

清热解毒类产品快速增长

- 公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 50.65%。公司扣非后 EPS 为 0.19 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 23.22 亿元，同比增长 19.4%，实现主营业务利润 6.35 亿元，同比增长 30.6%，实现营业利润 1.88 亿元，同比增长 62.0%，实现利润总额 1.98 亿元，同比增长 59.1%，实现归属于母公司所有者的净利润为 1.69 亿元，同比增长 44.8%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 1.56 亿元，同比增长 50.65%。
- 清热解毒类销售收入增幅最快。分行业来看，清热解毒类销售收入保持快速增长，同比增长 51.17%，成为推动公司业务增长的最大动力。另外如糖尿病类销售收入同比增长 15.93%，止咳化痰利肺类同比增长 22.67%，疏风活血类销售收入小幅下降 5.24%，胃肠用药类销售收入同比增长 13.52%。
- 毛利率稳中有升，三费控制良好。上半年公司总体毛利率水平为 28.0%，同比上升 2.2 个百分点，其中医药制造业务毛利率为 48.01%，同比上升 6.41 个百分点，这可以显示出公司对生产成本的控制取得了一定的效果。公司总体期间费用率为 21.7%，同比下降 1.7 个百分点，其中销售费用率为 12.3%，同比下降 0.6 个百分点，管理费用率为 9.5%，同比下降 0.7 个百分点，说明公司管理经营效率得到改善。
- 经营性现金流降幅较大。公司应收帐款期末为 4.87 亿元，比年初增长 38.19%，略快于销售收入增速；应付帐款期末为 4.14 亿元，比年初增长 36.73%，报告期内公司获得较长的商业信用政策；经营活动产生的现金流量净额为 8500 万元，比年初降低 64.90%，主要是因为公司为布局全年销售计划加大产品库存，存货期末为 6.84 亿元，同比增长 22%。
- 投资建议：公司经营理念的变化将驱动经营质量的持续改善。我们维持原有判断，预测公司 2010 年实现归属母公司净利润 3.5 亿元，同比增长 66%，每股收益为 0.43 元。2011、2012 年净利润增速则分别为 28%、18%，每股收益 0.55 元、0.65 元，维持该股增持的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

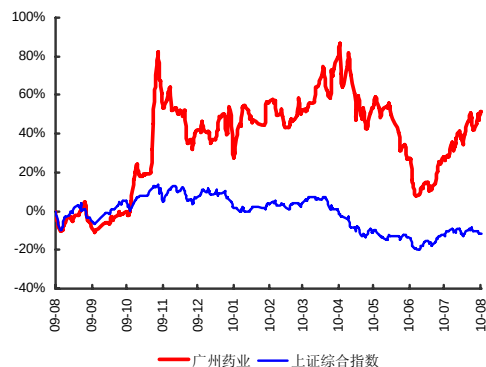
李淑花

医药行业首席分析师
8621-63325888 × 6088
lishuhua@orientsec.com.cn
执业证书编号：S0860208110154
联系人
8621-63325888 × 6087
tianjiaqiang@orientsec.com.cn

田加强

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)
股价 (2010 年 8 月 27 日) 11.99 元
目标价格 17.2 元
总股本/A 股 (万股) 81090/81090
国家/地区 中国
行业 医药
报告日期 2010 年 8 月 30 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	3882	4775	5730	6704
同比(%)	10%	23%	20%	17%
归属母公司净利润	211	350	447	528
同比(%)	16%	66%	28%	18%
毛利率(%)	27.7%	32.0%	32.7%	32.8%
ROE(%)	6.4%	9.7%	11.0%	11.7%
每股收益(元)	0.26	0.43	0.55	0.65
P/E	46.08	27.80	21.77	18.43
P/B	2.94	2.69	2.39	2.16

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

公司 2010 年上半年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增长为 50.65%

公司扣非后 EPS 为 0.19 元，基本符合预期。公司 2010 年上半年实现业务收入 23.22 亿元，同比增长 19.4%，实现主营业务利润 6.35 亿元，同比增长 30.6%，实现营业利润 1.88 亿元，同比增长 62.0%，实现利润总额 1.98 亿元，同比增长 59.1%，实现归属于母公司所有者的净利润为 1.69 亿元，同比增长 44.8%，实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 1.56 亿元，同比增长 50.65%。

