

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

广州药业 (600332)

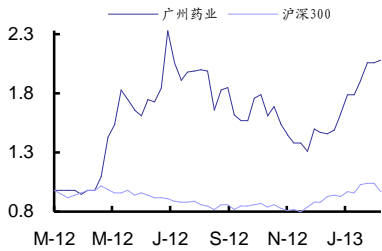
推荐

2012 年报点评

(维持评级)

2013 年 03 月 01 日

一年该股与沪深 300 走势比较



股票数据

总股本/流通 (百万股)	811/591
总市值/流通 (百万元)	22,827/16,637
上证综指/深圳成指	2,366/9,641
12 个月最高/最低元)	33.76/11.94

相关研究报告:

《国信证券-广州药业-600332-更新报告: 2013 强势崛起-130104》——2013-01-04
 《广州药业-600332-2012 年三季报点评: 新广药“增势良好”》——2012-10-30
 《广州药业-600332-2012 年半年报点评: 增势良好》——2012-08-27
 《广州药业-600332-深度报告: 新发展, 新期待》——2012-07-16
 《广州药业-600332-深度报告: 新发展, 新期待》——2012-07-13

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396
 E-MAIL: hepg@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980510120026

证券分析师: 杜佐远

电话: 0755-82130473
 E-MAIL: duzyuan@guosen.com.cn
 证券投资咨询执业资格证书编号: S0980512070001

独立性声明:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道, 分析逻辑基于本人的职业理解, 通过合理判断并得出结论, 力求客观、公正, 结论不受任何第三方的授意、影响, 特此声明。

财报点评

双轮驱动跨越式发展

●广州药业: 业绩增长 37%, EPS0.49 元超预期

收入 82 亿增 51%, 净利润 3.95 亿增 37%, EPS0.49 元/股, 扣非后净利润 3.77 亿元增 42%, 超预期因素是红罐王老吉收入大增并贡献收益 (Q4 收入 27.5 亿增 109%, 净利润 1.03 亿增 116%, EPS0.13)。估计原主业收入增 20%, 净利润增 27%符合预期。预收款增加促使经营性现金流大幅好转 (0.62 元/股, +374%)。

●红色王老吉 2012 从零开始, 期待 2013 强势崛起, 2014 王者归来

1) 12 年 5 月红罐官司胜诉后, 广药从零开始, 产能 9 月底真正释放, 估计 12 年红罐王老吉实现收入 17-18 亿元, 绿盒王老吉 18-19 亿元 (+22%)。2) 随着产能快速扩大, 团队扩充与磨合, 品牌和渠道将稳步拓展, 除红罐外, 瓶装、低糖/无糖/现调型/固体王老吉相继上市, 2013 年王老吉有望强势崛起, 预计红绿销售有望超 80 亿元 (绿盒超 20 亿+红色超 60 亿)。3) 14 年王老吉有望演绎“王者归来”——凉茶 NO.1。14 年绿盒合营到期后有望收回, 王老吉将形成“盒、罐、瓶、条”全系列, 优势互补, 全面发力。4) 13 年 2-5 月“更名”等官司将一一定案, 广药胜诉概率大。

●白云山: 业绩增长 34%, EPS0.74 元亦超预期

收入 43 亿元增 13%, 核心品种占比和毛利率均提升, 净利润 3.49 亿元增 34%, EPS0.74 元超预期的 0.72, 扣非后 3.39 亿元增 36%。经营性现金流 1.10 元/股 (+88%) 远超净利润。白云近年经营质量持续表现优异 (应收账款占比小、经营现金流良好), 显示白云山产品和品牌强势。12Q4 收入 9.14 亿元在高基数上减 4%, 净利润 0.69 亿元增 36%, 扣非后 0.66 亿元增 48%。未来有望持续整合出效益。

●重组后“大南药+大健康”双轮驱动, 将实现跨越式发展, 推荐!

“广药+白云山”合计收入 108 亿增 17%, 净利润 7.13 亿增 30% (未包括红色王老吉), 整体增势良好。维持重组后新广药 (广药+白云山+广药拟购买资产) 13-15 净利润 8.7/10.1/11.8 亿元, EPS0.67/0.79/0.91, 增速 20%/17%/16%预测。考虑红色王老吉, 重组后整体业绩的敏感性分析显示 13EPS 为 0.98-1.14 元。维持前期判断: 广州药业借重组白云山、王老吉商标回归, 将实现“大南药+大健康”产业双轮驱动发展: 1) “优势资源+管理和营销改善”推动现有广药工商业资产经营上升; 2) 借王老吉回归发力大健康产业撬动系列老字号品牌潜力; 3) 吸并白云山之后广药集团实现整体上市, 优势互补效益提升。维持“推荐”评级和合理估值预期 32-35 元。

盈利预测和财务指标

	2012	2013E	2014E	2015E
营业收入(百万元)	8,229	16,615	20,309	24,225
(+/-%)	51.3%	101.9%	22.2%	19.3%
净利润(百万元)	395	1270	1614	1980
(+/-%)	37.5%	221.2%	27.1%	22.7%
摊薄每股收益(元)	0.49	0.98	1.25	1.53
EBITMargin	3.1%	3.3%	3.2%	3.5%
净资产收益率(ROE)	9.6%	10.9%	11.9%	12.9%
市盈率(PE)	57.7	28.6	22.5	18.4
EV/EBITDA	52.0	25.7	19.8	15.9
市净率(PB)	5.6	5.2	4.8	4.5

资料来源: Wind, 国信证券经济研究所; 注: 13-15 年为重组后新广药, 红色王老吉 13-15 年收入弹性预测下限 40/60/80 亿, 净利率 10%计算。

表 1: 广州药业、白云山、合并后新广药收入 (亿元)、净利润 (万元) 模拟预测 (未包括红色王老吉)。

		2010	2011	2012	2013E	2014E	2015E
1、广州药业 A/H	收入	44.86	54.40	65.19	75.84	86.19	97.89
	净利润	26711	28753	36432	44943	53299	63065
	增速	27%	8%	27%	23%	19%	18%
	EPS	0.33	0.35	0.45	0.55	0.66	0.78
其中: 诺诚生物 (持股 49.24%)	收入	0.52	1.70	2.32	3.50	4.55	5.78
	净利润	780	3470	8436	13000	16900	21450
	增速		345%	143%	54%	30%	27%
	贡献 EPS	0.00	0.02	0.05	0.08	0.10	0.13
王老吉药业 (持股 48.0465%)	收入	15.52	19.30	23.19	27.83	32.84	38.10
	净利润	10516	14234	14935	17623	20442	23713
	增速	-36%	35%	5%	18%	16%	16%
	贡献 EPS	0.06	0.08	0.09	0.10	0.12	0.14
2、白云山	收入	33.17	37.99	43.11	48.83	55.27	62.57
	净利润	20474	26109	34895	40589	46637	53533
	增速	90%	28%	34%	16%	15%	15%
	EPS	0.44	0.56	0.74	0.87	0.99	1.14
3、本次重组广药拟购买资产	收入	1.09	1.22	1.34	1.48	1.63	1.79
	净利润	1447	1393	1409	1427	1447	1447
合并后新广药 A/H (1+2+3)	收入	79.12	93.61	109.64	126.15	143.09	162.25
	净利润	48632	56254	72736	86960	101383	118046
	增速	47%	16%	29%	20%	17%	16%
	摊薄 EPS	0.38	0.44	0.56	0.67	0.79	0.91

注: 广药拟购买的 4 个资产中百特医疗以现金分红形式贡献利润, 保联拓展 100%并表, 房屋建筑物和商标每年贡献稳定净利润 (减少租赁支出、收取商标许可费)。摊薄 EPS 指广药、白云山合并后总股本 12.91 亿计算的 EPS。

表 2: 2013 年红色王老吉贡献 EPS 弹性预测 (按广药重组后总股本 12.91 亿股)

净利率	收入 (亿元)							
	20	30	40	50	60	70	80	90
2%	0.03	0.05	0.06	0.08	0.09	0.11	0.12	0.14
4%	0.06	0.09	0.12	0.15	0.19	0.22	0.25	0.28
6%	0.09	0.14	0.19	0.23	0.28	0.33	0.37	0.42
8%	0.12	0.19	0.25	0.31	0.37	0.43	0.50	0.56
10%	0.15	0.23	0.31	0.39	0.46	0.54	0.62	0.70
12%	0.19	0.28	0.37	0.46	0.56	0.65	0.74	0.84
14%	0.22	0.33	0.43	0.54	0.65	0.76	0.87	0.98
16%	0.25	0.37	0.50	0.62	0.74	0.87	0.99	1.12
18%	0.28	0.42	0.56	0.70	0.84	0.98	1.12	1.25
20%	0.31	0.46	0.62	0.77	0.93	1.08	1.24	1.39

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 3: 2013 年整体 EPS 弹性预测 (重组后新广药+红色王老吉贡献) (总股本 12.91 亿股)

