

广州药业 (600332)

增持/首次评级

股价: RMB20.69

分析师

周煊

SAC 执业证书编号:S1000510120036

(0755)8249 2072

zhouhuan@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙超

(0755)8212 5057

sunchao@mail.htlhsc.com.cn

张金涛

(0755)8320 1063

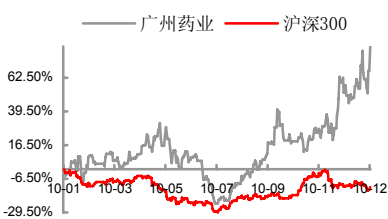
zhangjt@mail.htlhsc.com.cn

相关研究

基础数据

总股本 (百万股)	811
流通 A 股 (百万股)	591
流通 B 股 (百万股)	0
可转债 (百万元)	
流通 A 股市值 (百万元)	12,228

最近 52 周股价走势图



资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

国药南宗复苏 采撷疫苗明珠

- 南派中药集大成者, 资源丰富。**公司是南派中药的集大成者, 旗下拥有中一、陈李济、奇星、敬修堂、王老吉、潘高寿等多个百年老字号药企以及华佗再造丸、中一消渴丸、王老吉、夏桑菊、蛇胆川贝液、乌鸡白凤丸、追风透骨丸等繁多的优秀中成药及相关品种, 在华南地区乃至全国都拥有极为明显的中成药资源优势。
- 营销改革重塑起点, 整装出发。**管理层从 2008 年开始实施营销改革, 管控渠道, 健全分销体系, 产品终端销量提升明显, 主导产品消渴丸、华佗再造丸呈现平稳增长势头, 但 08、09 年从业绩表现上看来是在谷底徘徊, 从营销管理费用的大幅提升分析是在为 2006 年开始过于激进的销售策略“买单”。从今年全年表现来看, 公司业绩已经进入了健康增长的上升通道。
- 狂犬疫苗重新开始贡献业绩。**广州药业下属子公司拜迪生物及合资公司诺诚生物均以生物制品的研发和产业化为发展方向, 诺诚生物的“冻干人用狂犬病疫苗”已经于 2010 年 8 月份通过审批并重新投产, 预计 2010 年实现 2000 万收入, 按照 2011 年产销 100 ~ 150 万人份测算将为公司提供 EPS 0.05 ~ 0.08 元。
- 治疗性乙肝 DNA 疫苗前景广阔。**拜迪生物的治疗性乙肝 DNA 疫苗于 2006 年开始临床试验, 目前处于 II 期临床试验阶段, 根据公开资料判断已于近期完成 II 期 a 临床试验。我们推测该疫苗有很大可能性于 2015 年左右上市, 成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件。
- 从王老吉出发做大健康产业。**公司已经看到了“王老吉”背后巨大的的健康产业市场, 公司业务中已经出现了诸如饮料、药妆等中药衍生健康消费产品, 未来公司在大健康产业方面的动向值得持续关注。
- 盈利预测:**据我们测算公司 2010 ~ 2012 年 EPS 分别为 0.32、0.60 及 0.87 元, 结合公司中药工业发展及生物产业前景, 首次覆盖给予“增持”评级。
- 风险提示:**公司营销改革成效; 生物产业具备较高不能产业化风险。

经营预测与估值

	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3881.9	4539.0	4752.0	5234.0
(+/-%)	10.1	16.9	4.7	10.1
归属母公司净利润(百万元)	211.0	263.0	488.0	705.0
(+/-%)	15.6	24.7	85.6	44.5
EPS(元)	0.26	0.32	0.60	0.87
P/E(倍)	79.5	58.1	31.2	21.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

投资案件	4
投资建议	4
核心假设	4
与市场预期的差异之处	5
股价变化催化剂	5
核心假设的风险	5
国内最大中成药制造商	6
南派中药集大成者	6
加快发展或可考虑内部整合	8
公司医药工业具备几大优势领域	9
营销改革萌发新芽	14
新芽萌动	14
营销改革 重塑起点	15
雄踞华南 拓展外围	15
内部整合 协同发展	15
2011 是营销改革的质变年	16
生物产业擢升公司至新的平台	18
人用狂犬疫苗恢复生产增强公司盈利能力	19
治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为一线药物是大概率事件	21
大健康产业从王老吉凉茶开始	25
盈利预测	26
关键假设	26
风险提示	27

图表目录

图 1:	公司旗下老字号中成药生产企业众多	6
图 2:	收入结构分析公司医药工业优势所在 (2010H)	9
图 3:	几大优势领域毛利占比超过 70% (2010H)	9
图 4:	我国糖尿病用药结构, 目前西药主导	10
图 5:	中成药占比小, 在糖尿病这种慢性疾病领域具备较大发展空间	11
图 6:	糖尿病用药市场持续增长	11
图 7:	华佗再造丸在抗中风市场销量排名靠前	12
图 8:	脑血管疾病造成死亡率高企	12
图 9:	中风用中成药市场持续扩容	13
图 10:	2008 年以来药品收入发展趋势向好	14
图 11:	营销策略转变	15
图 12:	2008 年高企的销售费用率回落	15
图 13:	华南区域外市场增长迅速	15
图 14:	2009 年收入地区构成	15
图 15:	2006~2007 年产品在渠道中积压	16
图 16:	2008~2010 销售费用高企	17
图 17:	销售费用率向历史平均水平变动	17
图 18:	主要下属医药制造企业盈利状况好转	18
图 19:	净利润率恢复性增长持续	18
图 20:	生物制品的主要产品和项目	19
图 21:	人用狂犬疫苗市场规模快速提升	19
图 22:	人用狂犬疫苗批签发数目显著减少	20
图 23:	人用狂犬疫苗批签发数目 (截止 2010 年 10 月)	20
图 24:	治疗性乙肝 DNA 疫苗要点	21
图 25:	治疗性乙肝 DNA 具有独特优势 (与干扰素、核苷类药物相比)	22
图 26:	我国目前正在临床试验的治疗性乙肝疫苗	22
图 27:	治疗性乙肝 DNA 疫苗具有一些独有优势 (与蛋白疫苗相比)	23
图 28:	新型疫苗技术发展历程	23
图 29:	DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件	24
表格 1:	公司独家生产及中药保护品种繁多, 部分具备大品种潜质	6
表格 2:	老字号子公司各具优势, 具备平台整合潜在条件	9
表格 3:	消渴丸作为唯一中成药跻身我国糖尿病口服用药前十品牌	10
表格 4:	公司产品排行清热类颗粒剂前两位	13
表格 5:	公司有两个品种进入止咳化痰利肺用药前 10 品牌	14
表格 6:	公司内部体系理顺重启	16
表格 7:	三种治疗性乙肝疫苗研发现状	23
表格 8:	王老吉成为国内罐装饮料第一品牌	25
表格 9:	集团“大健康产业”已具备众多产品	25
表格 10:	盈利预测	26
表格 11:	部分治疗性 HBV 疫苗进展	29

投资案件

投资建议

我们认为公司作为南派中药的集大成者，拥有极为丰富的品牌及中成药品种资源优势。公司近几年并不突出的业绩表现其实是在为 2006~2007 年过于激进的营销策略“买单”。分析公司财务数据、各子公司业绩转好的趋势，我们判断伴随着管理层的调整、业务布局以及集团层面的资源倾斜，公司在 2011 年将迈入快速发展的轨道。

公司在生物业务方面的动向值得重点关注：

人用狂犬疫苗恢复生产增强公司盈利能力。诺诚生物“冻干人用狂犬病疫苗”已经于 2010 年 8 月份通过审批并重新开始生产，预计今年实现 2000 万左右收入，按照明年产销 100~150 万人份测算将为公司提供 EPS0.05~0.08 元。

治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件。该治疗性乙肝 DNA 疫苗于 2006 年开始临床试验，目前处于 II 期临床试验阶段。根据公开资料我们判断该疫苗已完成 II 期 a 临床试验，目前正在筹备 II 期 b 临床试验。依时间推测该疫苗有很大可能性于 2015 年上市，并取代干扰素和大部分核苷类药物成为乙肝治疗一线药物。

公司已经看到了“王老吉”背后巨大的健康消费市场，并已提出明确的发展目标，公司业务中已经出现了诸如饮料、药妆等中药衍生健康消费产品。我们认为无论未来与加多宝就“王老吉”商标的使用问题如何解决，公司在大健康市场的发展规划已经逐步清晰，未来动向值得重点关注。

预计公司 2010~2012 年每股收益分别为 0.32、0.60 和 0.87 元，考虑到公司：

- 1、传统中药工业稳步增长，各子公司业绩持续转好；
- 2、狂犬病疫苗重新开始贡献业绩，治疗性乙肝 DNA 疫苗前景广阔；
- 3、集团资源倾斜，公司做强“大南药”、大健康产业的战略逐步清晰。

我们认为公司即将迈入快速增长轨道的可能性非常大，根据公司目前股价表现，首次覆盖给予“增持”评级。

核心假设

- 1、假设清热解毒类药物 2010~2012 年收入增长分别为 50%、40%和 35%；糖尿病药物 2010~2012 年收入增长分别为 33.33%、20%和 20%，毛利率因规模扩大均略有提升，公司中药工业整体收入 2010~2012 年增长 16.93%、4.70%和 10.13%。
- 2、假设狂犬病疫苗 2011 年营销 150 万人份、2012 年营销 300 万人份，2011~2012 分别为公司贡献 9750 万和 1.95 亿元收入，EPS 贡献分别为 0.076、0.152 元。
- 3、假设治疗性乙肝 DNA 疫苗能够顺利实现产业化并最终投向市场，成为有市场价值的乙肝治疗一线药物。

与市场预期的差异之处

- 1、我们分析认为公司今年的业绩仍在继续为 2006~2007 年的激进营销策略“买单”，但我们判断公司即将进入快速发展的轨道。
- 2、我们认为随着生活习惯及饮食结构的改变，清热解毒类中成药市场需求将维持高景气，未来很长一段时期内都可以维持较快的增长速度。
- 3、同样因为生活习惯及饮食结构的改变，我们认为糖尿病发病率将维持高位，糖尿病药市场将持续扩容，中一消渴丸作为唯一市场份额排名前十的中成药，在“文迪雅”事件后有望在糖尿病这个慢性疾病市场迎来难得的发展机遇。
- 4、我们认为治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件，看好该药物广阔的市场前景。

股价变化催化剂

- 1、公司内部资源整合工作继续推进，并实质提高公司经营效率。
- 2、集团资源倾斜或公司营销端新动向有利公司产品营销推广。
- 3、公司治疗性乙肝 DNA 疫苗临床试验继续顺利推进。
- 4、“王老吉”商标租借权问题得到顺利解决。

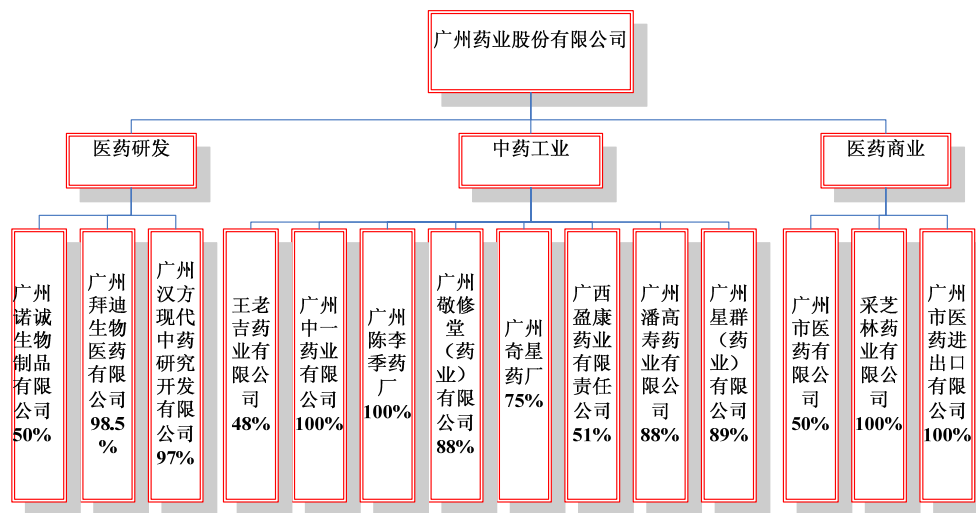
核心假设的风险

- 1、公司内部资源整合及外部营销推广工作进度或强度低于预期。
- 2、治疗性乙肝 DNA 疫苗临床试验无法推进或进度慢于预期。
- 3、“王老吉”商标租借权不能与加多宝协商顺利解决。

国内最大中成药制造商

广州药业股份有限公司由广州医药集团有限公司属下八家中成药制造企业和三家医药贸易企业于1997年9月1日重组成立，分别于1997年10月和2001年2月在香港联交所和上海证交所上市。目前公司旗下拥有八家中成药生产企业、三家医药研发企业和三家医药贸易企业。以销售额计，公司是国内最大的中成药制造商。

图 1： 公司旗下老字号中成药生产企业众多



资料来源：公司2009年报、公司公告，华泰联合证券研究所

南派中药集大成者

公司是南派中药的集大成者，旗下拥有星群、中一、陈李济、奇星、敬修堂、王老吉、潘高寿等多个百年老字号药企以及华佗再造丸、中一消渴丸、王老吉、夏桑菊、蛇胆川贝液、乌鸡白凤丸、追风透骨丸等繁多的优秀中成药及相关品种，目前生产23种剂型共400多个品种，包括40余种国家二级中药保护品种，其中20余种为广州药业独家生产品种，在华南地区乃至全国都拥有极为明显的中成药资源优势。

表格 1： 公司独家生产及中药保护品种繁多，部分具备大品种潜质

名称	科室类别	功能主治	备注
中一			
消渴丸	消化系统	滋肾养阴，益气生津。用于气阴两虚型消渴病（2型糖尿病）	中药保护、独家品种
乳核散结片	妇科	舒肝解郁，软坚散结，理气活血。用于治疗乳腺囊性增生，乳痛症，乳腺纤维腺瘤等	中药保护、独家品种
胃乃安胶囊	消化系统	补气健脾，宁心安神，行气活血，消炎生肌。用于慢性胃炎	中药保护、独家品种
紫地宁血散	消化系统	清热凉血，收敛止血。用于治疗胃及十二指肠溃疡或胃炎引起的吐血，便血	中药保护、独家品种
胃热清胶囊	消化系统	清热解郁，理气止痛，活血祛瘀。用于郁热或兼气滞血瘀所致胃脘胀痛，胃及十二指肠溃疡	独家品种
障眼明片	眼科	补益肝肾，退翳明目。用于初期及中期老年性白内障	中药保护、独家品种
乌蛇止痒丸	皮肤科	养血祛风，燥湿止痒。用于皮肤痛痒，荨麻疹	中药保护、独家品种

滋肾育胎丸	妇科	补神健脾，益气培元，养血安胎，强壮身体。用于脾肾两虚，冲任不固所致的滑胎	中药保护、独家品种
金佛止痛丸	消化系统	行气止痛，舒肝和胃，祛瘀生新。用于胃脘气痛，月经痛，消化道溃疡，慢性胃炎引起疼痛	中药保护、独家品种
前列通片	男科	清热利湿，祛瘀通淋。用于湿热淤阻所致的瘫闭、淋症、慢性前列腺炎、前列腺增生	中药保护品种
鼻咽灵片	呼吸	清热解毒，软坚散结，益气养阴。用于胸膈风热，痰火郁结，热毒上攻，耗气伤津之症	中药保护品种
奇星			
华佗再造丸	心脑血管	活血化淤，化痰通络，行气止痛。用于淤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	中药保护、国家保密
虚汗停颗粒	儿科	益气养阴，固表敛汗。用于气虚或气阴不足之自汗，盗汗及小儿盗汗	中药保护品种
猴枣牛黄散	儿科	除痰，镇惊，通窍。用于小儿惊风、咳嗽多痰	中药保护品种
新雪颗粒	呼吸	消炎解热。用于各种热性病的发作，如扁桃腺炎、上呼吸道感染等	中药保护品种
四方胃片	消化系统	制酸止痛。用于胃炎、胃酸过多、消化不良等	中药保护品种
鼻咽清毒颗粒	呼吸	清热解毒，化痰散结。用于热毒蕴结鼻咽肿痛，以及鼻咽部慢性炎症，鼻咽癌放射治疗后分泌物增多等症	中药保护品种
星群			
夏桑菊颗粒	清热解毒	清肝明目，疏风散热，除湿、痹，解疮毒。用于感冒风热，目赤头痛，高血压，头晕耳鸣，咽喉肿痛，疔疮肿毒等，可作饮料	国家非物质文化遗产
安神补脑液	保健	生精补髓，增强脑力。用于神经衰弱，失眠，健忘，头痛	中药保护品种
二天油	保健	驱风兴奋药。用于伤风感冒，舟车晕眩，中暑	中药保护品种
银黄冲剂	清热解毒	清热，解毒，消炎。用于急性慢性扁桃腺炎，急性慢性咽喉炎，上呼吸道感染	中药保护品种
痔疮消颗粒	肛肠	清热解毒，润肠通便，止血，止痛，消肿。用于痔疮发炎肿痛，肛裂疼痛及痔疮手术后大便困难，便血等及老年便秘	中药保护品种
咳痰清胶囊	呼吸道	用于感冒咳嗽，急性或慢性支气管炎等症	独家品种
潘高寿			
蛇胆川贝枇杷膏	呼吸道	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	中药保护品种
治咳川贝枇杷露	呼吸道	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	中药保护品种
蜜炼川贝枇杷膏	呼吸道	滋阴润燥，止咳化痰。用于咳嗽痰多，咽喉痛痒	中药保护品种
升血调元汤	补益	益气养血，补肾健脾。用于提升外周血白细胞和其他原因引起的白细胞减少症及病后虚弱	中药保护品种
炎热清胶囊	清热解毒	解表清里，清热解毒。用于呼吸道炎、支气管炎、肺炎、急性扁桃腺炎。也可以用于泌尿系感染、胆道感染	中药保护、独家品种
丹鳖胶囊	妇科	活血化淤，软坚散结。用于气滞血瘀所致子宫肌瘤、盆腔炎症性包块	独家品种
陈李济			
昆仙胶囊	风湿	补肾通络，祛风除湿。用于类风湿性关节炎	独家品种
补脾益肠丸	消化系统	用于治疗慢性结肠炎、溃疡性结肠炎，结肠过敏等所致的腹泻、腹痛腹胀，肠鸣、粘液血便或阳虚便秘等症	中药保护品种
喉疾灵胶囊	呼吸道	清热，解毒，散肿止痛。用于腮腺炎、扁桃腺炎、急、慢性咽炎及一般喉炎	中药保护品种
新血宝胶囊	补益	用于脾虚气血不足所致的血虚症	中药保护品种

千金保孕丸	妇科	养血安胎。用于胎动漏血，妊娠腰痛，预防流产。	独家品种
胃痛宁丸	消化系统	温中散寒，理气止痛，制酸止血。用于胃脘胀痛或刺痛，呕吐泛酸。	独家品种
王老吉			
保济丸	消化系统	解表，去湿，和中。用于腹痛腹泻，嗜食酸，恶心呕吐，肠胃不适，消化不良，舟车晕浪，四时感冒，发热头痛	中药保护品种
保济口服液	消化系统	同上	中药保护，独家品种
清热暗疮片	清热解毒	清热解毒，凉血化瘀。用于痤疮（粉刺）	中药保护品种
克感利咽口服液	清热解毒	疏风清热，解毒利咽。用于感冒属风热外侵，邪热内扰症者	中药保护品种
敬修堂			
羚黄宝儿丸	儿科	清热熄风，除痰定惊，开窍醒神。用于小儿发热，惊哭夜啼，痰热咳嗽，泄泻，脾胃虚弱及消化不良等症	独家品种
琥珀止痛膏	风湿痹痛	活血化痰，消肿散结，通络止痛。用于痰瘀互结引起的肿瘤疼痛、神经性疼痛、风湿痹痛、跌打瘀痛等。	独家品种
双龙风湿跌打膏	风湿痹痛	镇痛，消肿，去瘀。用于跌打挫伤红肿，积瘀疼痛，关节痛，风湿骨痛。	独家品种
化痔栓	肛肠	止血，止痛，消炎，解毒，收敛。用于内外痔疮，混合痔疮。	独家品种
玉龙油	风湿痹痛	驱风祛寒，止痛消瘀。用于风湿骨痛，关节扭伤，肩周炎，腰腿痛，跌打瘀痛，神经痛等。	独家品种
肝得治	清热解毒	清热解毒，活血化痰，护肝理脾，降转氨酶。用于迁延性、慢性肝炎。	中药保护品种
固肾定喘丸	呼吸道	温肾纳气，健脾利水。用于脾肾虚型及肺肾气虚型的慢性支气管炎，肺气肿、先天性哮喘，老人虚喘。	中药保护、独家品种
盈康			
华佗镇痛宝胶囊	风湿痹痛	驱风祛湿，通络除痹，消肿止痛。用于风湿痹痛，肢体屈伸不利，筋脉拘挛，关节肿痛。	中药保护、独家品种
九位补血口服液	补益	益气补血，健脾益胃。用于气血两虚之失眠健忘，心悸怔忡，头晕目眩，神疲乏力，纳呆食少等症。	独家品种
小儿疳积糖	儿科	健胃消食，去积驱虫。用于小儿疳积，消瘦烦躁，食欲不振，夜睡不宁，腹胀呕吐。	独家品种
黄根片	活血化痰	活络散结，祛瘀生新，强壮筋骨，有抗二氧化硅细胞毒作用	独家品种

资料来源：国家药监局，公司网站，华泰联合证券研究所整理

加快发展或可考虑内部整合

从上市公司历史沿革分析，公司内部资源如何整合一直是公司管理层必须要面对的现实，而从上述独家品种的罗列中我们不难发现，公司具备较好的内部整合条件：中一药业具备较多独家消化系统类药品，潘高寿优势在于呼吸类药品，陈李济的特点是补益类产品较多，而敬修堂自身已经找准了“风湿痹证用药专业生产产家”的定位。我们认为公司要实现更快的发展，老字号找到准确的不冲突的定位非常重要。

表格 2：老字号子公司各具优势，具备平台整合潜在条件

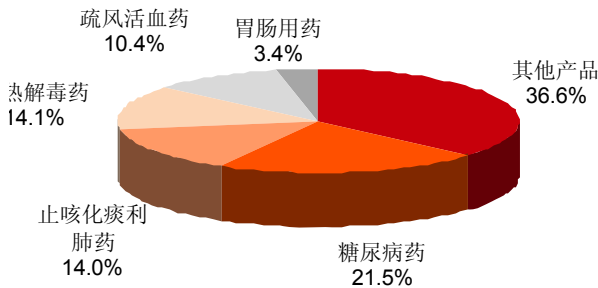
公司	历史	代表产品	可考虑的平台主要定位
陈李济	始创于 1600 年，世界最长寿药厂	乌鸡白凤丸、新血宝胶囊	补益类药品
敬修堂	始创于 1790 年	琥珀止痛膏、追风透骨丸	风湿痹证类药品
中一	始祖黄中璜药店创于 1662 年	消渴丸、胃乃安胶囊	消化系统药品
潘高寿	始创于 1890 年	蛇胆川贝枇杷膏、杏苏止咳口服液	呼吸道类药品
王老吉	始创于 1828 年	王老吉凉茶	凉茶
奇星	始创于 1864 年	华佗消渴丸、虚汗停颗粒	心脑血管及儿科类药品
星群	创于 1950 年	夏桑菊颗粒、二天油	OTC 感冒及外用类

资料来源：公司网站、华泰联合证券研究所整理

公司医药工业具备几大优势领域

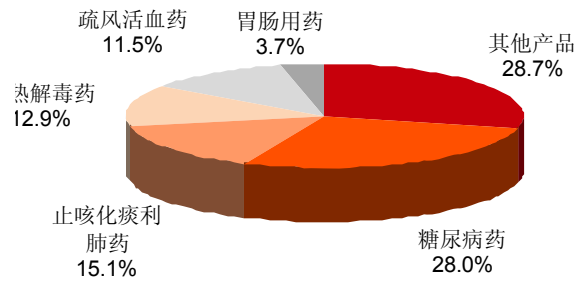
从公司层面分析可以看到，糖尿病药、清热解毒药、止咳化痰利肺药、疏风活血药及胃肠用药均属于公司的优势领域，销售收入占到公司医药工业收入的 63.4%，毛利润占比达到 71.3%。

图 2： 收入结构分析公司医药工业优势所在（2010H）



资料来源：公司 2010 年半年报、华泰联合证券研究所

图 3： 几大优势领域毛利占比超过 70%（2010H）



资料来源：公司 2010 年半年报、华泰联合证券研究所

消渴丸一撑起糖尿病中成药天空

中一药业生产的消渴丸是目前广州药业旗下营业收入最高的品种，预计今年终端销售收入超过 6 亿元，消渴丸目前也是我国糖尿病市场唯一跻身口服用药市场前十的中成药品种。

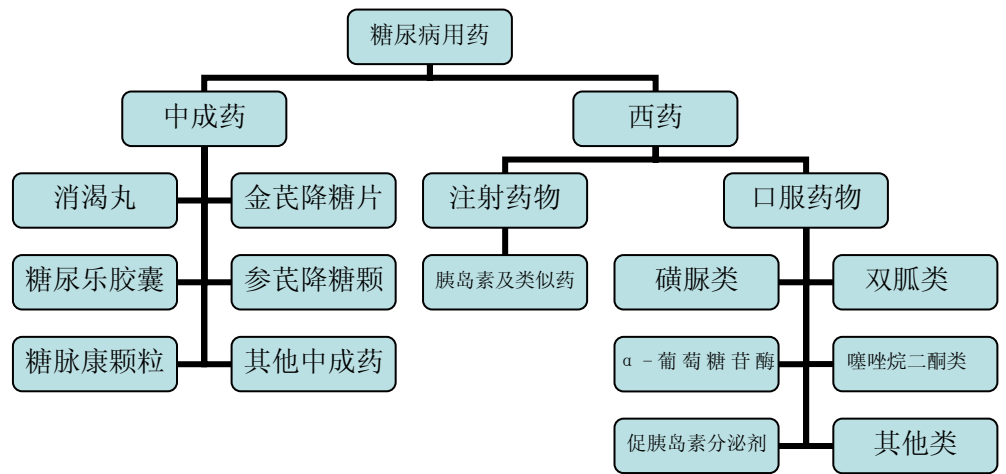
表格 3：消渴丸作为唯一中成药跻身我国糖尿病口服用药前十品牌

排序	药名	生产产家	2007 年市场规模	分类
1	拜唐苹	拜耳	9.78 亿	α 葡萄糖苷酶抑制剂(AGI)
2	达美康	施维雅	5.90 亿	磺酰脲类(SUs)
3	消渴丸	广州中一	5.79 亿	中成药
4	诺和龙	诺和诺德	3.78 亿	非磺酰脲类促进胰岛素分泌剂
5	糖适平	万辉双鹤	2.86 亿	磺酰脲类(SUs)
6	格华止	施贵宝	2.66 亿	双胍类
7	卡博平	中美华东	1.83 亿	α 葡萄糖苷酶抑制剂(AGI)
8	文迪雅	葛兰素史克	1.66 亿	噻唑烷二酮类(TZD)
9	瑞易宁	辉瑞	1.41 亿	磺酰脲类(SUs)
10	亚莫利	赛诺菲-安万特	1.20 亿	磺酰脲类(SUs)

数据来源：南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所

放眼我国的糖尿病市场，药物治疗一般分为三个方面：口服降糖西药治疗、胰岛素治疗和中药降糖药物治疗，目前还是西药在糖尿病的治疗中占主导地位。但我们认为，在糖尿病这种慢性疾病领域，患者需要长期服药，而中成药副作用较小，每日平均用药费用低廉，未来将拥有比较乐观的市场前景。

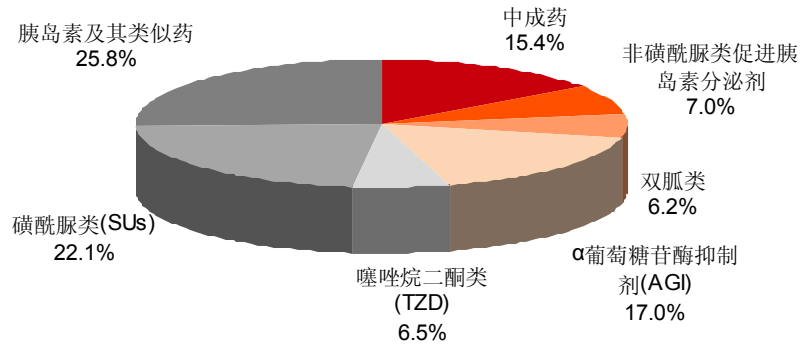
图 4：我国糖尿病用药结构，目前西药主导



资料来源：华泰联合证券研究所

另一方面，2010 年 10 月份，由于存在引发心血管疾病风险，英国葛兰素史克公司旗下畅销的治疗糖尿病药物“文迪雅”，在美国 FDA 宣布严格限制其使用、欧洲药品管理局也建议暂停其上市许可后，已停止了在中国的推广工作。我们认为文迪雅所代表的罗格列酮退出糖尿病市场的可能性极大，从而将出现 5 亿元左右的市场空缺，相应的安全性口碑较好的糖尿病中药品种最有可能受益，消渴丸作为糖尿病中成药龙头将得到难得的市场发展空间。

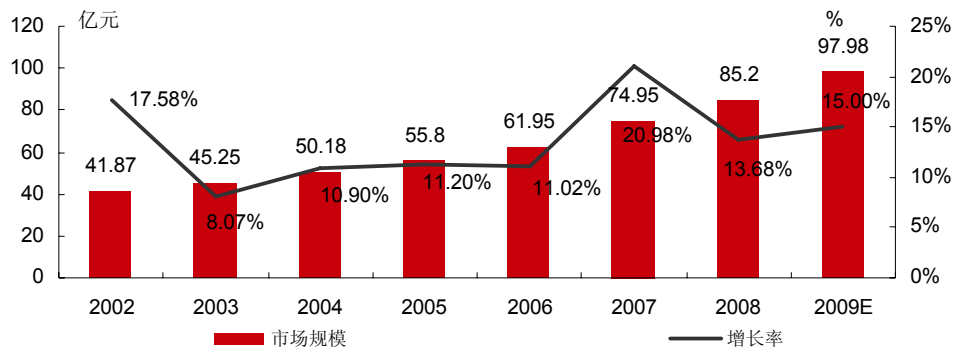
图 5： 中成药占比小，在糖尿病这种慢性疾病领域具备较大发展空间



资料来源：南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所

据 2008 年 10 月出版的《柳叶刀中国特刊》，过去 20 年，中国居民平均每天动物性食品的摄入量由 66g 增加到 160g，其中城市居民为 110g~215g，动物性脂肪增加非常快。过去 10 年，中国人口的超重率上升 40%，肥胖症上升 100%，糖尿病患病风险持续增加，伴随人们生活水平的提高以及医疗水平的提高，我国糖尿病用药市场规模正逐年扩容。

图 6： 糖尿病用药市场持续增长

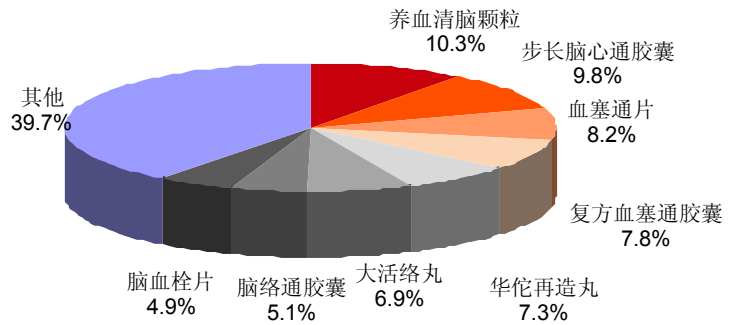


资料来源：南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所测算

华佗再造丸—率先进军国际市场

华佗再造丸是治疗和预防脑血管致病及其后遗症中风瘫痪和冠心病心绞痛的纯中药制剂。其全植物配方来源于建国初期“京城四大名医”之一冉雪峰祖传治疗中风的秘方，目前是国家一级保密处方，已经以药物身份连续八年赢得出口量全国第一，是第一个在俄罗斯获得药品注册的中成药，目前在抗中风市场排名前列，如能解决营销推广上的短板制约，该品种有望获得进一步发展。

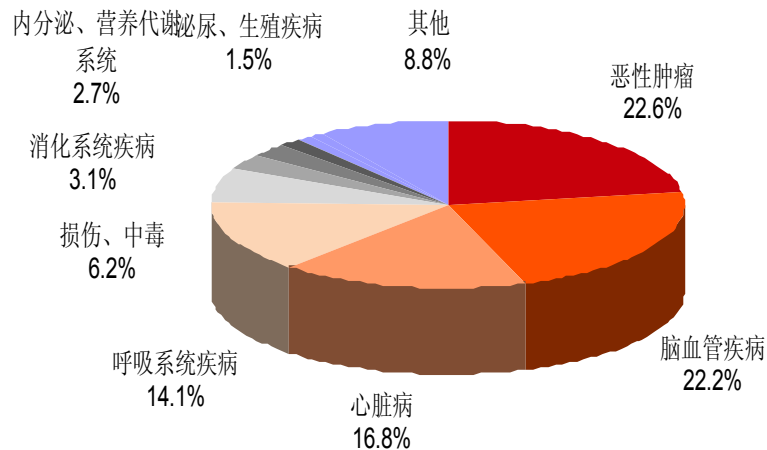
图 7： 华佗再造丸在抗中风市场销量排名靠前



资料来源：南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所

脑卒中在我国城乡居民全部死因的构成比中已居前列，其发病率和死亡率在我国高于心血管病。据统计，我国现有脑血管病患者 700 多万人，每年新发生脑卒中超过 200 万；每年死于脑卒中约 150 万，存活的卒中患者中约四分之三留有不同程度的残疾，重度致残率达 40% 以上。在我国，平均每 15 秒钟就有一个脑卒中新发病例，每 21 秒就有 1 人死于脑卒中。每年造成的经济损失高达 400 亿元，已成为严峻的公共卫生问题。

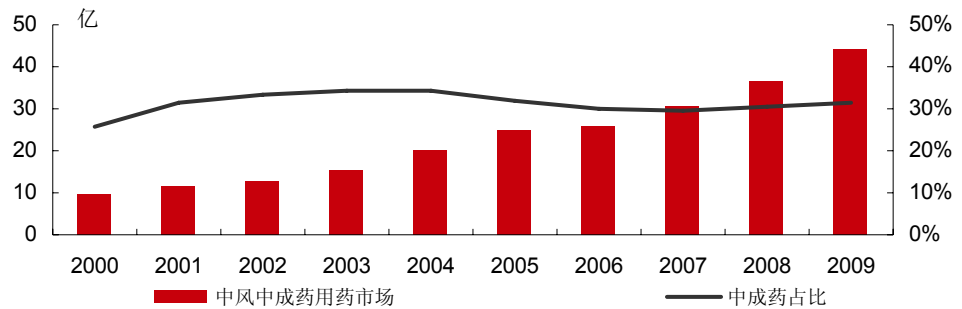
图 8： 脑血管疾病造成死亡率高企



资料来源：卫生部、华泰联合证券研究所

中风用中成药市场规模占整个中风用药市场份额的 30% 左右。2006 年中风用中成药市场规模达 25 亿元，年复合平均增长率达 20.21%。而整个中风用药市场规模年复合平均增长率为 16.19%，目前中风用中成药市场增长速度远高于化学药市场。

图 9： 中风用中成药市场持续扩容



资料来源：南方医药经济信息研究所、华泰联合证券研究所

星群夏桑菊、王老吉凉茶—清热颗粒剂引领风骚

清热解毒用药是中医针对实热证的治疗药方，在岭南一带，水土湿热的观念比较普及，北方则相对还需要培育市场，据 SFDA 南方医药经济研究所时普医药信息有限公司发布的监测数据显示，零售市场清热解毒用药的年增长率达到 15%。清热解毒用药的主要剂型有：颗粒剂、片剂、口服液、胶囊，这 4 种剂型的药物占了该类市场 95% 的份额。公司是清热类颗粒剂的领导者，星群的夏桑菊颗粒和王老吉的广东凉茶颗粒牢牢占据着清热类颗粒剂前两名的位置。

表格 4：公司产品排行清热类颗粒剂前两位

排名	品名	生产产家	市场份额
1、	夏桑菊颗粒	广州星群药业	13.21%
2、	广东凉茶颗粒	广州王老吉药业	10.35%
3、	板蓝根颗粒	白云山和记黄埔	9.44%
4、	板蓝根颗粒	四川蜀中制药	7.27%
5、	板蓝根颗粒	北京同仁堂	4.72%
6、	清开灵颗粒	白云山明兴	4.67%
7、	口炎清颗粒	白云山和记黄埔	3.72%
8、	板蓝根颗粒	广州香雪制药	3.16%
9、	板蓝根颗粒	上海雷允上	1.76%
10、	清热祛湿颗粒	广东众生药业	1.53%

数据来源：南方医药经济研究所、华泰联合证券研究所

止咳化痰利肺药—两个品种榜上有名

公司下属老字号子公司内拥有多个止咳化痰利肺药优势品种，从收入来看止咳化痰利肺药也是公司仅次于糖尿病药的第二大品类。止咳化痰利肺药属于中成药传统优势领域，前十位品牌集中度为 41.80%，其中中成药品牌占 6 个，公司占据其二。

表格 5：公司有两个品种进入止咳化痰利肺用药前 10 品牌

排名	品名	生产产家	市场份额
1、	念慈菴蜜炼川贝枇杷膏	香港京都念慈菴总厂	23.03%
2、	急支糖浆	太极集团	3.35%
3、	沐舒坦糖浆	勃林格殷格翰大药厂	2.55%
4、	小儿肺热咳喘口服液	黑龙江五常葵花药业	2.47%
5、	沐舒坦片	勃林格殷格翰大药厂	2.28%
6、	惠菲宁溶液（美敏伪麻）	惠氏百宫制药	2.16%
7、	肺力咳合剂	贵州健兴药业	1.59%
8、	小儿消积止咳口服液	山东鲁南制药厂	1.57%
9、	咳喘顺丸	广州陈李济药业	1.50%
10、	蛇胆川贝枇杷膏	广州潘高寿药业	1.30%

数据来源：《2010 中国医药市场发展蓝皮书》、华泰联合证券研究所

我们认为在医药企业的“先天之本” - 品牌及产品资源一项上，公司拥有绝大多数中药企业难以望其项背的绝对优势，决定其业绩表现的关键实际上在于“后天”的经营管理，包括内部管理水平及外部的营销表现。

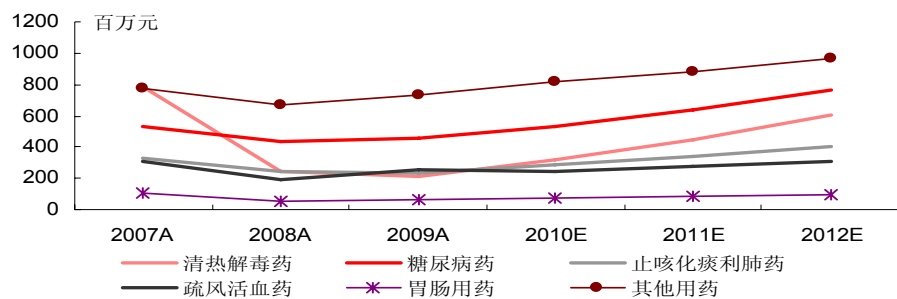
营销改革萌发新芽

管理层从 2008 年开始实施营销改革，管控渠道，健全分销体系，但 08、09 年从业绩表现上看来是在谷底徘徊，从营销管理费用的大幅提升分析是在为 2006 年开始过于激进的销售策略“买单”。在公司财务数据分析基础上，结合各子公司业绩好转的趋势，我们判断 2010 年公司将是公司消化社会库存的最后一年，2011 年将成为广州医药老树茁新芽、进入快速增长通道的元年。

新芽萌动

2006~2007 年公司实行激进的销售策略，造成大量的社会库存，2008 年开始公司进行营销体系改革，公司主要药品的销售情况呈现向好趋势，公司经营业绩重新进入上升通道。

图 10： 2008 年以来药品收入发展趋势向好

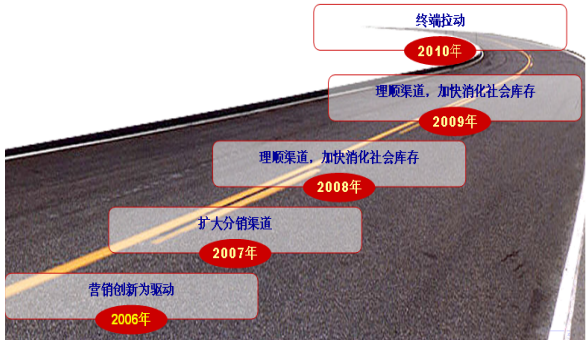


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

营销改革 重塑起点

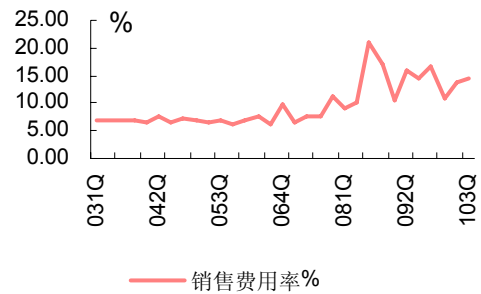
2008 年以来公司逐步改变之前只注重分销渠道的策略，转而进行理顺营销渠道，消化社会库存。高比例的销售费用随着社会库存的逐步消耗呈现出下降趋势，终端销售状况逐步回暖。

图 11： 营销策略转变



资料来源：2006~2010 年报及中报，华泰联合证券研究所

图 12： 2008 年高企的销售费用率回落

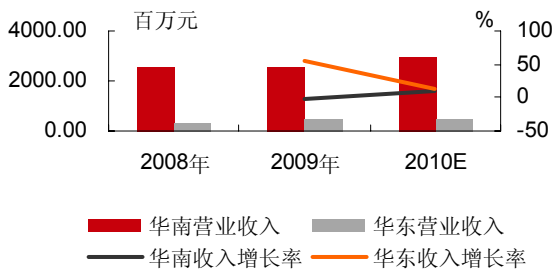


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

雄踞华南 拓展外围

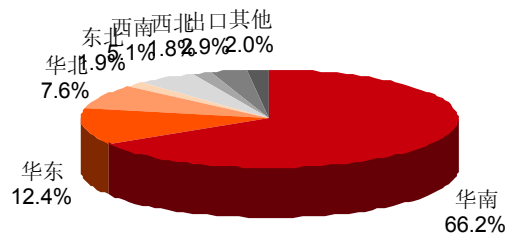
公司的主要销售区域位于华南地区，2008 年以来公司通过下属部分制造企业与广州市部分三甲医院签署战略合作协议等形式不断巩固在华南的市场，同时公司积极拓展新的市场，2009 年华东市场增长率达到 55%。

图 13： 华南区域外市场增长迅速



资料来源：2008 年报，华泰联合证券研究所

图 14： 2009 年收入地区构成



资料来源：2009 年报，华泰联合证券研究所

内部整合 协同发展

2007 年公司开始推行集团内资源整合，广州汉方现代中药开发有限公司与广州环业制药有限公司的合并是公司的内部整合的初探，星群制药与潘高寿的“1+1”工程，开启了公司内部整合的肇端。在我国医药行业“黄金十年”的大背景下，拥有大量独家药品的广州药业的未来发展值得期待。

表格 6：公司内部体系理顺重启

年度	内部改革	备注
2007 年	汉方药业合并环叶制药	内部整合
2008 年	星群潘高寿“1+1”工程	内部整合
2008 年	联合美华增资广州医药	引入外资
2009 年	修改公司章程，明确分红政策；考虑股权激励措施	确立利润分配机制
2010 年	陈李季改制为有限责任公司	
2010 年	广州是医药进出口公司与盈邦公司合并改制	内部整合

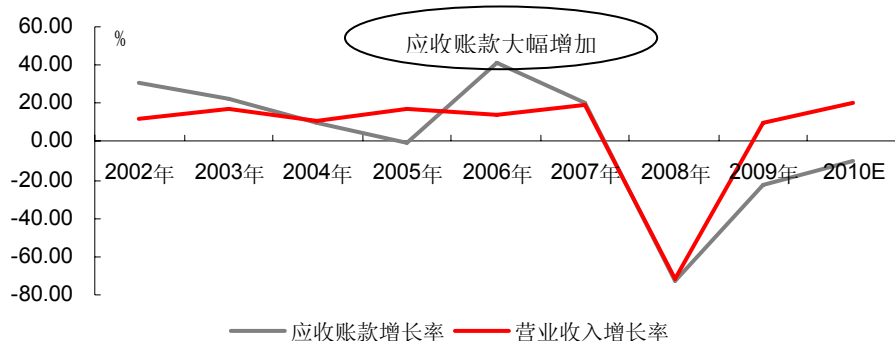
资料来源：公司公告，华泰联合证券研究所

2011 是营销改革的质变年

通过对 2008 年以来销售费用和营业收入增长情况分析，我们认为 2008~2010 年公司一直处于为 2006~2007 年的社会存货“买单”的状况，综合考虑销售费用率和分公司经营业绩的变动趋势，我们认为 2010 年是公司为历史“买单”的收官之年，2011 年公司将在收入增长、费用率下降的驱动下，进入“质变元年”。

2006~2007 年在高业务指标压力下，公司主营收入实现较快增长，但是激进营销策略造成产品大量社会库存，应收帐款的大幅增加侧面反应了公司终端销售不利的情况。

图 15： 2006~2007 年产品在渠道中积压

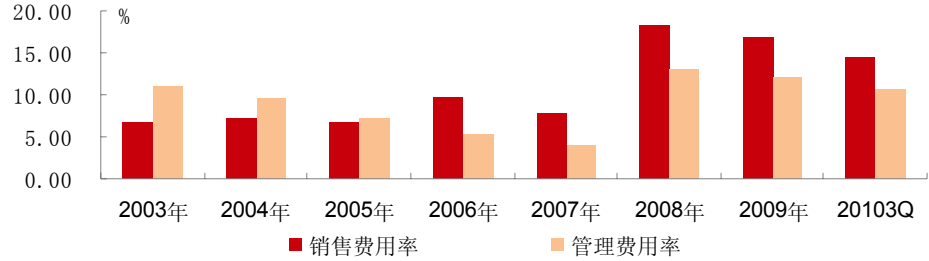


资料来源：wind，华泰联合证券研究所

注：2008 年相对与 2007 年营业收入大幅下滑的原因是 2008 年起依据《企业会计准则解释第二号》医药公司、王老吉不在纳入合并所致。仅考虑制造业情况下，2008 年比 2007 年收入减少 22.62%。

2008 年起公司启动渠道清理工作，销售费用和管理费用占比大幅增加，公司为 2006~2007 年的经营思路“买单”，2008 年~2010Q3 高企的销售费用率显示，公司处于持续清理社会库存的阶段。

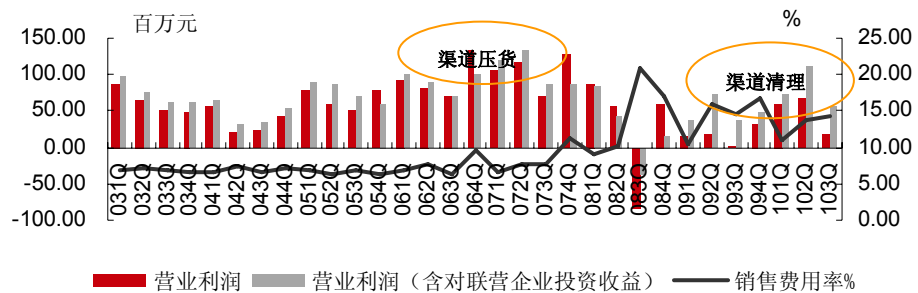
图 16： 2008~2010 销售费用高企



wind, 华泰联合证券研究所

2009 年起公司销售费用率回落，各子公司业绩向好的趋势，我们认为经过将近 3 年的渠道清理之后，2010 年将成为是公司渠道清理的收官之年，2011 年将呈现净利润快速增长的态势。

图 17： 销售费用率向历史平均水平变动

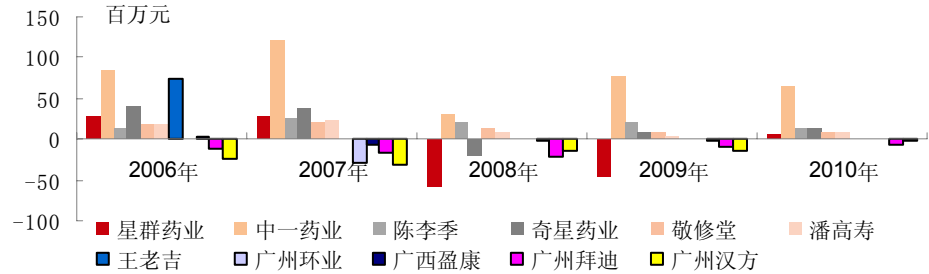


资料来源: wind, 华泰联合证券研究所

2011 春芽吐新枝

2010 年星群药业扭亏为盈，奇星药业 2009 年开始实现盈利，陈李季、潘高寿、敬修堂也步入净利润上升通道，公司整体业绩好转迹象明显。

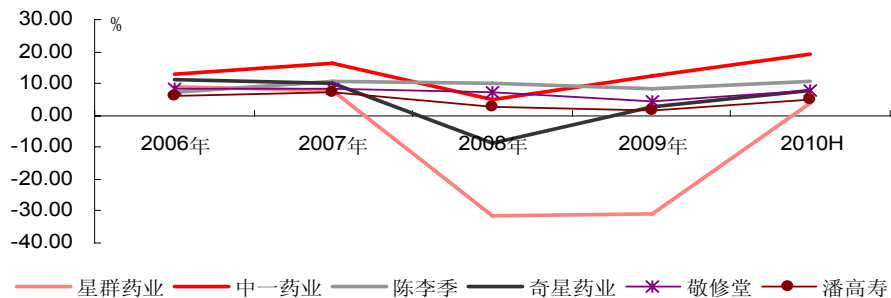
图 18: 主要下属医药制造企业盈利状况好转



资料来源: 2006-2009 年报, 2010 半年报, 华泰联合证券研究所

2008 年开始下属子公司陆续获得高新技术企业认证, 享受税收优惠政策, 我们按照 15% 的优惠税收测算, 相关公司净利率将提升约 1.1 个百分点, 考虑到 2010 年销售费用率仍旧高企, 下属子公司净利率上升, 但是仍低于 2008 年以前水平的情况, 我们判断 2011 年公司利润率将呈现继续提升的态势。

图 19: 净利润率恢复性增长持续



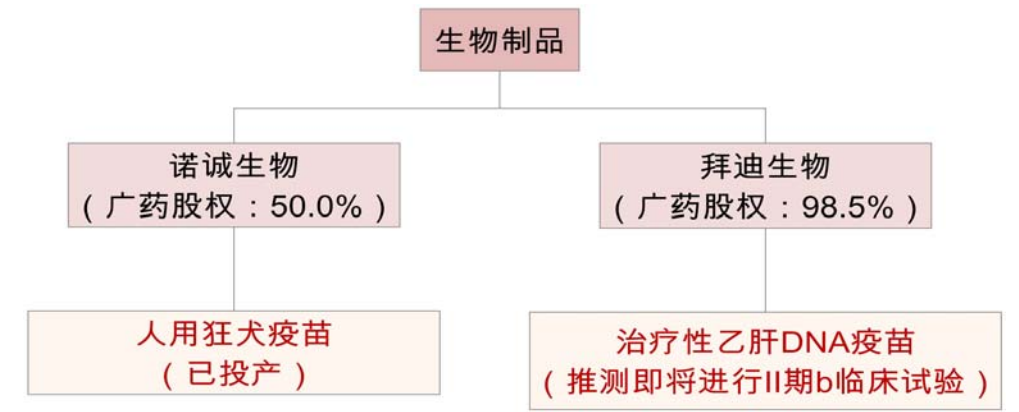
资料来源: 2006-2009 招股说明书, 华泰联合证券研究所

生物产业擢升公司至新的平台

人用狂犬疫苗恢复生产增强广州药业盈利能力。人用狂犬病疫苗供不应求, 预计 2011 年子公司诺诚生物产量 100-150 万人份, 对应 EPS 0.05-0.08 元。

治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件。基于我们对该疫苗 II 期 a 临床试验可能已经完成的判断(时间判断, 项目从 2006 年开始, 中国科学院上海科技查新咨询中心资料显示处于 II 期临床阶段)以及分析其技术路径的独特优势, 我们判断该疫苗有很大可能性于 2015 年上市, 并取代干扰素和大部分核苷类药物成为乙肝治疗类一线药物。

图 20： 生物制品的主要产品和项目



资料来源：公司 2009 年报、华泰联合证券研究所

人用狂犬疫苗已重新投产，由广州药业控股 50%的子公司诺诚生物生产。治疗性乙肝 DNA 疫苗由拜迪生物与广州空军医院合作研发，拜迪生物是广州药业控股 98.48%的生物制品公司。

人用狂犬疫苗恢复生产增强公司盈利能力

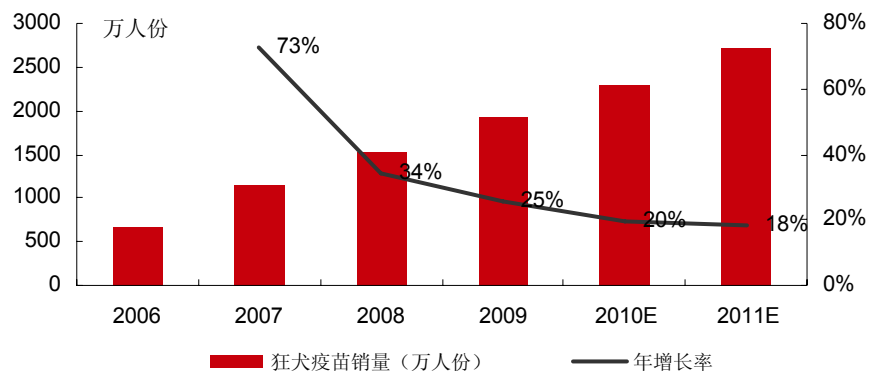
狂犬病是迄今为止人类唯一病死率高达 100%的急性传染病。我国是受狂犬病危害最为严重的国家之一，近年狂犬病死亡人数均在 2400 人以上，仅次于印度，居全球第二位，一直位于我国各类传染病报告死亡数的前三位。

人用狂犬疫苗市场供不应求

我国狂犬疫苗的需求巨大，处于供不应求的状况。随着家养宠物数量的快速上升，狂犬疫苗的需求也快速提升。欧洲透视的调查显示：中国的宠物数量在 1999-2007 年的 8 年间增长了近 500%，其中宠物犬数量已达到 1 亿只以上。尽管如此，中国的宠物数量远远没有饱和，美国有宠物 4 亿只，是美国人口的 1.3 倍。

卫生部在《中国狂犬病防治现状》中指出，估测全国每年被动物伤害的人数超过 4000 万人。

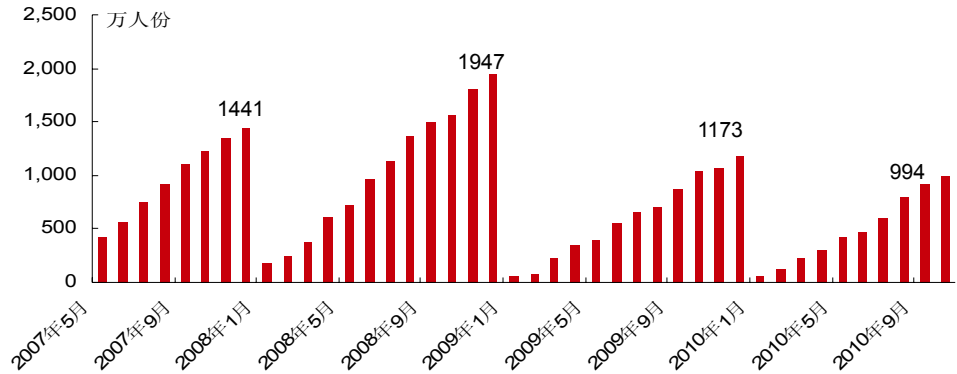
图 21： 人用狂犬疫苗市场规模快速提升



资料来源：健康网，华泰联合证券研究所

人用狂犬疫苗批签发数目显著减少。由于国家执行较高生产标准，2009年生产企业大幅减少，狂犬疫苗签发量为1173万人份，同比减少39.7%；截止2010年10月，2010年狂犬疫苗签发量仅为994万人份，同比减少12.6%。国内狂犬疫苗市场缺口较大，以深圳市为例，2010年12月多家医院狂犬疫苗断货。

图 22： 人用狂犬疫苗批签发数目显著减少



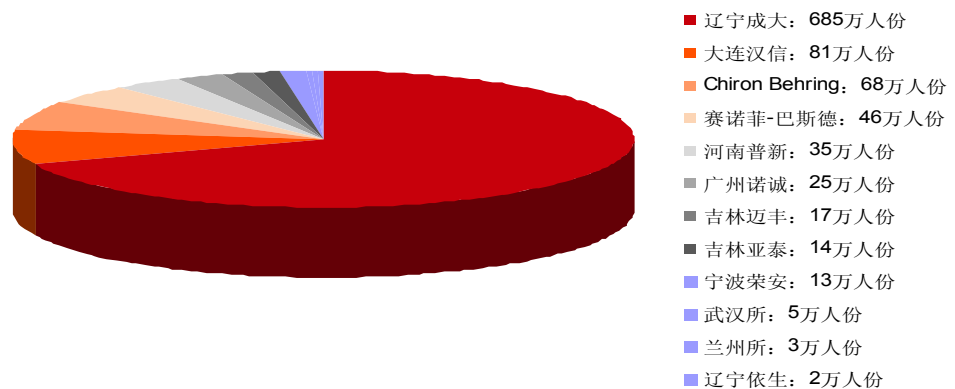
资料来源：中国药品生物制品检定所，华泰联合证券研究所

人用狂犬疫苗行业准入门槛较高，未来两年将维持供不应求局面

监管力度加大，行业准入门槛较高。09年狂犬疫苗主要生产企业江苏延申、河北福尔由于质量问题停产，国家开始执行较为严格的生产工艺标准，国家监管力度加大，准入门槛提高。

预计 2011 年和 2012 年，狂犬疫苗市场将维持供不应求的局面。

图 23： 人用狂犬疫苗批签发数目（截止 2010 年 10 月）



资料来源：中国药品生物制品检定所，华泰联合证券研究所

人用狂犬疫苗恢复生产增强公司盈利能力

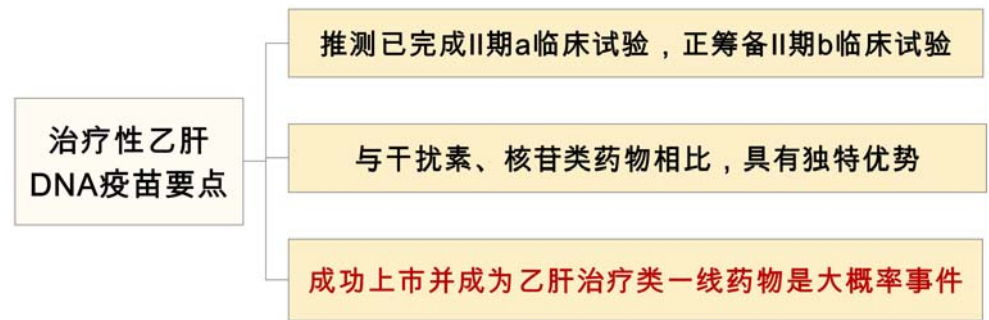
人用狂犬疫苗已恢复生产。诺诚公司为广州药业合营公司，广州药业持有其 50% 股权。09 年下半年国家颁发新的狂犬病疫苗生产工艺标准，公司根据新标准进行调整，2010 年 8 月通过审批并恢复生产。

2010 年公司符合新标准的狂犬病疫苗产能约为 100 万人份，2010 年 8 月至 2010 年年底批签发 50 万人份，销售额约 2000 万元，销量约 16 万人份。

2011 年设计产能 300 万人份，预计产量为 100-150 万人份。按照出厂价 130 元/人份估算，预计销售额 6500-9750 万，对应 EPS 0.05-0.08 元。

治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为一线药物是大概率事件

图 24： 治疗性乙肝 DNA 疫苗要点



资料来源：中国科学院上海科技查新咨询中心，广州军科泰特医药科技有限公司网站，华泰联合证券研究所整理

推测治疗性乙肝 DNA 疫苗 II 期 b 临床试验正在筹备中。广州药业子公司拜迪生物与广州空军医院全军肝病中央副主任、主任药师陈光明共同开发了治疗性乙肝 DNA 疫苗，由广州军科泰特医药科技有限公司网站“治疗性 HBV DNA 疫苗项目招募乙肝患者免费治疗”推测该疫苗已完成 II 期 a 临床试验，正在筹备 II 期 b 临床试验，并由此推断 II 期 a 临床试验效果良好（否则无继续进行大规模临床试验必要）。

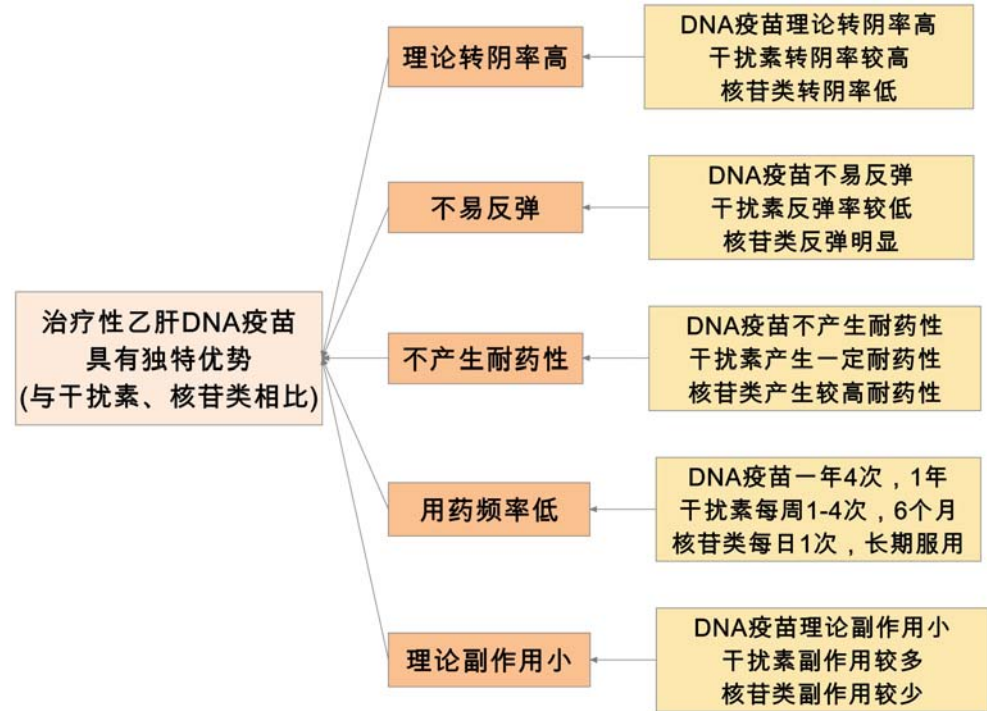
与干扰素、核苷类药物相比，治疗性乙肝 DNA 疫苗具有独特优势：DNA 疫苗理论转阴率高，不易反弹，不产生耐药性，且用药频率低，理论副作用小。与蛋白疫苗相比，该疫苗技术先进，产业化容易实现、成本低，适用全部乙肝人群。

治疗性乙肝 DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件。根据目前项目所处阶段及项目开始至今的进展速度，我们判断该疫苗有很大可能性于 2015 年左右上市，并取代干扰素和大部分核苷类药物成为乙肝治疗类一线药物。

治疗性乙肝 DNA 疫苗具有一系列独特优势

与干扰素、核苷类药物相比，DNA 疫苗具有独特优势。

图 25： 治疗性乙肝 DNA 具有独特优势（与干扰素、核苷类药物相比）

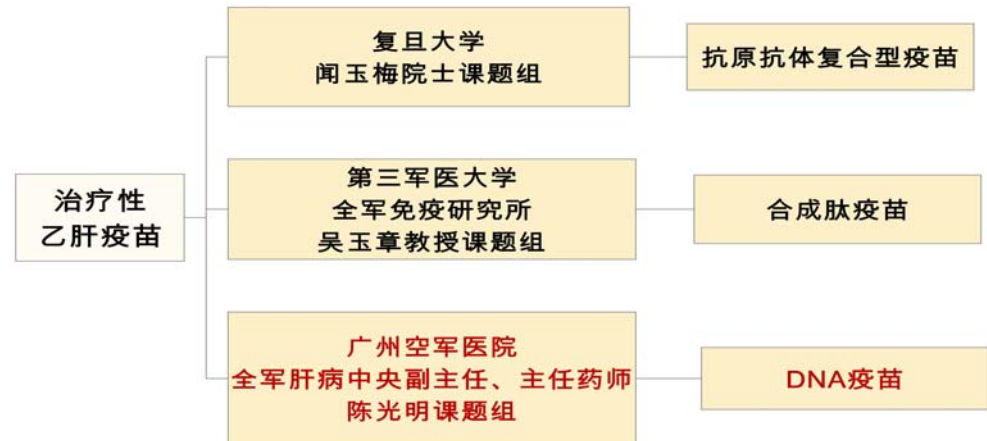


资料来源：华泰联合证券研究所

与蛋白疫苗相比，DNA 疫苗具有一些独有优势。

我国目前正在进行临床试验的治疗性乙肝疫苗有三个——上海复旦大学闻玉梅院士研究的抗原抗体复合型疫苗，第三军医大学全军免疫研究所吴玉章教授研究的合成肽疫苗，以及广州空军医院全军肝病中央副主任、主任药师陈光明正在研究的 DNA 疫苗。

图 26： 我国目前正在进行临床试验的治疗性乙肝疫苗



资料来源：华泰联合证券研究所

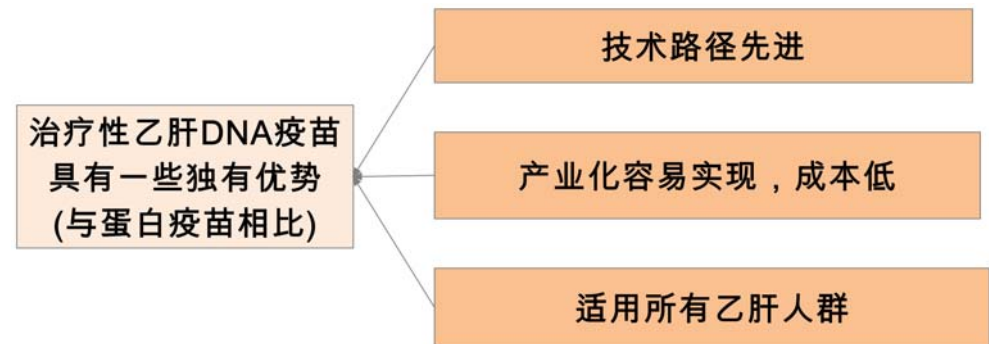
表格 7：三种治疗性乙肝疫苗研发现状

疫苗类型	开发单位	技术路线	临床试验
抗原抗体复合型疫苗	闻玉梅院士课题组	乙肝表面抗原和表面抗体大概 6 比 3 混合佐剂	III 期
合成肽疫苗	吴玉章教授课题组 重庆啤酒子公司佳辰生物	通过仿乙肝抗原的某些肽链诱导细胞产生抗体	II 期 b
DNA 疫苗	陈光明主任课题组 广州药业子公司拜迪生物	通过将仿乙肝抗原的序列以及细胞因子连接到质粒中，在体内内源表达抗原诱导细胞产生抗体	II 期

资料来源：华泰联合证券研究所

治疗性乙肝 DNA 疫苗由广州空军医院陈光明主任和拜迪生物合作开发，目前处于 II 期临床试验阶段。

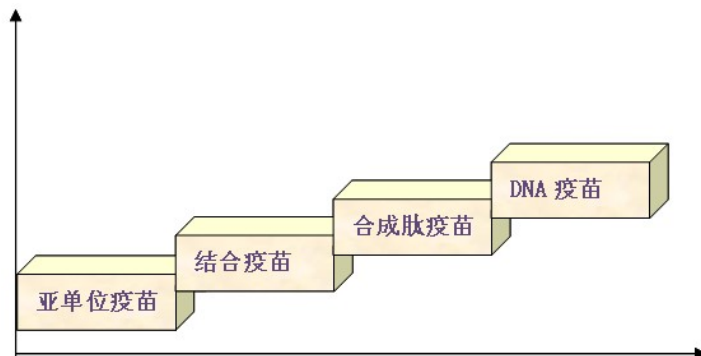
图 27：治疗性乙肝 DNA 疫苗具有一些独有优势（与蛋白疫苗相比）



资料来源：华泰联合证券研究所

该治疗性双质粒 HBV-DNA 疫苗的原理是将 HBV 包膜中蛋白（preS2+S）基因辅以人细胞因子 IL-2、hIFN- γ （人白介素-2/人干扰素- γ ）融合蛋白基因，表达质粒免疫。实验表明 DNA 疫苗免可以更有效地诱导特异性细胞毒性淋巴细胞（CTL）活性，诱导免疫系统产生强烈的细胞及体液免疫应答，同时促进干扰素的分泌，在较长时间内抑制病毒复制，因而从理论上说 DNA 疫苗有可能达到更好的治疗效果。

图 28：新型疫苗技术发展历程



注：亚单位疫苗、结合疫苗和合成肽疫苗均属于蛋白疫苗。

资料来源：华泰联合证券研究所

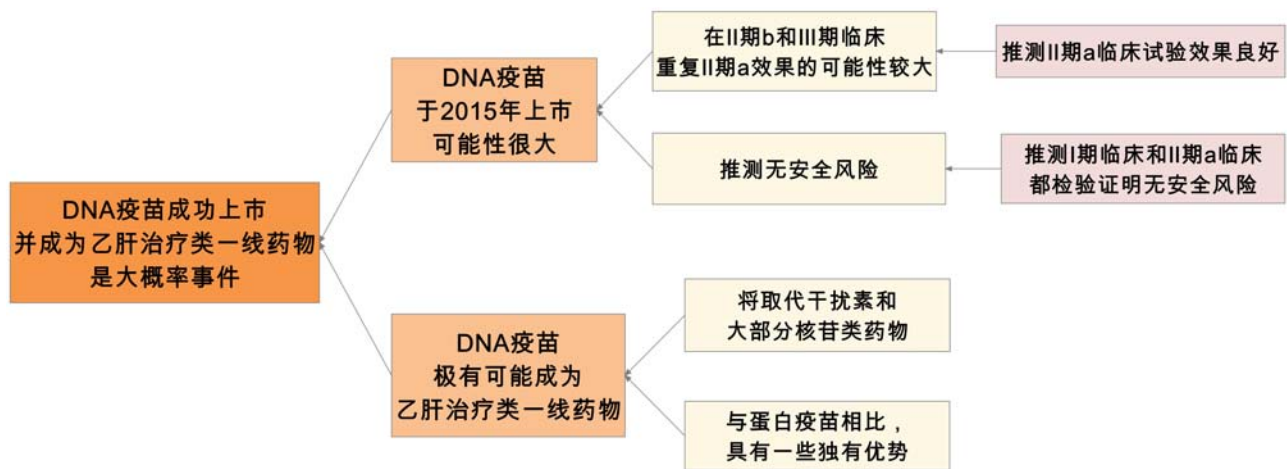
技术路径先进。亚单位疫苗、多肽疫苗、DNA 疫苗是技术逐渐提高的过程，因为 DNA 疫苗是通过人体内内源表达抗原诱导细胞免疫，因此更容易产生有效的细胞免疫。

产业化容易实现，成本低。DNA 疫苗只需要提取质粒，并且常温保存，设备投资小，生产过程简单，成本较低。而蛋白疫苗需要保证蛋白活性，设备投资和生产过程较 DNA 疫苗复杂。

适用全部乙肝人群。该 DNA 疫苗适用于全部乙肝患者，而合成肽疫苗只适用于 49% 的乙肝患者（HLA-A2 型）。

DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件

图 29： DNA 疫苗成功上市并成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件



资料来源：华泰联合证券研究所

我们认为：

DNA 疫苗于 2015 年左右上市可能性很大。我们初步判断该疫苗有较大可能于 2012 年底完成 II 期 b 临床试验，2014 年底完成 III 期临床，2015 年左右正式上市。

如能顺利结束 II 期 a 临床将证明 DNA 疫苗无安全风险。该疫苗处于 II 期临床试验阶段，如能顺利结束 II 期 a 临床将证明 DNA 疫苗无安全风险。

DNA 疫苗极有可能成为乙肝治疗类一线药物。DNA 药物极有可能取代干扰素和大部分核苷类药物，同时与蛋白疫苗相比，DNA 疫苗也具有一些独有优势，因此 DNA 疫苗成为乙肝治疗类一线药物是大概率事件。

市场分析

我国乙肝病毒携带者约 1.2 亿人，慢性乙肝患者约 3000 万人，每年新增病例超过 100 万人。2007 年全国慢性乙肝的年直接医疗费用高达 6000 亿元，相当于 2007 年国内生产总值的 2%。

目前干扰素 6 万元一个疗程，假使该 DNA 疫苗 1 万元一个疗程，3000 万乙肝患者存量市场 3000 亿元，每年新增患者市场超过 100 亿元。

大健康产业从王老吉凉茶开始

2010年10月，广州药业旗下的“王老吉”商标经第三方评估品牌价值为1080.15亿元，成为中国目前第一品牌。2008年国家统计局发布的数据显示，王老吉在全国罐装饮料市场销售额上，已成为“中国饮料第一品牌”。而Euromonitor数据也显示，王老吉在中国罐装饮料市场的销售额也已经超越其他的碳酸饮料。

表格 8：王老吉成为国内罐装饮料第一品牌

产品	品牌	销量 (百万升)	罐装占比	价格 (元/升)	销售额 (亿元)	市场份额
王老吉	加多宝	1147.1	100%	12	138	25.0%
雪碧	可口可乐	2300.7	70%	5	81	14.6%
可口可乐	可口可乐	2153.6	70%	5	75	13.7%
百事可乐	百事	1969.9	70%	5	69	12.5%
椰树牌椰汁	椰树	213	90%	12	23	4.2%
七喜	百事	427.1	70%	5	15	2.7%
非常可乐	娃哈哈	357.3	70%	5	13	2.3%
美年达	百事	345.5	70%	5	12	2.2%
芬达	可口可乐	327.9	70%	5	11	2.1%
total						550.61

资料来源：Euromonitor，华泰联合证券研究所

不过客观评价，“王老吉”创造的凉茶奇迹大部分功劳应归功于运作红罐的香港加多宝公司，我们认为对于广州药业来讲，公司是从王老吉的成功看到了大健康市场的无限潜力。

表格 9：集团“大健康产业”已具备众多产品

生产产家	代表产品
王老吉	王老吉凉茶植物饮料、王老吉润喉糖
陈李济	陈李济植物饮料、草本活颜系列、银杏保湿系列、甘草抗痘系列药妆
敬修堂	红酒美白修护霜等药妆产品
潘高寿	潘高寿凉茶、枇杷饮料、龟苓膏、川贝枇杷糖、润喉糖
星群	夏桑菊可乐、夏桑菊凉茶、星群安神补脑液
盈康	祛风湿药酒、健身药酒

资料来源：公司网站，华泰联合证券研究所

盈利预测

关键假设

- 1、假设清热解毒类药物 2010~2012 年收入增长分别为 50%、40%和 35%；糖尿病药物 2010~2012 年收入增长分别为 33.33%、20%和 20%，毛利率因规模扩大均略有提升，公司中药工业整体收入 2010~2012 年增长 16.93%、4.70%和 10.13%。
- 2、假设狂犬病疫苗 2011 年营销 150 万人份、2012 年营销 300 万人份，2011~2012 分别为公司贡献 9750 万和 1.95 亿元收入，EPS 贡献分别为 0.076、0.152 元。
- 3、假设治疗性乙肝 DNA 疫苗能够顺利实现产业化并最终投向市场，成为有市场价值的乙肝治疗一线药物。

表格 10：盈利预测

营业收入(千元)	2008A	2009A	2010E	2011E	2012E
清热解毒药	241196.00	212072.00	318108.00	445351.20	601224.12
YOY	(69.10)	(12.07)	50.00	40.00	35.00
毛利率		0.42	0.44	0.45	0.45
糖尿病药	433763.00	455791.00	607721.00	729265.20	875118.24
YOY	(17.66)	5.08	33.33	20.00	20.00
毛利率		0.57	0.63	0.65	0.65
止咳化痰利肺药	247793.00	229975.00	280560.95	336673.14	404007.77
YOY	(25.77)	(7.19)	22.00	20.00	20.00
毛利率		0.49	0.52	0.50	0.50
疏风活血药	191161.00	253586.00	240906.00	264996.60	291496.26
YOY	(36.99)	32.66	(5.00)	10.00	10.00
毛利率		0.51	0.53	0.53	0.53
胃肠用药	50046.00	66127.00	75054.15	86312.27	97964.43
YOY	(53.78)	32.13	13.50	15.00	13.50
毛利率		0.44	0.53	0.53	0.53
其他用药	671264.00	731228.00	798975.36	838924.13	880870.33
YOY		8.93	9.26	5.00	5.00
毛利率		0.31	0.37	0.39	0.38
其中：狂犬疫苗			40000.00	20000.00	97500.00
YOY			(50.00)	387.50	100.00
毛利率			0.85	0.85	0.85
批发（或医药贸易）	1349033.00	1513283.00	1588947.15	1620726.09	1653140.61
		12.18	5.00	2.00	2.00
		0.09	0.09	0.10	0.10
零售（或其他贸易）	136560.00	340361.00	528836.00	350000.00	350000.00

