢复性增长趋势明显。4 季度广州亚运会期间可能影响生产, 公司上半年提前进行了生产备货, 预计上半年业绩高于下半年。但 10H1 还是表现出比较实在的业绩, 我们上调 10-12EPS 至 0.36、0.41、0.46 元/股, 11PE29X, 基本反映了业绩趋势, 维持“中性”评级。后续如果狂犬疫苗能够顺利放量, 则 11-12 年盈利预测还有上调空间。广药集团整合 or 其他资本运作、亚运会刺激消费等题材也值得关注。

●风险提示

作为老牌国企广州药业历史业绩起伏较大, 我们对 2010 全年业绩的上调是建立在不再进行大额计提的前提下。

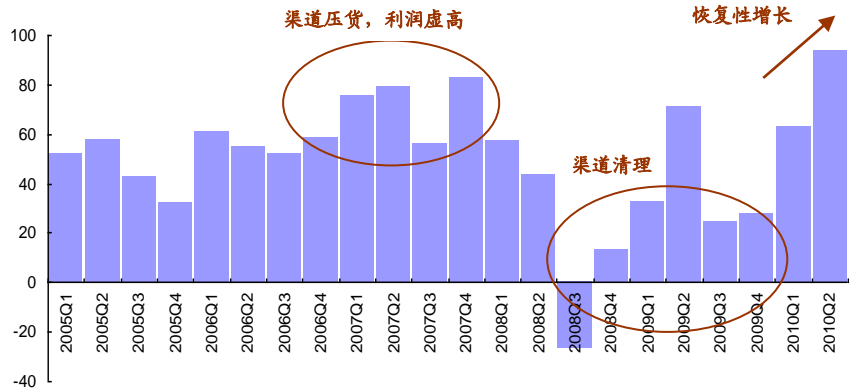
盈利预测和财务指标

	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3,527.42	3,881.94	4,542	5,223	5,745
(+/-%)	-70.45%	10.05%	17.0%	15.0%	10.0%
净利润(百万元)	182.50	210.99	288	334	376
(+/-%)	-45.54%	15.61%	36.6%	16.0%	12.5%
每股收益 (元)	0.23	0.26	0.36	0.41	0.46
EBIT Margin	6.02%	6.13%	4.6%	4.9%	5.0%
净资产收益率 (ROE)	5.84%	6.39%	8.3%	9.1%	9.6%
市盈率 (PE)	53.32	46.12	33.8	29.1	25.9
EV/EBITDA	31.41	28.04	34.6	29.6	27.1
市净率 (PB)	3.11	2.94	2.8	2.6	2.5

渠道清理完成，今年开始恢复性增长

06-07年公司出现多数产品的渠道压货,08年开始进行渠道清理,业绩大幅下滑,09年止跌企稳,10年开始恢复性增长。

图1: 广州药业 05-10 年单季度扣非净利润 (百万元)



数据来源: wind 国信证券经济研究所

主要产品加速增长

占比最大的几类产品: 糖尿病用药、疏风活血药、止咳化痰利肺药, 在09年恢复增长的基础上, 今年以来收入增速明显提升。

表1: 广州药业分产品类别销售情况

	2006	2007	2008	2009	2010H1
营业收入(亿元)					
清热解暑药	6.28	7.81	2.41	2.12	1.53
其中: 凉茶系列	1.81	3.21	注		
疏风活血药	2.84	3.03	1.91	2.54	1.13
糖尿病药	4.44	5.27	4.34	4.56	2.33
胃肠用药	0.8	1.08	0.50	0.66	0.37
止咳化痰利肺药	2.7	3.34	2.48	2.30	1.52
其他产品	7.07	7.8	6.71	7.31	3.97
增长率(%)					
清热解暑药	26.36%	24.31%	-34.07%	-4.33%	51.17%
疏风活血药	16.39%	6.73%	-36.99%	15.73%	-5.24%
糖尿病药	9.09%	18.65%	-17.66%	5.08%	15.93%
胃肠用药	-19.19%	35.77%	-31.12%	14.42%	13.52%
止咳化痰利肺药	6.30%	23.81%	-24.17%	-8.19%	22.67%
其他产品	10.30%	10.37%	-13.52%	12.08%	12.16%
毛利率					
清热解暑药	48.24%	46.55%	45.74%	41.50%	44.03%
疏风活血药	58.96%	55.26%	55.29%	51.21%	52.98%
糖尿病药	68.45%	65.01%	65.03%	56.83%	62.85%
胃肠用药	46.80%	49.50%	54.95%	44.29%	52.90%
止咳化痰利肺药	57.20%	51.97%	54.49%	49.02%	51.94%
其他产品	41.41%	41.39%	39.31%	31.10%	37.47%

数据来源: 公司报表、国信证券经济研究所。注: 08 年开始清热解暑药中不再包含凉茶数据

各子公司：低基数上的高增长，恢复程度有差异

多数子公司都在08-09年低基数上恢复性高增长，但进度和程度有较大差异：

- 王老吉药业上半年净利润大幅下降41%，主要是凉茶收入同比下降仍明显。一季度整体收入下降18%，4月以来收入已收窄至个位数下降，下半年借力“亚运营销”，有望进一步恢复；
- 中一药业恢复得更早一些，10年收入增长相对平稳，但净利润大幅增长，10H1已经接近09全年的净利润，是广药主要的利润来源和增长点；
- 星群恢复得比较慢，因此今年上半年收入在09年很低的基础上大幅增长67%，扭亏为盈；
- 医药公司的商业业态比较稳定，合资后经营虽没有很明显的提升但也比较稳定；

表 2：广州药业主要子公司收入及变化（百万元）

	持股比例	2008		2009		2009H1	2010H1	2010H1
		销售收入	增长率	销售收入	增长率	销售收入	销售收入	增长率
医药工业								
中一药业	100%	562.43	-25.0%	620.23	10.3%	287.63	332.65	15.65%
陈李济药厂	100.00%	196.58	-14.8%	226.07	15.0%	117.30	116.12	-1.00%
奇星药业	75.00%	227.73	-39.0%	270.12	18.6%	119.38	154.42	29.35%
星群药业	88.99%	189.04	-45.6%	149.40	-21.0%	69.21	115.59	67.00%
潘高寿药业	87.77%	248.53	-19.7%	237.10	-4.6%	125.94	150.08	19.17%
敬修堂药业	88.40%	188.12	-17.6%	192.46	2.3%	96.01	105.71	10.11%
广州环叶	100.00%	50.08	26.9%	na	na	na	na	na
广西盈康	51.00%	28.11	4.0%	32.50	15.6%	16.01	19.24	20.21%
医药商业								
药材公司	100.00%	1399.22	5.4%	1379.23	-1.4%	620.87	801.09	29.03%
进出口公司	100.00%	296.13	1.6%	269.34	-9.0%	151.44	174.43	15.18%
盈邦分公司	100.00%	511.48	1089.0%	742.39	45.1%	357.34	571.12	59.82%
药品研发								
拜迪生物	95.69%	0.96	1099.8%	1.51	56.6%	0.58	0.58	1.04%
广州汉方	70.04%	20.02	29.3%	75.44	276.8%	36.55	44.51	21.76%
合营公司								
王老吉药业	48.05%	1289.36	32.0%	1485.53	15.2%	857.08	835.90	-2.47%
广州医药	50.00%	9854.29	15.5%	11310.83	14.8%	5556.89	6704.77	20.66%
广州诺诚生物	50.00%						1.11	

数据来源：公司报表、国信证券经济研究所

表 3: 广州药业主要子公司收入及变化 (百万元)

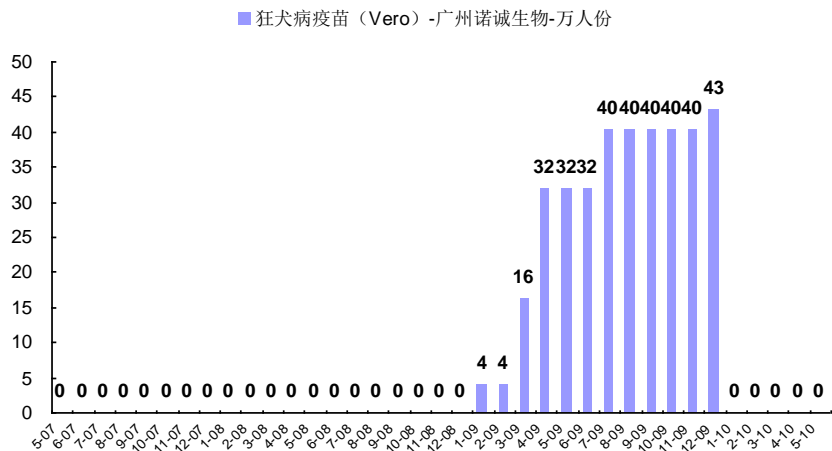
	持股比例	2008		2009		2009H1	2010H1	2010H1
		净利润	增长率	净利润	增长率	净利润	净利润	增长率
医药工业								
中一药业	100%	29.23	-0.76	76.84	1.63	34.10	63.27	85.5%
陈李济药厂	100.00%	19.32	-0.20	19.53	0.01	12.38	12.05	-2.6%
奇星药业	75.00%	-19.49	na	7.18	na	0.74	12.22	1556%
星群药业	88.99%	-59.13	na	-45.78	na	-24.32	4.57	na
潘高寿药业	87.77%	6.68	-0.70	3.34	-0.50	-0.29	7.83	na
敬修堂药业	88.40%	13.48	-0.29	8.49	-0.37	4.35	8.51	95.6%
广州环叶	100.00%	0.03	na	na	na	na	na	#N/A
广西盈康	51.00%	-1.14	na	-0.09	na	0.11	0.34	215%
医药商业								
药材公司	100.00%	13	191.4%	8	-39.3%	4	5	38.9%
进出口公司	100.00%	2	19.2%	(1)	na	1	2	207%
盈邦分公司	100.00%	4	15.9%	5	31.5%	3	3	11.5%
药品研发								
拜迪生物	95.69%	(23)	na	(8)	na	(1)	(8)	na
广州汉方	70.04%	(15)	na	(15)	na	(8)	(3)	na
合营公司								
王老吉药业	48.05%	173	56.1%	164	-5.0%	110	65	-41.1%
广州医药	50.00%	88	24.2%	111	26.5%	52	60	16.0%
广州诺诚生物	50.00%						-5.83	

数据来源: 公司报表、国信证券经济研究所

业绩弹性看狂犬疫苗

诺诚生物狂犬疫苗设计产能300万人份, 实际正常产能100万人份。今年初江苏延申爆出质量事件后监管部门对各个狂犬生产企业进行了生产过程的再次检查认证, 公司的生产也停滞接受行业性检查, 上半年诺诚仍亏损。随着狂犬疫苗供应趋紧, 今年以来开标价上涨明显, 如公司的产品能在4季度顺利获得批签发, 则有望对10-12年业绩产生正面提升。

图 2: 截止 2010 年 6 月诺诚生物狂犬疫苗批签发情况 (月度累计)



数据来源: wind 国信证券经济研究所

附表 1: 财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
现金及现金等价物	697	709	700	719
应收款项	551	622	787	944
存货净额	561	610	751	881
其他流动资产	97	114	131	144
流动资产合计	1938	2086	2401	2720
固定资产	1134	1126	1130	1100
无形资产及其他	100	96	93	90
投资性房地产	147	147	147	147
长期股权投资	905	915	925	935
资产总计	4222	4370	4695	4991
短期借款及交易性金融负债	63	63	80	63
应付款项	333	436	501	551
其他流动负债	316	170	195	214
流动负债合计	712	668	776	828
长期借款及应付债券	0	0	0	0
其他长期负债	109	129	149	169
长期负债合计	109	129	149	169
负债合计	821	797	925	997
少数股东权益	97	96	93	91
股东权益	3304	3477	3678	3903
负债和股东权益总计	4222	4370	4695	4991

关键财务与估值指标	2009	2010E	2011E	2012E
每股收益	0.26	0.36	0.41	0.46
每股红利	0.05	0.14	0.16	0.19
每股净资产	4.07	4.29	4.54	4.81
ROS	5%	6%	6%	7%
ROE	6%	8%	9%	10%
毛利率	28%	29%	29%	29%
EBIT Margin	1%	5%	5%	5%
EBITDA Margin	4%	7%	7%	7%
收入增长	10%	17%	15%	10%
净利润增长率	16%	37%	16%	12%
资产负债率	22%	20%	22%	22%
息率	0.4%	1.2%	1.4%	1.5%
P/E	46.1	33.8	29.1	25.9
P/B	2.9	2.8	2.6	2.5
EV/EBITDA	64.5	34.6	29.6	27.1

资料来源: 国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3882	4542	5223	5745
营业成本	2806	3239	3716	4083
营业税金及附加	29	34	39	43
销售费用	556	604	684	753
管理费用	436	458	526	578
财务费用	6	2	2	2
投资收益	139	100	115	132
资产减值及公允价值变动	19	(2)	(2)	(2)
其他收入	0	0	0	0
营业利润	207	304	369	417
营业外净收支	24	20	20	20
利润总额	231	324	389	437
所得税费用	23	39	58	66
少数股东损益	(2)	(3)	(4)	(4)
归属于母公司净利润	211	288	334	376

现金流量表 (百万元)	2009	2010E	2011E	2012E
净利润	211	288	334	376
资产减值准备	(54)	17	0	0
折旧摊销	108	97	102	107
公允价值变动损失	(19)	2	2	2
财务费用	6	2	2	2
营运资本变动	339	(143)	(213)	(211)
其它	52	(19)	(2)	(3)
经营活动现金流	637	242	223	271
资本开支	(1)	(104)	(105)	(75)
其它投资现金流	(28)	0	0	0
投资活动现金流	(117)	(114)	(115)	(85)
权益性融资	0	0	0	0
负债净变化	(30)	0	0	0
支付股利、利息	(40)	(115)	(134)	(150)
其它融资现金流	(64)	0	17	(17)
融资活动现金流	(204)	(115)	(117)	(167)
现金净变动	316	12	(9)	19
货币资金的期初余额	381	697	709	700
货币资金的期末余额	697	709	700	719
企业自由现金流	501	31	3	66
权益自由现金流	407	30	18	48

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

免责声明

本报告信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。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或询价。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。我公司或关联机构可能会持有报告中所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业务服务。本报告版权归国信证券所有，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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		策略		交通运输	
周炳林	0755-82130638	黄学军	021-60933142	郑武	0755-82130422
林松立	010-66026312	崔嵘	021-60933159	陈建生	0755-82133766
		廖喆	021-60933162	岳鑫	0755-82130432
				高健	0755-82130678
银行		房地产		机械	
邱志承	021-60875167	方焱	0755-82130648	余爱斌	0755-82133400
黄飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678	黄海培	021-60933150
谈焯	010-66025229	黄道立	0755-82133397	陈玲	0755-82130646
				杨森	0755-82133343
				李筱筠	010-66026326
汽车及零配件		钢铁		商业贸易	
李君	021-60933156	郑东	010-66026308	孙菲菲	0755-82130722
左涛	021-60933164	秦波	010-66026317	吴美玉	010-66026319
				祝彬	0755-82131528
基础化工		医药		石油与石化	
张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396	李晨	021-60875160
陈爱华	0755-82133397	丁丹	0755-82139908	严蓓娜	021-60933165
邱斌	0755-82130532	陈栋	021-60933147		
电力设备与新能源		传媒		有色金属	
皮家银	021-60933160	陈财茂	021-60933163	彭波	0755-82133909
				谢鸿鹤	0755-82130646
电力与公用事业		非银行金融		通信	
徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755-82130468	严平	021-60875165
谢达成	021-60933161	田良	0755-82130513	程峰	021-60933167
		童成敦	0755-82130513		
造纸		家电		计算机	
李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407	段迎晟	0755-82130761
邵达	0755-82130706				
电子元器件		纺织服装		农业	
段迎晟	0755-82130761	方军平	021-60933158	张如	021-60933151
高耀华	0755-82130771				
旅游		食品饮料		建材	
廖绪发	021-60875168	黄茂	0755-82138922	杨昕	021-60933168
刘智景	021-60933148				
煤炭		建筑		固定收益	
李然	010-66026322	邱波	0755-82133390	李怀定	021-60933152
陈健	010-66215566	李遵庆	0755-82133055	高宇	0755-82133538
苏绍许	021-60933144			侯慧娣	021-60875161
				张旭	010-66026340
				蔺晚熠	021-60933146
				刘子宁	021-60933145
指数与产品设计		投资基金		量化投资	
焦健	0755-82133928	杨涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332
王军清	0755-82133297	彭怡萍	0755-82133528	董艺婷	021-60933155
彭甘霖	0755-82133259	刘舒宇	0755-82133568	林晓明	0755-25472656
阳瑾	0755-82133538	康亢	010-66026337	赵斯尘	021-60875174
周琦	0755-82133568	刘洋		程景佳	021-60933166
赵学昂	0755-66025232			郑云	021-60875163
				毛甜	021-60933154
交易策略					
戴军	0755-82133129				
秦国文	0755-82133528				
徐左乾	0755-82133090				
黄志文	0755-82133928				

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)	华东区 (机构销售二部)	华南区 (机构销售三部)
王立法 010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平 021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	万成水 0755-82133147 13923406013 wancs@guosen.com.cn
王晓建 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	马小丹 021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn	魏宁 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
焦戡 010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn	郑毅 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	邵燕芳 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李锐 010-66025249 13691229417 lirui2@guosen.com.cn	黄胜蓝 021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	林莉 0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn
徐文琪 010-66026341 13811271758 xuwwq@guosen.com.cn	刘塑 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	王昊文 0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn
	叶琳菲 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	甘墨 0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn
	孔华强 021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	段莉娟 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
		黎敏 0755-82130681 13902482885 limin1@guosen.com.cn
		徐冉 13632580795 xuran1@guosen.com.cn
		颜小燕 13590436977 yanxy@guosen.com.cn