

四季度费用上升较快，导致利润增速趋缓

● 公司 2010 年扣非后归属于母公司所有者净利润同比增加 48.91%

公司扣非后每股收益为 0.29 元，低于预期。公司 2010 年实现主营业务收入 44.86 亿元，同比增长 15.56%，实现主营业务利润 12.50 亿元，同比增长 19.36%，实现营业利润 2.98 亿元，同比增长 43.91%，实现利润总额 3.21 亿元，同比增长 38.91%，实现归属于母公司所有者的净利润为 2.67 亿元，同比增长 26.60%。每股收益为 0.33 元，每股经营现金流为 0.09 元。实现扣除非经常性损益归属于母公司所有者净利润为 2.33 亿元，同比增加 48.91%，扣非后 EPS 为 0.29 元。加权平均净资产收益率为 7.81%，同比增加 1.25 个百分点。

利润分配预案为向全体股东按每 10 股派发现金股利 0.5 元（含税）。

● 清热解毒类销售收入增幅最快。

分行业来看，全年清热解毒类用药销售收入保持较速增长，同比增长 32.42%，糖尿病类用药销售收入同比增长 7.24%，止咳化痰利肺类用药销售收入同比增长 20.66%，疏风活血类用药销售收入同比增长 2.51%，胃肠用药类销售收入同比增长 4.95%。

● 毛利率稳中有升，三费控制良好。

公司整体毛利率水平为 28.54%，同比上升 0.82 个百分点，其中医药制造业务毛利率为 47.02%，同比上升 3.6 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 23.91%，同比下降 1.8 个百分点，其中销售费用率为 13.76%，同比下降 0.58 个百分点，管理费用率为 10.20%，同比下降 1.02 个百分点，说明公司管理经营效率得到改善。

● 资金流动性得到改善。

公司全年应收账款周转率为 15.07 次，比上年加快 36.79%；存货周转率为 4.85 次，比上年加快 3.63%。整体资产负债率为 18.65%，较上年减少 0.79 个百分点。

● 投资建议

我们预计公司 2011—2013 年将实现每股收益为 0.41 元（原预测为 0.55 元）、0.49 元（原预测为 0.65 元）、0.57 元。实现净利润增速分别为 25%、20%、16%，维持公司增持的投资评级。目前股价已达到我们前期给出的目标价，我们将适时对公司进行重新评估



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

田加强

8621-63325888 × 6087

tianjiaqiang@orientsec.com.cn

投资评级 买入 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2011 年 3 月 28 日) 20.65 元

目标价格 17.20 元

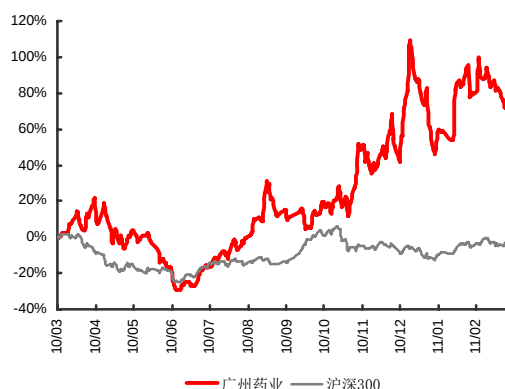
总股本/A 股 (万股) 81090/81090

国家/地区 中国

行业 医药

报告发布日期 2011 年 3 月 29 日

股价表现



资料来源：WIND

财务预测		单位：百万元			
主要财务指标	2010	2011E	2012E	2013E	
营业收入	4486	5249	6193	7122	
同比(%)	16%	17%	18%	15%	
归属母公司净利润	267	333	399	464	
同比(%)	27%	25%	20%	16%	
毛利率(%)	28.5%	28.5%	28.8%	29.0%	
ROE(%)	7.5%	8.6%	9.3%	9.8%	
每股收益(元)	0.33	0.41	0.49	0.57	
P/E (倍)	62.17	49.85	41.64	35.80	
P/B (倍)	4.69	4.29	3.89	3.51	

东方证券股份有限公司经相关主管机关核准具备证券投资咨询业务资格。

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本证券研究报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读本证券研究报告最后一页的免责声明。

表：广州药业报表分析

单位：百万元	累计数据相比								单季度数据比较							
	1Q2009	1-2Q2009	1-3Q2009	2009	1Q2010	1-2Q2010	1-3Q2010	2010	2009Q1	2009Q2	2009Q3	2009Q4	2010Q1	2010Q2	2010Q3	2010Q4
营业总收入	1035.69	1944.30	2899.89	3881.94	1240.68	2321.99	3433.86	4486.07	1035.69	908.61	955.59	982.05	1240.68	1081.31	1111.87	1052.21
营业收入	1035.69	1944.30	2899.89	3881.94	1240.68	2321.99	3433.86	4486.07	1035.69	908.61	955.59	982.05	1240.68	1081.31	1111.87	1052.21
同比增长率	-58.83%	-59.59%	5.00%	10.05%	19.79%	19.43%	18.41%	15.56%	-58.83%	-60.43%	45.14%	28.27%	19.79%	19.01%	16.35%	7.14%
营业总成本	1021.58	1912.25	2865.50	3815.97	1181.29	2194.84	3288.25	4304.74	1021.58	890.67	953.25	950.47	1181.29	1013.55	1093.41	1016.49
营业成本	804.43	1443.38	2139.60	2805.68	927.35	1672.56	2478.85	3205.81	804.43	638.95	696.22	666.08	927.35	745.21	806.29	726.96
成本率	77.67%	74.24%	73.78%	72.28%	74.75%	72.03%	72.19%	71.46%	77.67%	70.32%	72.86%	67.83%	74.75%	68.92%	72.52%	69.09%
主营业务利润	224.73	486.21	739.09	1047.30	305.75	635.19	933.67	1250.09	224.73	261.48	252.88	308.21	305.75	329.43	298.48	316.42
毛利率	22.33%	25.76%	26.22%	27.72%	25.25%	27.97%	27.81%	28.54%	22.33%	29.68%	27.14%	32.17%	25.25%	31.08%	27.48%	30.91%
同比增长率	-50.68%	-44.87%	2.97%	0.30%	36.05%	30.64%	26.33%	19.36%	-50.68%	-38.65%	71.35%	-5.55%	36.05%	25.99%	18.03%	2.66%
营业税金及附加	6.53	14.71	21.20	28.96	7.58	14.24	21.34	30.17	6.53	8.18	6.49	7.76	7.58	6.67	7.10	8.83
销售费用	107.67	251.36	391.33	556.48	135.72	285.02	445.34	617.32	107.67	143.69	139.96	165.15	135.72	149.30	160.32	171.98
营业费用率	10.40%	12.93%	13.49%	14.34%	10.94%	12.27%	12.97%	13.76%	10.40%	15.81%	14.65%	16.82%	10.94%	13.81%	14.42%	16.34%
管理费用	99.85	198.22	315.39	435.51	111.07	219.90	339.67	457.41	99.85	98.37	117.17	120.12	111.07	108.83	119.77	117.74
管理费用率	9.64%	10.19%	10.88%	11.22%	8.95%	9.47%	9.89%	10.20%	9.64%	10.83%	12.26%	12.23%	8.95%	10.06%	10.77%	11.19%
财务费用	2.56	4.54	5.77	6.13	-0.27	-0.60	-1.18	-2.20	2.56	1.98	1.23	0.37	-0.27	-0.34	-0.57	-1.02
期间费用率	20.28%	23.36%	24.57%	25.71%	19.87%	21.72%	22.83%	23.91%	20.28%	26.86%	27.04%	29.09%	19.87%	23.84%	25.14%	27.44%
资产减值损失	0.54	0.05	-7.78	-16.79	-0.17	3.72	4.23	-3.76	0.54	-0.49	-7.83	-9.01	-0.17	3.89	0.51	-7.99
公允价值变动净收益	0.62	1.00	1.40	2.32	0.08	-0.04	1.48	1.34	0.62	0.38	0.40	0.93	0.08	-0.12	1.53	-0.14
投资净收益	25.01	83.02	120.36	138.78	12.61	60.87	100.56	115.35	25.01	58.01	37.33	18.43	12.61	48.26	39.69	14.79
其中：对联营企业和合营企业的投资收益	23.36	79.72	115.67	133.69	12.63	57.09	95.23	109.44	23.36	56.37	35.95	18.02	12.63	44.46	38.14	14.21
营业利润	39.74	116.07	156.14	207.08	72.08	187.98	247.66	298.02	39.74	76.33	40.07	50.94	72.08	115.90	59.68	50.36
营业利润率	3.84%	5.97%	5.38%	5.33%	5.81%	8.10%	7.21%	6.64%	3.84%	8.40%	4.19%	5.19%	5.81%	10.72%	5.37%	4.79%
同比增长率	-74.00%	-44.99%	-0.04%	17.63%	81.38%	61.95%	58.61%	43.91%	-74.00%	31.26%	-206.57%	156.75%	81.38%	51.84%	48.94%	-1.15%
加：营业外收入	4.69	11.37	17.89	30.68	5.01	10.84	16.60	38.59	4.69	6.68	6.52	12.78	5.01	5.84	5.75	21.99
减：营业外支出	1.86	3.24	4.08	6.42	0.31	1.25	2.28	15.27	1.86	1.38	0.84	2.34	0.31	0.94	1.03	12.99
其中：非流动资产处置净损失	0.11	0.89	0.80	1.22	0.03	0.09	0.23	9.50	0.11	0.78	0.09	0.42	0.03	0.06	0.14	9.27
利润总额	42.57	124.20	169.95	231.33	76.77	197.57	261.97	321.34	42.57	81.63	45.75	61.38	76.77	120.80	64.40	59.37
税前利润率	4.11%	6.39%	5.86%	5.96%	6.19%	8.51%	7.63%	7.16%	4.11%	8.98%	4.79%	6.25%	6.19%	11.17%	5.79%	5.64%
同比增长率	-72.32%	-42.38%	4.33%	14.42%	80.34%	59.07%	54.15%	38.91%	-72.32%	32.24%	-226.70%	56.22%	80.34%	47.98%	40.77%	-3.27%
减：所得税	5.97	9.61	19.74	22.57	5.25	23.43	28.04	47.31	5.97	3.63	10.14	2.82	5.25	18.18	4.60	19.27
有效税率	14.02%	7.74%	11.62%	9.76%	6.84%	11.86%	10.70%	14.72%	14.02%	4.45%	22.16%	4.59%	6.84%	15.05%	7.14%	32.46%
净利润	36.60	114.59	150.21	208.77	71.52	174.14	233.94	274.03	36.60	77.99	35.61	58.56	71.52	102.62	59.80	40.09
减：少数股东损益	-1.20	-1.97	-2.91	-2.22	3.23	5.36	6.57	6.92	-1.20	-0.78	-0.94	0.69	3.23	2.13	1.20	0.35
归属于母公司所有者的净利润	37.80	116.56	153.12	210.99	68.29	168.78	227.37	267.11	37.80	78.77	36.56	57.87	68.29	100.48	58.59	39.74
净利润率	3.65%	5.99%	5.28%	5.44%	5.50%	7.27%	6.62%	5.95%	3.65%	8.67%	3.83%	5.89%	5.50%	9.29%	5.27%	3.78%
同比增长率	-66.73%	-30.04%	5.80%	15.61%	80.66%	44.80%	48.49%	26.60%	-66.73%	48.62%	-260.07%	53.18%	80.66%	27.56%	60.26%	-31.33%
每股收益	0.047	0.144	0.189	0.260	0.084	0.208	0.280	0.329	0.047	0.097	0.045	0.071	0.084	0.124	0.072	0.049

资料来源：东方证券研究所

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	2010	2011E	2012E	2013E	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	2176	2463	2939	3557	营业收入	4486	5249	6193	7122
现金	707	650	852	1148	营业成本	3206	3753	4410	5057
应收账款	331	479	566	651	营业税金及附加	30	36	42	48
其它应收款	43	55	62	72	营业费用	617	719	842	969
预付账款	127	132	161	185	管理费用	457	541	638	734
存货	755	853	994	1152	财务费用	-2	-18	-22	-31
其他	213	295	304	350	资产减值损失	-4	0	0	0
非流动资产	2301	2254	2210	2148	公允价值变动收益	1	0	0	0
长期投资	952	915	926	927	投资净收益	115	135	140	145
固定资产	1040	1014	971	916	营业利润	298	354	423	491
无形资产	97	98	97	97	营业外收入	39	40	50	60
其他	211	227	216	208	营业外支出	15	11	11	12
资产总计	4477	4717	5149	5705	利润总额	321	383	462	539
流动负债	714	670	711	810	所得税	47	50	60	72
短期借款	39	43	0	0	净利润	274	333	401	467
应付账款	264	358	411	466	少数股东损益	7	-0	2	3
其他	411	269	300	344	归属于母公司净利润	267	333	399	464
非流动负债	121	73	63	53	EBITDA	409	436	509	572
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.33	0.41	0.49	0.57
其他	121	73	63	53	主要财务比率				
负债合计	835	743	774	863	会计年度	2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	102	102	104	107	成长能力				
股本	811	811	811	811	营业收入	15.6%	17.0%	18.0%	15.0%
资本公积	1153	1153	1153	1153	营业利润	43.9%	18.6%	19.7%	16.0%
留存收益	1576	1909	2308	2772	归属于母公司净利润	26.6%	24.7%	19.7%	16.3%
归属母公司股东权益合计	3539	3873	4271	4735	获利能力				
负债和股东权益	4477	4717	5149	5705	毛利率	28.5%	28.5%	28.8%	29.0%
现金流量表					净利率	6.0%	6.3%	6.4%	6.5%
单位:百万元					ROE	7.5%	8.6%	9.3%	9.8%
会计年度	2010	2011E	2012E	2013E	ROIC	15.3%	14.3%	16.2%	17.4%
经营活动现金流	73	-161	149	170	偿债能力				
净利润	274	333	401	467	资产负债率	18.7%	15.8%	15.0%	15.1%
折旧摊销	113	101	107	113	净负债比率				
财务费用	-2	-18	-22	-31	流动比率	3.05	3.68	4.14	4.39
投资损失	-115	-135	-140	-145	速动比率	1.98	2.38	2.72	2.95
营运资金变动	-224	-414	-200	-235	营运能力				
其它	28	-28	2	1	总资产周转率	1.03	1.14	1.26	1.31
投资活动现金流	24	80	75	95	应收账款周转率	12	12	11	11
资本支出	83	120	50	50	应付账款周转率	11.31	12.06	11.48	11.54
长期投资	28	-70	13	0	每股指标 (元)				
其他	135	130	138	145	每股收益	0.33	0.41	0.49	0.57
筹资活动现金流	-68	22	-22	31	每股经营现金流	0.09	-0.20	0.18	0.21
短期借款	-25	5	-43	0	每股净资产	4.36	4.78	5.27	5.84
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	62.17	49.85	41.64	35.80
资本公积增加	9	0	0	0	P/B	4.69	4.29	3.89	3.51
其他	-52	18	22	31	EV/EBITDA	37	34	29	26
现金净增加额	29	-58	203	296					

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