149.24 55.38 (33.82) 0.00

数据来源：华泰联合研究所测算

风险提示

- 1、公司内部资源整合及外部营销推广工作进度或强度低于预期。
- 2、治疗性乙肝 DNA 疫苗临床试验无法推进或进度慢于预期。
- 3、“王老吉”商标租借权不能与加多宝协商顺利解决。

附录 1: 治疗性 HBV DNA 疫苗项目招募乙肝患者免费治疗

按国家药监局相关要求, 治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗已在北医大附属第一医院完成了 30 例健康人群, 39 例乙肝患者的探索性研究, 为进一步扩大临床应用范围, 本项目负责人面向广州、北京、上海、南京、太原、沈阳、合肥、济南、长沙等全国重点地区, 招募 300 名自愿接受为期约一年的免费治疗的乙肝患者。

“治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗”是由解放军第四五八医院全军肝病中心研制、广州药业拜迪生物医药有限公司生产。本产品的主要作用是提高患者特异性细胞免疫功能, 通过自身免疫重建的形式, 希望达到最终清除乙肝病毒的效果。北京大学附属第一医院为临床试验组长单位。您如果是 18-55 周岁的乙肝大三阳患者, 并且转氨酶异常, 自愿参与此次临床研究, 您将可以获得约一年的免费药物治疗、免费的相关检查、高职专家的专业指导。有意者请拨打联系电话: 020-38210391、87376240, 13902320458, 13802538458。或者可以发邮件致 gzjkt@163.com, 留下联系方式以及病情简历, 经筛选后, 我们会有专人与您联系。

附: 适应症一:

入选本研究的受试者必须符合下列所有条件:

- 1) 年龄 18-55 周岁, 性别不限;
- 2) HBV 血清学指标达到以下标准:
 - 筛选时至少 6 个月持续 HBsAg 阳性;
 - 筛选时 HBeAg 阳性;
 - 筛选时血清 HBV DNA 为 $\geq 1.0 \times 10^5$ copies/ml 但 $< 1.0 \times 10^7$ copies/ml。
- 3) $80\text{U/L} < \text{ALT} < 400\text{U/L}$;
- 4) 总胆红素 $< 40\mu\text{mol/L}$;
- 5) 乙肝病毒耐药基因表达 (YMDD) 检测应无 YMDD 变异株出现;
- 6) 同意在此研究过程中, 不参加其他任何的临床研究或进行其他的抗 HBV 治疗;
- 7) 在研究开始前, 能够理解并签署经伦理委员会批准的知情同意书, 且能够按研究的要求配合进行临床研究。

适应症二:

入选本研究的受试者必须符合下列所有条件:

- 1) 年龄 18-55 周岁, 性别不限;
- 2) HBV 血清学指标达到以下标准:
 - 筛选时至少 6 个月持续 HBsAg 阳性;
 - 筛选时 HBeAg 阳性;
 - 筛选时血清 HBV DNA 为 $\geq 1.0 \times 10^5$ copies/ml 但 $< 1.0 \times 10^7$ copies/ml。
- 3) $40\text{U/L} < \text{ALT} \leq 80\text{U/L}$;
- 4) 总胆红素 $< 40\mu\text{mol/L}$;
- 5) 同意在此研究过程中, 不参加其他任何的临床研究或进行其他的抗 HBV 治疗;
- 6) 在研究开始前, 能够理解并签署经伦理委员会批准的知情同意书, 且能够按研究的要求配合进行临床研究。

资料来源: 广州军科泰特医药科技有限公司网站

附录 2: 乙型肝炎治疗性疫苗是未来发展方向

HBV 治疗性疫苗和预防性疫苗的根本性差别是, 预防性疫苗诱导产生的可识别 HBsAg 的中和抗体足以引发人体产生足够的免疫保护, 但缺乏充足的 CD4+ 和 CD8+T 细胞免疫应答, 从而不能清除体内 HBV 病毒。治疗性疫苗的原理则是通过主动免疫改变机体的免疫应答, 打破慢性感染者对 HBV 的免疫耐受, 重建或增强免疫应答。对于抗生素和(或)抗病毒药物不能清除致病原、易产生抗药性, 或由于药物不良反应不能长期接受药物治疗者, 治疗性疫苗具有极大的价值。

目前, 国内外研究的乙型肝炎治疗性疫苗可分为蛋白类疫苗、肽类疫苗、DNA 疫苗及树突细胞疫苗技术。其中一项抗原抗体复合物疫苗有望在 2010 年底完成 III 期临床。

表格 11: 部分治疗性 HBV 疫苗进展

名称	开发机构	类型	2010 进展
抗原抗体复合物治疗性乙型肝炎疫苗	上海复旦悦达生物公司	蛋白疫苗	III 期
高剂量乙型肝炎疫苗	深圳康泰生物公司	蛋白疫苗	IIb 期
乙型肝炎合成肽疫苗	重庆佳晨生物公司	合成多肽	II 期
双质粒 DNA 疫苗	广州医药集团	DNA 疫苗	II 期
HBcAg vaccine	Emergent BioSolutions	蛋白疫苗, 口服	II 期
GX-110	Genexine	DNA 疫苗	I 期
NUC B1000	Nucleonics	siRNA 疫苗	I 期
Hi-8 HBV	Oxford BioMedica	DNA 疫苗	I 期
pdpSC18	PowderMed/Pfizer	DNA 疫苗	I 期
INNO-102	Innogenetics	多表位 DNA 疫苗	I 期
pCMVS2.S	法国 HIV 病毒性肝炎研究局	蛋白疫苗	I/II 期

资料来源: 中国科学院上海科技查新咨询中心

盈利预测

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	1938	2357	2954	3749	营业收入	3882	4539	4752	5234
现金	697	993	1569	2308	营业成本	2806	3167	3194	3461
应收账款	353	410	430	473	营业税金及附加	29	34	35	39
其他应收款	39	46	46	51	营业费用	556	613	570	523
预付账款	97	97	102	109	管理费用	436	508	489	513
存货	561	538	511	519	财务费用	6	3	4	3
其他流动资产	0	273	297	290	资产减值损失	-17	25	25	25
非流动资产	2285	2197	2093	1984	公允价值变动收	2	0	0	0
长期投资	905	905	905	905	投资净收益	139	120	140	160
固定资产	1107	1020	926	828	营业利润	207	309	574	829
无形资产	100	116	117	113	营业外收入	0	0	0	0
其他非流动资产	0	156	146	139	营业外支出	6	0	0	0
资产总计	4222	4553	5047	5733	利润总额	231	309	574	829
流动负债	712	800	831	886	所得税	23	46	86	124
短期借款	63	100	100	100	净利润	209	263	488	705
应付账款	303	343	345	374	少数股东损益	-2	0	0	0
其他流动负债	0	357	386	412	归属母公司净利	211	263	488	705
非流动负债	109	129	153	171	EBITDA	213	419	686	941
长期借款	0	30	60	90	EPS (元)	0.36	0.32	0.60	0.87
其他非流动负	0	99	93	81					
负债合计	821	929	984	1057	主要财务比率				
少数股东权益	97	97	97	97	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
股本	811	811	811	811	成长能力				
资本公积	1144	1144	1144	1144	营业收入	10.1%	16.9%	4.7%	10.1%
留存收益	1349	1571	2010	2623	营业利润	17.6%	49.3%	85.8%	44.4%
归属母公司股	3304	3526	3965	4578	归属母公司净利	15.6%	24.5%	85.8%	44.4%
负债和股东权	4222	4553	5047	5733	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	30.2%	32.8%	33.9%
					净利率(%)	5.4%	5.8%	10.3%	13.5%
					ROE(%)	6.4%	7.5%	12.3%	15.4%
					ROIC(%)	5.7%	15.0%	29.7%	45.5%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.4%	20.4%	19.5%	18.4%
					净负债比率(%)	94.45	13.99	16.25	17.97
					流动比率	2.72	2.94	3.56	4.23
					速动比率	1.93	2.27	2.94	3.64
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.03	0.99	0.97
					应收账款周转率	10	11	10	10
					应付账款周转率	9.84	9.81	9.28	9.62
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.36	0.32	0.60	0.87
					每股经营现金流	0.74	0.21	0.58	0.80
					每股净资产(最	5.76	4.35	4.89	5.65
					估值比率				
					P/E	57.95	58.05	31.24	21.64
					P/B	3.59	4.33	3.85	3.33
					EV/EBITDA	58	33	20	15

数据来源: 华泰联合证券研究所



华泰联合证券评级标准:

时间段 报告发布之日起 6 个月内
基准市场指数 沪深 300 (以下简称基准)

股票评级

买 入 股价超越基准 20%以上
增 持 股价超越基准 10%-20%
中 性 股价相对基准波动在 $\pm 10\%$ 之间
减 持 股价弱于基准 10%-20%
卖 出 股价弱于基准 20%以上

行业评级

增 持 行业股票指数超越基准
中 性 行业股票指数基本与基准持平
减 持 行业股票指数明显弱于基准

免责声明

本研究报告仅供华泰联合证券有限责任公司(以下简称“华泰联合证券”)客户内部交流使用。本报告是基于我们认为可靠且已公开的信息,我们力求但不保证这些信息的准确性和完整性,也不保证文中观点或陈述不会发生任何变更。我们会适时更新我们的研究,但可能会因某些规定而无法做到。

本报告所载信息均为个人观点,并不构成所涉及证券的个人投资建议,也未考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况。本文中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。某些交易,包括牵涉期货、期权及其它衍生工具的交易,有很大的风险,可能并不适合所有投资者。

华泰联合证券是一家覆盖证券经纪、投资银行、投资管理和证券咨询等多项业务的全国性综合类证券公司。我公司可能会持有报告中提及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、财务顾问或金融产品等相关服务。

我们的研究报告主要以电子版形式分发,间或也会辅以印刷品形式分发。我们向所有客户同时分发电子版研究报告。

©版权所有 2011 年 华泰联合证券有限责任公司研究所

未经书面授权,本研究报告的任何部分均不得以任何形式复制、转发或公开传播。如欲引用或转载本文内容,务必联络华泰联合证券研究所客户服务部,并需注明出处为华泰联合证券研究所,且不得对本文进行有悖原意的引用和删改。

深圳

深圳市福田区深南大道 4011 号香港中旅大厦 25 层
邮政编码: 518048
电 话: 86 755 8249 3932
传 真: 86 755 8249 2062
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn

上海

上海浦东银城中路 68 号时代金融中心 45 层
邮政编码: 200120
电 话: 86 21 5010 6028
传 真: 86 21 6849 8501
电子邮件: lzrd@mail.htlhsc.com.cn