

广州药业 (600332)

增持/维持评级

股价: RMB21.26

分析师

李聪

SAC 执业证书编号:S1000510120013

(021)6849 8610

licong@mail.htlhsc.com.cn

联系人

孙超

(0755)8212 5057

sunchao@mail.htlhsc.com.cn

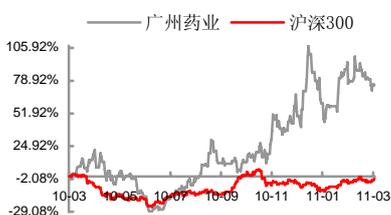
相关研究

公司研究-广州药业 (600332):《国药南宗复苏, 采掘疫苗明珠 (增持)》, 20110104

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)	12,565

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

朝向蔚蓝, 扬帆起航

-广州药业 2010 年年报点评

- **公司年报表现在我们预期之内。**报告期内, 公司主营业务收入约为人民币 44.03 亿元, 比上年增长 15.80%; 税前利润约为人民币 3.21 亿元, 比上年增长 38.91%; 归属于股东的净利润约为人民币 2.67 亿元, 比上年增长 26.60%, 基本每股收益 0.33 元, 公司年报表现在我们预期之内。
- **2010 年应是渠道清理完结年。**公司管理层从 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, 因为之前两年激进的营销策略而大幅提升的营销管理费用在 2009、2010 年出现逐年回落趋势, 从营业收入表现我们判断公司很有可能在 2010 年完成渠道清理的工作。
- **公司整体业绩好转迹象明显。**2010 年星群药业实现扭亏为盈, 奇星药业自 2009 年开始已经实现盈利, 陈李季、潘高寿、敬修堂也步入净利润上升通道, 目前集团内只剩下生物研发公司拜迪生物和现代中药研发的汉方公司未实现盈利, 公司整体业绩好转迹象明显。
- **狂犬疫苗重新开始贡献业绩。**下属子公司诺诚生物的“冻干人用狂犬病疫苗”已于 2010 年 8 月份通过审批并重新投产, 按照 2011 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 疫苗前景广阔。**公司下属企业拜迪生物的治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗项目已于年内完成了 IIa 期临床研究, 目前正在积极准备 IIb 期临床研究, 据此判断其年内进入 IIb 期临床研究的可能性极大。我们推测该疫苗将于 2015 年左右上市并极可能成为乙肝治疗类一线药物。
- **大健康产业布局紧锣密鼓。**十二五期间广药集团将以王老吉品牌为核心, 在保健品、化妆品等领域多元化发展, 形成植物饮料、食品及养生酒、药妆产品等产品系列。白云山凉茶将全面转入王老吉凉茶销售渠道, 由王老吉药业总经销可视作大健康产业布局的一个讯号。
- **盈利预测:**据我们测算公司 2011~2012 年 EPS 分别为 0.60、0.87 元, 继续维持对公司的“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	2010A	2011E	2012E
营业收入(百万元)	3881.9	4486.0	4703.0	5143.0
(+/-%)	10.1	15.6	4.8	9.4
归属母公司净利润(百万元)	211.0	267.0	489.0	705.0
(+/-%)	15.6	26.5	83.1	44.2
EPS(元)	0.26	0.33	0.60	0.87
P/E(倍)	81.7	57.2	31.2	21.6

资料来源: 公司数据, 华泰联合证券预测

目 录

2010 年应是渠道清理完结年	4
公司整体业绩好转迹象明显	4
生物产业擢升公司至新的平台	5
人用狂犬疫苗重新开始贡献业绩。.....	5
治疗性乙肝 DNA 疫苗前景广阔.....	5
大健康产业布局紧锣密鼓	5
风险提示	5
附录	6
王老吉“红绿之争”再起，或将加速广药集团大健康产业布局.....	6

图表目录

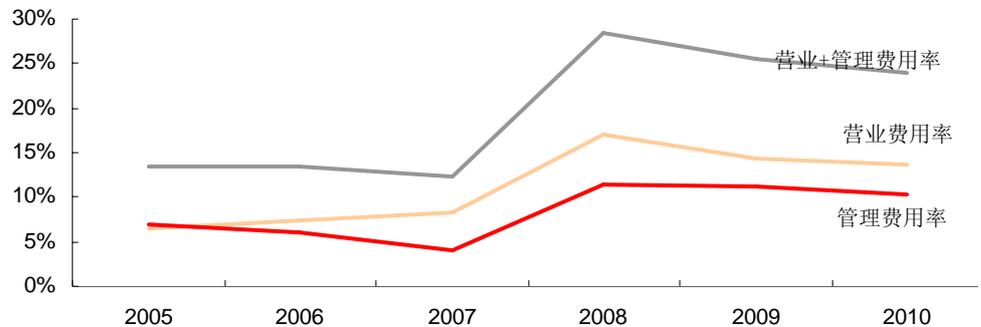
图 1: 营销管理费用近两年呈现逐年回落趋势	4
图 2: 2009 奇星、2010 星群, 下属子公司陆续扭亏为盈	4

广州药业公布 2010 年年报，报告期内公司主营业务收入约为人民币 44.03 亿元，比上年增长 15.80%；税前利润约为人民币 3.21 亿元，比上年增长 38.91%；归属于股东的净利润约为人民币 2.67 亿元，比上年增长 26.60%，基本每股收益 0.33 元，公司年报表现在我们预期之内。

2010 年应是渠道清理完结年

公司管理层从 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，因为之前两年激进的营销策略而大幅提升的营销管理费用在 2009、2010 年出现逐年回落趋势，而从营业收入表现我们判断公司很有可能在 2010 年完成渠道清理的工作。

图 1： 营销管理费用近两年呈现逐年回落趋势

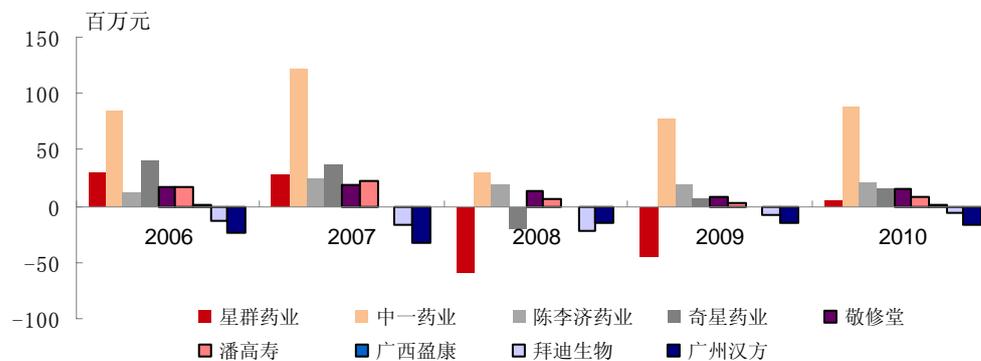


资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所

公司整体业绩好转迹象明显

2010 年星群药业实现扭亏为盈，奇星药业自 2009 年开始已经实现盈利，中一、陈李季、潘高寿、敬修堂也重新步入净利润上升通道，目前集团内只剩下生物研发公司拜迪生物和现代中药研发的汉方公司未实现盈利，其中拜迪生物亏损额逐年减少。公司整体业绩好转迹象明显。

图 2： 2009 奇星、2010 星群，下属子公司陆续扭亏为盈



资料来源：公司历年年报、华泰联合证券研究所

生物产业擢升公司至新的平台

人用狂犬疫苗重新开始贡献业绩。

人用狂犬病疫苗目前市场上处于供不应求状态，预计 2011 年子公司诺诚生物产量 100-150 万人份，贡献 EPS 0.05-0.08 元。

治疗性乙肝 DNA 疫苗前景广阔

公司下属企业拜迪生物的治疗性双质粒 HBV DNA 疫苗项目已于年内完成了 IIa 期临床研究，目前正在积极准备 IIb 期临床研究，据此判断其年内进入 IIb 期临床研究的可能性极大。相较合成肽疫苗只适用于 49% 的乙肝患者（HLA-A2 型），该 DNA 疫苗最大特点在于适用于全部乙肝患者，如能实现产业化将具有广阔市场前景。我们推测该疫苗将于 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。

大健康产业布局紧锣密鼓

在大健康产业方面，十二五期间广药集团将以王老吉品牌为核心，在药品、保健品、化妆品、家庭医疗器械、美容、休闲健身等领域多元化发展，形成植物饮料、食品及养生酒、药妆产品等产品系列。集团以在“十二五”末实现 500 亿元销售额为目标，2011 年 3 月 3 日白云山凉茶将全面转入王老吉凉茶销售渠道，由王老吉药业总经销可视为大健康产业布局的一个讯号。

我们认为广药集团依托王老吉的品牌效应，借助广药集团旗下众多其它资源做大大健康产业战略清晰。2011 年是十二五规划的开局之年，有鉴于广药集团旗下丰富的中成药资源及深厚的品牌底蕴，其大健康产业布局动向值得持续重点关注。

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。

附录

王老吉“红绿之争”再起，或将加速广药集团大健康产业布局

事件：王老吉传人、香港同兴药业董事长、王老吉药业董事长王健仪首度对外发声支持红罐王老吉所属的加多宝集团。王健仪表示，希望在自己任内将海内外王老吉商标整合到王老吉药业，同时她以感谢加多宝做大王老吉品牌的方式支持加多宝。而广药集团表示，针对王老吉药业董事会成员之间目前存在的分歧，将在本月 23 日召开王老吉药业的董事会会议专门讨论王老吉商标事宜。

点评：王老吉“红绿之争”，缘于广药集团和加多宝双方对于王老吉品牌租约期的认定分歧及王老吉品牌目前巨大的市场价值。实际上由于目前王老吉的主要市场 - 大陆的品牌所有权归属于广药集团，其主动权一直掌握在广药集团手中。考虑到加多宝方面除了红罐王老吉的运作非常成功以外，至今还未培育出第二个强势品牌，因此进退空间并不太大 - 不管最终王老吉品牌最终归属何方，用什么方式解决，加多宝方面目前都会选择继续全力推进红罐王老吉的营销，一方面增加产品业绩取得更大收益，一方面为品牌归属及租借协议后时代王老吉品牌的运作方式变化增加己方谈判筹码。此次王老吉传人发声，应该更多体现了一种无奈 - 加多宝和王老吉传人方唯一的选择和诉求是做大王老吉凉茶，但广药集团一系列在大健康产业方面的布局却表现出了另一种思路，那就是可以依托王老吉的品牌效应，借助广药集团旗下众多其它资源做大大健康产业。我们认为此次事件发生，有可能意味着王老吉的品牌之争将更快浮现最终的解决方案。我们认为提租续约、广药收回品牌和成立合资公司共同运作王老吉都是可能的选项，而无论最终结局如何，我们相信都将有利于广药集团在其大健康产业布局中落定最举足轻重的这枚关键棋子。

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	2010	2011E	2012E	会计年度	2009	2010	2011E	2012E
流动资产	1938	2196	2865	3627	营业收入	3882	4486	4703	5143
现金	697	833	1479	2194	营业成本	2806	3206	3236	3486
应收账款	353	405	425	465	营业税金及附加	29	30	32	34
其他应收款	39	45	45	50	营业费用	556	617	541	514
预付账款	97	98	103	110	管理费用	436	458	470	463
存货	561	545	518	523	财务费用	6	-2	-4	-3
其他流动资产	0	270	294	286	资产减值损失	-17	-4	25	25
非流动资产	2285	2197	2093	1984	公允价值变动收	2	1	0	0
长期投资	905	905	905	905	投资净收益	139	115	140	160
固定资产	1107	1020	926	828	营业利润	207	298	544	784
无形资产	100	116	117	113	营业外收入	0	39	0	0
其他非流动资产	0	156	146	139	营业外支出	6	15	0	0
资产总计	4222	4393	4958	5610	利润总额	231	321	544	784
流动负债	712	702	834	886	所得税	23	47	54	78
短期借款	63	0	100	100	净利润	209	274	489	705
应付账款	303	347	350	377	少数股东损益	-2	7	0	0
其他流动负债	0	356	384	409	归属母公司净利	211	267	489	705
非流动负债	109	54	48	36	EBITDA	213	403	648	889
长期借款	0	-45	-45	-45	EPS (元)	0.36	0.33	0.60	0.87
其他非流动负	0	99	93	81					
负债合计	821	757	882	922	主要财务比率				
少数股东权益	97	105	105	105	会计年度	2009	2010	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%	15.6%	4.8%	9.4%
留存收益	1349	1575	2015	2628	营业利润	17.6%	43.9%	82.4%	44.2%
归属母公司股	3304	3532	3971	4584	归属母公司净利	15.6%	26.5%	83.3%	44.2%
负债和股东权	4222	4393	4958	5610	获利能力				
					毛利率(%)	0.0%	28.5%	31.2%	32.2%
					净利率(%)	5.4%	5.9%	10.4%	13.7%
					ROE(%)	6.4%	7.6%	12.3%	15.4%
					ROIC(%)	5.7%	14.3%	29.4%	45.4%
					偿债能力				
					资产负债率(%)	19.4%	17.2%	17.8%	16.4%
					净负债比率(%)	94.45	-5.95%	6.23%	5.97%
					流动比率	2.72	3.13	3.44	4.09
					速动比率	1.93	2.35	2.82	3.50
					营运能力				
					总资产周转率	0.93	1.04	1.01	0.97
					应收账款周转率	10	11	10	10
					应付账款周转率	9.84	9.87	9.29	9.59
					每股指标(元)				
					每股收益(最新)	0.36	0.33	0.60	0.87
					每股经营现金流	0.74	0.23	0.57	0.80
					每股净资产(最	5.76	4.36	4.90	5.65
					估值比率				
					P/E	59.55	57.17	31.18	21.63
					P/B	3.69	4.32	3.84	3.33
					EV/EBITDA	60	34	21	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