净利率	收入 (亿元)							
	20	30	40	50	60	70	80	90
2%	0.70	0.72	0.74	0.75	0.77	0.78	0.80	0.81
4%	0.74	0.77	0.80	0.83	0.86	0.89	0.92	0.95
6%	0.77	0.81	0.86	0.91	0.95	1.00	1.05	1.09
8%	0.80	0.86	0.92	0.98	1.05	1.11	1.17	1.23
10%	0.83	0.91	0.98	1.06	1.14	1.22	1.29	1.37
12%	0.86	0.95	1.05	1.14	1.23	1.32	1.42	1.51
14%	0.89	1.00	1.11	1.22	1.32	1.43	1.54	1.65
16%	0.92	1.05	1.17	1.29	1.42	1.54	1.66	1.79
18%	0.95	1.09	1.23	1.37	1.51	1.65	1.79	1.93
20%	0.98	1.14	1.29	1.45	1.60	1.76	1.91	2.07

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10%之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示

本报告版权归国信证券股份有限公司（以下简称“我公司”）所有，仅供我公司客户使用。未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式使用、复制或传播。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以我公司向客户发布的本报告完整版本为准。本报告基于已公开的资料或信息撰写，但我公司不保证该资料及信息的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映我公司于本报告公开发布当日的判断，在不同时期，我公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。我公司或关联机构可能会持有本报告中所提到的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业务服务。我公司不保证本报告所含信息及资料处于最新状态；我公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。

证券投资咨询业务的说明

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	赵婧	021-60875168	黄学军	021-60933142
崔嵘	021-60933159			林丽梅	021-60933157
张嫻	0755-82133259			技术分析	
李智能	0755-22940456			闫莉	010-88005316
沈瑞	0755-82132998-3171				
交通运输		机械		商业贸易	
郑武	0755-82130422	郑武	0755-82130422	孙菲菲	0755-82130722
陈建生	0755-82133766	陈玲	021-60875162	常伟	0755-82131528
岳鑫	0755-82130432	杨森	0755-82133343		
糜怀清	021-60933167				
汽车及零配件		钢铁及新材料		房地产	
左涛	021-60933164	郑东	010-66025270	区瑞明	0755-82130678
				黄道立	0755-82130685
				刘宏	0755-22940109
基础化工及石化		医药		计算机及电子	
刘旭明	010-88005382	贺平鸽	0755-82133396	段迎晟	0755-82130761
张栋梁	021-60933151	丁丹	0755-82139908	高耀华	010-88005321
吴琳琳	0755-82130833-1867	杜佐远	0755-82130473	欧阳仕华	0755-82151833
朱振坤	010-88005317	胡博新	0755-82133263	电子	
		刘勍	0755-82133400	刘翔	021-60875160
				欧阳仕华	0755-82151833
传媒		有色金属		电力及公共事业	
陈财茂	010-88005322	彭波	0755-82133909	谢达成	021-60933161
刘明	010-88005319	徐张红	0755-22940289		
金融		轻工		建筑工程及建材	
邵子钦	0755-82130468	李世新	0755-82130565	邱波	0755-82133390
田良	0755-82130470	邵达	0755-82130706	刘萍	0755-82130678
童成墩	0755-82130513			马彦	010-88005304
王倩	0755-82130833-706253				
家电及通信		电力设备及新能源		食品饮料	
王念春	0755-82130407	杨敬梅	021-60933160	黄茂	0755-82138922
程成	0755-22940300	张弢	010-88005311	龙飞	0755-82133920
旅游		农业		电子	
曾光	0755-82150809	杨天明	021-60875165	刘翔	021-60875160
钟潇	0755-82132098	赵钦	021-60933163		
纺织服装及日化		基金评价与研究		金融工程	
朱元	021-60933162	康亢	010-66026337	戴军	0755-82133129
		李腾	010-88005310	林晓明	021-60875168
		刘洋	0755-82150566	秦国文	0755-82133528
		蔡乐祥	0755-82130833-1368	张璐楠	0755-82130833-1379
		钱晶	021-60875163	郑亚斌	021-60933150
		潘小果	0755-82130843	陈志岗	0755-82136165
				马瑛清	0755-22940643
				吴子昱	0755-22940607

国信证券机构销售团队

华北区 (机构销售一部)		华东区 (机构销售二部)		华南区 (机构销售三部)	
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn	盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	郑毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn	甘墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com
甄艺	010-66020272 18611847166	刘塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	18601123617	李佩	021-60875173 13651693363 lipei@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	18901140709	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	梁丹	15107552991
		梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn		