

中药 III

李昱

0755-82026737

广州药业

600332

中性

静待经营情况好转

广州药业 3 月 30 日公布年报，实现营业收入 35.27 亿元，净利润 1.82 亿元，分别同比下降 70% 和 46%，EPS 0.23 元，略高于预期，同时公司拟 10 股派 0.4 元。

投资要点：

- 广州药业是广药集团旗下一家控股型公司。公司控股参股的子公司较多，经营传统中药和医药流通两项业务。公司 08 年实现营业收入 35.27 亿元，同比降低 70%，出现如此巨大变化的原因是公司合并口径发生了重大变化，控股 50% 的子公司广州医药公司及控股 48.05% 的广州王老吉药业改为权益法并表，而按同一口径计算，公司收入仍实现了增长。公司营业利润 1.76 亿，下降 47%，净利润 1.82 亿，下降 46%，则反应出公司的经营情况。
- 公司目前正处于销售政策的调整期，过去偏激进的销售政策导致渠道存货积压较多，08 年以来公司对渠道进行了清理和消化，08 年现金流仅为 610 万元。旗下多个工业子公司收入和利润大幅下滑。同时受产品成本上涨压力，公司工业实际毛利率下降 4% 左右，也侵蚀了公司的利润。工业方面，广州王老吉仍是最大亮点，08 年收入增长超过 30%，净利润增长接近 50%。而公司商业基本保持了前期的增长速度，子公司广州医药公司合资后资金规模扩大，同时获得部分毛利较高进口品种的代理权，总体情况保持平稳增长。子公司拜迪生物的狂犬疫苗 08 年 8 月获得生产批件，将是公司新的增长点。
- 公司渠道清理目前已有成效，除夏桑菊等少数产品外渠道积压情况已出现改善，但公司经营趋势全面好转仍需时间。09 年公司业绩主要来自：1、广州王老吉以及商业公司的稳定增长仍将对公司业绩做出重要贡献。2、多个品种可能进入基本药物目录有望对销售起到提振左右。3、子公司拜迪生物的狂犬疫苗目前批签发 20 万份，全年有望销售超过 100 万份，收入过亿，对公司利润产生积极影响。
- 我们预计广州药业 09-11 年 EPS 为 0.25、0.30、0.35 元。公司拥有多个有价值的产品和国内排名前三的商业公司，我们建议等待公司经营情况好转后介入，短期给予“中性”的投资评级。

6-12 个月目标价：

当前股价： 7.45 元

评级调整： 首次

基本资料

上证综合指数	2358.04
总股本(百万)	811
流通股本(百万)	423
流通市值(亿)	32
EPS (TTM)	0.23
每股净资产(元)	3.98
资产负债率	21.9%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
广州药业	13.22	21.93	9.88
上证综合指数	13.21	28.65	2.80



相关报告

主要财务指标

单位：百万元	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入(百万元)	3527	4041	4592	5248
同比(%)	-70%	15%	14%	14%
归属母公司净利润(百万元)	182	203	247	285
同比(%)	-46%	11%	21%	15%
毛利率(%)	30.3%	30.2%	30.2%	30.4%
ROE(%)	5.8%	6.1%	6.9%	7.4%
每股收益(元)	0.23	0.25	0.30	0.35
P/E	33.19	29.79	24.57	21.29
P/B	1.94	1.82	1.69	1.57
EV/EBITDA	17	16	14	12

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
流动资产	1886	1914	2313	2734	营业收入	3527	4041	4592	5248
现金	381	444	687	939	营业成本	2458	2822	3203	3654
应收账款	455	537	611	698	营业税金及附加	26	29	33	38
其它应收款	50	58	65	75	营业费用	601	655	744	850
预付账款	56	65	74	84	管理费用	399	458	520	594
存货	633	631	622	639	财务费用	15	3	-0	2
其他	310	179	254	300	资产减值损失	37	15	15	15
非流动资产	2245	2196	2113	2038	公允价值变动收益	-3	0	0	0
长期投资	817	818	818	818	投资净收益	187	160	191	226
固定资产	1144	1095	1029	956	营业利润	176	219	268	320
无形资产	104	104	104	104	营业外收入	31	15	15	15
其他	180	179	162	160	营业外支出	5	0	0	0
资产总计	4131	4110	4426	4772	利润总额	202	234	283	335
流动负债	751	614	641	709	所得税	30	35	43	50
短期借款	243	0	0	0	净利润	172	199	241	285
应付账款	267	307	349	398	少数股东损益	-11	-5	-6	0
其他	241	307	293	312	归属母公司净利润	182	203	247	285
非流动负债	155	73	120	114	EBITDA	298	322	371	429
长期借款	30	30	30	30	EPS (元)	0.23	0.25	0.30	0.35
其他	125	43	90	84	主要财务比率				
负债合计	906	687	762	823	会计年度	2008	2009E	2010E	2011E
少数股东权益	100	95	90	90	成长能力				
股本	811	811	811	811	营业收入	-70.5%	14.6%	13.6%	14.3%
资本公积	1143	1143	1143	1143	营业利润	-61.3%	24.3%	22.7%	19.2%
留存收益	1171	1374	1621	1905	归属于母公司净利润	-45.5%	11.4%	21.2%	15.4%
归属母公司股东权益	3125	3328	3575	3859	获利能力				
负债和股东权益	4131	4110	4426	4772	毛利率	30.3%	30.2%	30.2%	30.4%
现金流量表					净利率	5.2%	5.0%	5.4%	5.4%
会计年度	2008	2009E	2010E	2011E	ROE	5.8%	6.1%	6.9%	7.4%
经营活动现金流	6	175	82	58	ROIC	7.2%	9.1%	10.7%	12.7%
净利润	172	199	241	285	偿债能力				
折旧摊销	106	100	104	107	资产负债率	21.9%	16.7%	17.2%	17.3%
财务费用	15	3	-0	2	净负债比率	30.16	4.37%	3.94%	3.64%
投资损失	-187	-160	-191	-226	流动比率	2.51	3.12	3.61	3.85
营运资金变动	-140	140	-136	-111	速动比率	1.64	2.06	2.61	2.93
其它	39	-108	64	2	营运能力				
投资活动现金流	-225	135	161	196	总资产周转率	0.68	0.98	1.08	1.14
资本支出	127	30	30	30	应收账款周转率	3	7	7	7
长期投资	-36	-1	0	0	应付账款周转率	3.19	9.83	9.77	9.80
其他	-134	163	191	226	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-0	-247	0	-2	每股收益(最新摊薄)	0.23	0.25	0.30	0.35
短期借款	-713	-243	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.01	0.22	0.10	0.07
长期借款	30	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	3.85	4.10	4.41	4.76
普通股增加	0	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	-17	0	0	0	P/E	33.19	29.79	24.57	21.29
其他	700	-3	0	-2	P/B	1.94	1.82	1.69	1.57
现金净增加额	-219	63	243	252	EV/EBITDA	17	16	14	12

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因、双鹭药业等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易, 也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。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434