分行业来看，清热解毒类销售收入保持快速增长，同比增长 51.17%，成为推动公司业务增长的最大动力。另外如糖尿病类销售收入同比增长 15.93%，止咳化痰利肺类同比增长 22.67%，疏风活血类销售收入小幅下降 5.24%，胃肠用药类销售收入同比增长 13.52%。

分产品来看，消渴丸、华佗再造丸、夏桑菊颗粒等主导产品的销售呈现良好的增长态势，同时其他产品如乌鸡白凤丸、蜜炼川贝枇杷膏、蛇胆川贝枇杷液、虚汗停颗粒、猴枣牛黄散、清热消炎宁胶囊、滋肾育胎丸、胃乃安胶囊等产品的销售同比增长稳定，但王老吉凉茶的销售额有所下降，下半年有望借助广州亚运会扭转下滑态势。

表 1：上半年公司主营业经营情况（单位：百万元）

分行业	营业收入	营业收入同比增长	毛利率	毛利率同比增长
制造业务	1085.46	16.43%	48.01%	增加 6.41 个百分点
医药贸易	862.26	5.31%	9.48%	增加 1.37 个百分点
其他贸易	33.51	120.59%	0.76%	减少 0.05 个百分点
分行业	营业收入	营业收入同比增长	毛利率	毛利率同比增长
清热解毒类	152.94	51.17%	44.03%	增加 5.63 个百分点
糖尿病类	233.49	15.93%	62.85%	增加 9.11 个百分点
止咳化痰利肺类	151.91	22.67%	51.94%	增加 5.10 个百分点
疏风活血类	112.98	-5.24%	52.98%	增加 3.28 个百分点
胃肠用药类	36.74	13.52%	52.90%	增加 9.70 个百分点
其他产品	397.40	12.16%	37.47%	增加 6.55 个百分点

资料来源：公司 2010 半年报

表 2：广州药业利润表分析

	累计数据比较						单季度数据比较					
百万元	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	1-4Q2009	1Q2010	1-2Q2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2
营业收入	1035.7	1944.3	2899.9	3881.9	1240.7	2322.0	1035.7	908.6	955.6	982.1	1240.7	1081.3
同比增长率	-58.8%	-59.6%	5.0%	10.1%	19.8%	19.4%	-58.8%	-60.4%	45.1%	28.3%	19.8%	19.0%
营业总成本	1021.6	1912.3	2865.5	3816.0	1181.3	2194.8	1021.6	890.7	953.3	950.5	1181.3	1013.5
营业成本	804.4	1443.4	2139.6	2805.7	927.4	1672.6	804.4	639.0	696.2	666.1	927.4	745.2
成本率	77.7%	74.2%	73.8%	72.3%	74.7%	72.0%	77.7%	70.3%	72.9%	67.8%	74.7%	68.9%
主营业务利润	224.7	486.2	739.1	1047.3	305.8	635.2	224.7	261.5	252.9	308.2	305.8	329.4
毛利率	22.3%	25.8%	26.2%	27.7%	25.3%	28.0%	22.3%	29.7%	27.1%	32.2%	25.3%	31.1%
同比增长率	-50.7%	-44.9%	-4.6%	0.3%	36.1%	30.6%	-50.7%	-38.7%	48.2%	14.5%	36.1%	26.0%
营业税金及附加	6.5	14.7	21.2	29.0	7.6	14.2	6.5	8.2	6.5	7.8	7.6	6.7
销售费用	107.7	251.4	391.3	556.5	135.7	285.0	107.7	143.7	140.0	165.2	135.7	149.3
营业费用率	10.4%	12.9%	13.5%	14.3%	10.9%	12.3%	10.4%	15.8%	14.6%	16.8%	10.9%	13.8%
管理费用	99.9	198.2	315.4	435.5	111.1	219.9	99.9	98.4	117.2	120.1	111.1	108.8
管理费用率	9.6%	10.2%	10.9%	11.2%	9.0%	9.5%	9.6%	10.8%	12.3%	12.2%	9.0%	10.1%
财务费用	2.6	4.5	5.8	6.1	-0.3	-0.6	2.6	2.0	1.2	0.4	-0.3	-0.3
期间费用率	20.3%	23.4%	24.6%	25.7%	19.9%	21.7%	20.3%	26.9%	27.0%	29.1%	19.9%	23.8%
资产减值损失	0.5	0.1	-7.8	-16.8	-0.2	3.7	0.5	-0.5	-7.8	-9.0	-0.2	3.9
公允价值变动净收益	0.6	1.0	1.4	2.3	0.1	0.0	0.6	0.4	0.4	0.9	0.1	-0.1
投资净收益	25.0	83.0	120.4	138.8	12.6	60.9	25.0	58.0	37.3	18.4	12.6	48.3
其中：对联营企业和合营企业的投	23.4	79.7	115.7	133.7	12.6	57.1	23.4	56.4	36.0	18.0	12.6	44.5
汇兑净收益	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
营业利润	39.7	116.1	156.1	207.1	72.1	188.0	39.7	76.3	40.1	50.9	72.1	115.9
营业利润率	3.8%	6.0%	5.4%	5.3%	5.8%	8.1%	3.8%	8.4%	4.2%	5.2%	5.8%	10.7%
同比增长率	-74.0%	-45.0%	0.0%	17.6%	81.4%	62.0%	-74.0%	31.3%	-206.6%	156.8%	81.4%	51.8%
加：营业外收入	4.7	11.4	17.9	30.7	5.0	10.8	4.7	6.7	6.5	12.8	5.0	5.8
减：营业外支出	1.9	3.2	4.1	6.4	0.3	1.3	1.9	1.4	0.8	2.3	0.3	0.9
利润总额	42.6	124.2	170.0	231.3	76.8	197.6	42.6	81.6	45.8	61.4	76.8	120.8
税前利润率	4.1%	6.4%	5.9%	6.0%	6.2%	8.5%	4.1%	9.0%	4.8%	6.3%	6.2%	11.2%
同比增长率	-72.3%	-42.4%	4.3%	14.4%	80.3%	59.1%	-72.3%	32.2%	-226.7%	56.2%	80.3%	48.0%
减：所得税	6.0	9.6	19.7	22.6	5.3	23.4	6.0	3.6	10.1	2.8	5.3	18.2
有效税率	0.6%	0.5%	0.7%	0.6%	0.4%	1.0%	14.0%	4.4%	22.2%	4.6%	6.8%	15.1%
净利润	36.6	114.6	150.2	208.8	71.5	174.1	36.6	78.0	35.6	58.6	71.5	102.6
减：少数股东损益	-1.2	-1.97	-2.91	-2.22	3.23	5.36	-1.2	-0.78	-0.94	0.69	3.23	2.13
归属于母公司所有者的净利润	37.8	116.6	153.1	211.0	68.3	168.8	37.8	78.8	36.6	57.9	68.3	100.5
净利润率	3.6%	6.0%	5.3%	5.4%	5.5%	7.3%	3.6%	8.7%	3.8%	5.9%	5.5%	9.3%
同比增长率	-66.7%	-30.0%	5.8%	15.6%	80.7%	44.8%	-66.7%	48.6%	-260.1%	53.2%	80.7%	27.6%
每股收益(元)	0.047	0.144	0.189	0.260	0.084	0.208	0.047	0.097	0.045	0.071	0.084	0.124

资料来源：东方证券研究所

毛利率稳中有升，三费控制良好

上半年公司总体毛利率水平为 28.0%，同比上升 2.2 个百分点，其中医药制造业务毛利率为 48.01%，同比上升 6.41 个百分点，这可以显示出公司对生产成本的控制取得了一定的效果。

公司总体期间费用率为 21.7%，同比下降 1.7 个百分点，其中销售费用率为 12.3%，同比下降 0.6 个百分点，管理费用率为 9.5%，同比下降 0.7 个百分点，说明公司管理经营效率得到改善。

经营性现金流降幅较大

- 公司应收帐款期末为 4.87 亿元，比年初增长 38.19%，略快于销售收入增速；
- 公司应付帐款期末为 4.14 亿元，比年初增长 36.73%，报告期内公司获得较长的商业信用政策；
- 经营活动产生的现金流量净额为 8500 万元，比年初降低 64.90%，主要是因为公司为布局全年销售计划加大产品库存，存货期末为 6.84 亿元，同比增长 22%；
- 资产负债率为 19.59%，维持在较低水平；
- 公司的每股经营性现金流为 0.11 元，低于每股收益；

投资建议

公司经营理念的变化将驱动经营质量的持续改善。我们维持原有判断，预测公司 2010 年实现归属母公司净利润 3.5 亿元，同比增长 66%，每股收益为 0.43 元。2011、2012 年净利润增速则分别为 28%、18%，每股收益 0.55 元、0.65 元，维持该股增持的投资评级。

附表：财务报表预测与比率分析

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	2501	3084	3707	营业收入	3882	4775	5730	6704
现金	697	649	874	1115	营业成本	2806	3247	3856	4505
应收账款	353	648	778	910	营业税金及附加	29	19	23	27
其它应收款	39	73	88	103	营业费用	556	623	759	885
预付账款	97	65	77	90	管理费用	436	519	613	724
存货	561	787	935	1092	财务费用	6	-16	-19	-26
其他	192	277	331	397	资产减值损失	-17	10	0	0
非流动资产	2285	2186	2127	2047	公允价值变动收益	2	0	0	0
长期投资	905	887	890	886	投资净收益	139	0	0	0
固定资产	1107	1050	990	918	营业利润	207	372	498	589
无形资产	100	99	99	99	营业外收入	31	18	15	15
其他	174	150	148	144	营业外支出	6	5	5	5
资产总计	4223	4687	5211	5754	利润总额	231	385	508	599
流动负债	712	748	810	907	所得税	23	45	61	72
短期借款	63	60	60	60	净利润	209	340	447	528
应付账款	303	357	424	496	少数股东损益	-2	-9	0	0
其他	346	331	325	352	归属于母公司净利润	211	350	447	528
非流动负债	109	87	103	102	EBITDA	325	458	585	673
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.26	0.43	0.55	0.65
其他	109	87	103	102	主要财务比率				
负债合计	821	836	913	1010	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	98	89	89	89	成长能力				
股本	811	811	811	811	营业收入	10.1%	23.0%	20.0%	17.0%
资本公积	1144	1144	1144	1144	营业利润	17.6%	79.7%	33.7%	18.5%
留存收益	1349	1658	2105	2551	归属于母公司净利润	15.6%	65.7%	27.7%	18.1%
归属母公司股东权益合计	3304	3613	4060	4506	获利能力				
负债和股东权益	4223	4538	5062	5605	毛利率	27.7%	32.0%	32.7%	32.8%
现金流量表					净利率	5.4%	7.3%	7.8%	7.9%
单位:百万元					ROE	6.4%	9.7%	11.0%	11.7%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	11.1%	15.6%	19.0%	20.6%
经营活动现金流	439	-32	248	325	偿债能力				
净利润	209	340	447	528	资产负债率	19.4%	18.4%	18.0%	18.0%
折旧摊销	111	102	106	110	净负债比率				
财务费用	6	-16	-19	-26	流动比率	2.72	3.34	3.81	4.09
投资损失	-139	0	0	0	速动比率	1.93	2.26	2.62	2.84
营运资金变动	274	-485	-312	-296	营运能力				
其它	-23	26	27	10	总资产周转率	0.93	1.07	1.16	1.22
投资活动现金流	#REF!	13	-42	-30	应收账款周转率	9	9	8	8
资本支出	88	43	43	33	应付账款周转率	9.84	9.84	9.87	9.80
长期投资	-22	-40	3	-4	每股指标 (元)				
其他	#REF!	16	4	-1	每股收益	0.26	0.43	0.55	0.65
筹资活动现金流	-239	-28	19	-55	每股经营现金流	0.54	-0.04	0.31	0.40
短期借款	-180	-3	0	0	每股净资产	4.07	4.46	5.01	5.56
长期借款	-30	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	46.08	27.80	21.77	18.43
资本公积增加	1	0	0	0	P/B	2.94	2.69	2.39	2.16
其他	-30	-24	19	-55	EV/EBITDA	25	18	14	12
现金净增加额	302	-48	225	240					

资料来源：东方证券研究所

附图：相关上市公司近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有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，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告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。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本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，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn