

广州药业 (600332) 调研简报: 大南药和大健康成就未来新广药

行业分类: 医药

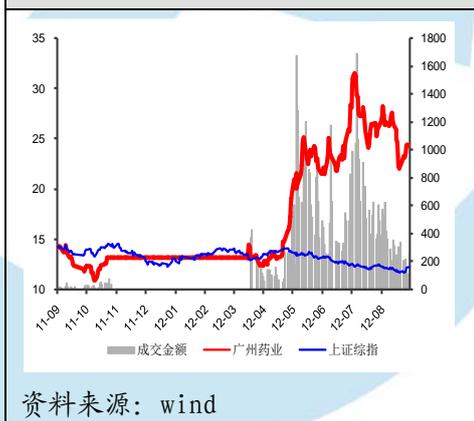
2012年09月10日

公司投资评级	持有
6-12个月目标价	—
当前股价 (12.09.10)	24.09

基础数据

上证指数	2134.89
总股本 (亿)	8.11
流通 A 股 (亿)	5.91
流通 B 股 (亿)	0
流通 A 股市值 (亿)	142
每股净资产 (元)	4.83
ROE (2012Q2)	5.60%
资产负债率	30.09%
动态市盈率	38.24
市净率	4.99

近一年公司指数与上证综指走势对比



事件回顾:

近日,我们参加了广州药业在广州举行的投资者见面会,和众多的投资者一起,就公司的重大资产重组概况、未来发展前景展望等与管理层进行了充分的沟通,并在会后对“神农草堂”中医药博物馆进行了实地参观。

我们的观点:

重组后的新广药。按照之前的重组方案进行的话,广州药业将通过吸收合并白云山、发行股份购买集团资产后,实现广药集团的整体上市,再加上广州药业竭力打造的以红罐王老吉为主体的大健康产业,这就是新广药,而重组完成后的广药集团将会是一个纯粹的控股平台。从业务构成来看,新广药将由大南药和大健康两项业务驱动增长,而按照对红罐王老吉的经营预期来看,大健康产业的营业收入和净利润将通过较快的增长速度实现业务占比在短期内的大幅提升。而广州药业旗下的多项老字号品牌产品将会在重组后的更大的平台上焕发活力,从而带动大南药业务的稳定增长。

广州药业和白云山重组后的协同效应。广州药业的业务侧重于中药和医药商业,白云山侧重于化学原料药和化学制剂,两者重组完成后,无论是在中药等原材料的采购还是在药物的销售上,都会搭建一个统一的平台,新的管理体系建立后,其业务规模将大大增加。规模效应将会产生规模效益,受益于业务整合,公司在采购和营销环节的议价能力都会大大增强,在整合完成后的前五年,预计每年能够节省采购成本及营销费用各1亿,费用的下降会直接提升公司的销售毛利率和销售净利率,公司的盈利能力会进一步的增强。

红罐王老吉撑起大健康。2011年,加多宝经营的红罐王老吉终端销售达到180亿元,如今,广州药业通过法律手段收回了对红罐王老吉的经营权,作为大健康产业进行经营。加多宝在失去了红罐王老吉之后,迅速推出了红罐加多宝凉茶。截至到现在为止,红罐王老吉之争的唯一未解决的问题便是红罐包装专利权的归属,而从事态发展的状态来看,我们认为,红罐包装的争端短期内对两家公司的红罐凉茶的经营均不会产生重大影响。从5月28日收回红罐王老吉进行自主经营到今天为止,红罐王老吉的销售收入在10-12亿元左右,我们预计其全年的销售收入会达到28亿元左右。

风险因素:红罐王老吉销售低于预期的风险;重组进度低于预期的风险。

将预测的红罐王老吉的销售收入考虑进去的话,我们预计现在的广州药业12-14年EPS分别为0.63元、1.04元和1.43元,对应的动态市盈率分别为38.24倍、23.16倍和16.85倍,由于具体的资产重组时间及红罐王老吉的销售收入都存在一定的不确定性,我们暂时给予公司“持有”评级。

联系人: 沈文文 联系电话: 0755-83688575
 联系人邮箱: leechun6@gmail.com

中航证券金融研究所发布 证券研究报告

请务必阅读正文后的免责条款部分

联系地址: 深圳市深南大道3024号航空大厦29楼
 公司网址: www.avicsec.com
 联系电话: 0755-83692635
 传真: 0755-83688539

一、重组后的新广药

按照之前的重组方案：1. 广州药业吸收合并白云山。按照重组相关事宜的董事会决议公告日前20个交易日的A股股票交易均价来计算，广州药业作价12.20元/股，白云山作价11.55元/股，换股比例为1: 0.95。2. 广州药业向广药集团发行0.35亿A股作为支付对价，收购广药集团拥有或有权处置的房屋建筑物、商标、保联拓展100%股权、百特医疗12.50%股权。重组完成后，新广州药业的股本为12.92亿股。

图表 1：重组前后的广州药业的股本结构

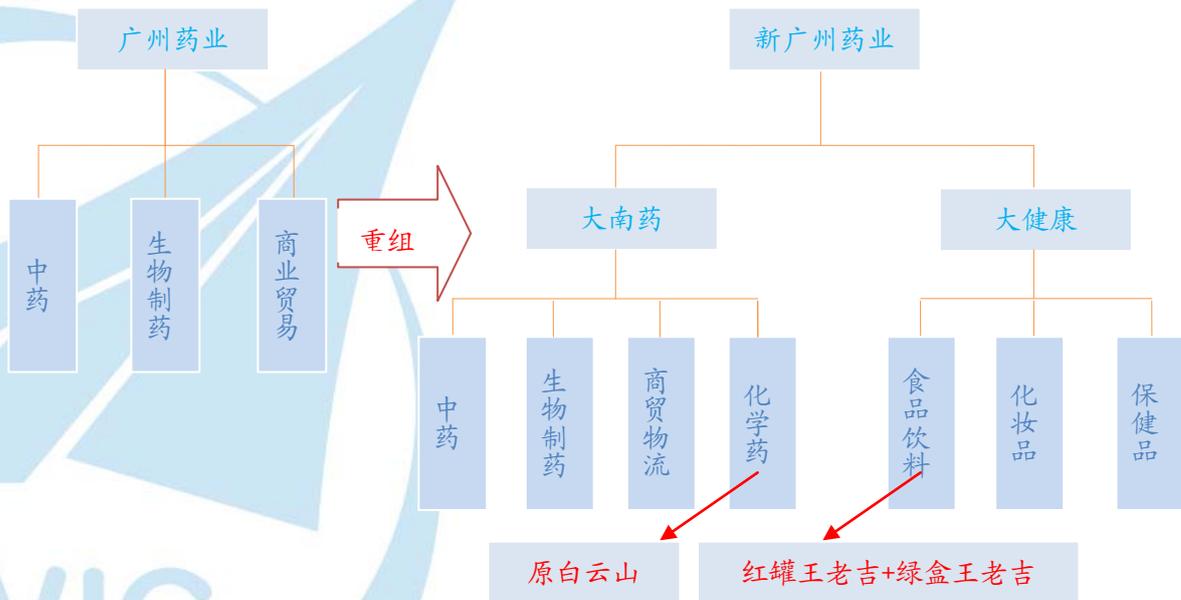
	广州药业	新广州药业
A 股	5.91	10.72*
H 股	2.20	2.20

*新广州药业 A 股股本=5.91+0.35+4.69*0.95=10.72

资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

重组完成后，新广州药业的业务将主要由大南药和大健康两块业务构成，除了覆盖医药产业链的各项业务之外，新注入的红罐王老吉和原有的绿盒王老吉将成为公司的健康业务的主体，健康消费品将会是新广药一个重要的发展方向。

图表 2：重组前后的广州药业的业务结构

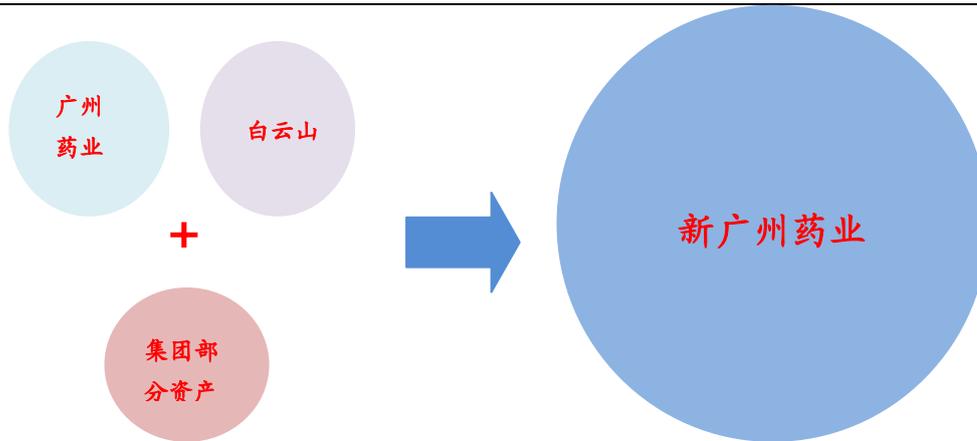


资料来源：公司公告、中航证券金融研究所

二、广州药业和白云山重组后的协同效应

重组完成后，新广药在业务的各个环节都会搭建一个统一的平台，新的管理体系建立后，规模效应将会产生规模效益。受益于业务整合，公司在采购和营销环节的议价能力都会大大增强，在整合完成后的前五年，预计每年能够节省采购成本及营销费用各 1 亿，费用的下降会直接提升公司的销售毛利率和销售净利率，公司的盈利能力会进一步的增强，当然如果考虑到国有企业的经营节奏的话，协同效应可能会低于上述预期。但即使如此，对于新广药来说，“1+1+1>3”的整合逻辑也是成立的。

图表 3: 重组可能带来的协同效应



资料来源: 公司公告、中航证券金融研究所

三、红罐王老吉撑起大健康

2011年,加多宝经营的红罐王老吉终端销售达到180亿元,如今,广州药业通过法律手段收回了对红罐王老吉的经营权,作为大健康产业进行经营。加多宝在失去了红罐王老吉之后,迅速推出了红罐加多宝凉茶,上半年,加多宝在凉茶广告上的投入达到了15亿元左右。截至到现在为止,红罐王老吉之争的唯一未解决的问题便是红罐包装专利权的归属,而从事态发展的状态来看,我们认为,红罐包装的争端短期内对两家公司的红罐凉茶的经营均不会产生重大影响,长期来看,包装专利权的归属会对败诉的一方产生重大影响。此外,南昌事件和苏州事件的发生一定程度上反应了加多宝和广州药业在凉茶市场上针锋相对的竞争状态。

从5月28日收回红罐王老吉进行自主经营到今天为止,红罐王老吉的销售收入在10-12亿元左右,我们预计其全年的销售收入会达到28亿元左右,但考虑到现有的王老吉凉茶采用代工的方式生产,加之前期在广告、渠道及销售人员的投入,预计其今年的销售净利率会在6%左右,低于加多宝此前在凉茶业务上的销售净利率。通过在泰州自建生产基地,我们预计广州药业明年会采取代工和自产两种生产方式,而各种费用投入的减少会进一步提升其凉茶业务的盈利能力。而邓老、和其正等凉茶品牌的崛起,也预示着凉茶市场的竞争会更加激烈。

图表 4: 两种红罐凉茶包装的对比



资料来源: 中航证券金融研究所

关键假设：在以下的财务预测中，我们没有考虑资产重组，而是对现在的广州药业进行财务预测。也没有将红罐王老吉的销售收入考虑进去，因为红罐王老吉的营业收入及盈利能力都存在很大的不确定性，因此我们将红罐王老吉的收入单独考虑，我们预计红罐王老吉 2012、2013 和 2014 年的销售收入分别为 28 亿、60 亿和 72 亿元，考虑到红罐王老吉业务的成本投入主要体现在前期，随着自有生产基地建设的完成，其生产方式会逐渐由代工模式向代工和自产相结合的模式转变，因此我们预计其 2012、2013 和 2014 年的销售净利率分别为 6%、8%和 10%，分别增厚 EPS0.21 元、0.59 元和 0.92 元。

图表 5：公司分产品营业收入及主要财务预测

	09A	10A	11A	12E	13E	14E
制造业务						
营业收入 (百万元)	1948.78	2188.60	2534.76	2950.00	3292.00	3675.04
增加额 (百万元)	113.56	239.82	346.16	415.24	342.00	383.04
增长幅度 (%)	6.19	12.31	15.82	16.38	11.59	11.64
毛利率 (%)	44.32	47.02	44.66	46.50	46.50	46.50
医药贸易						
营业收入 (百万元)	1513.28	1706.03	2049.75	2600.00	3120.00	3744.00
增加额 (百万元)		192.75	343.72	550.25	520.00	624.00
增长幅度 (%)		12.74	20.15	26.84	20.00	20.00
毛利率 (%)	9.37	9.39	8.68	7.50	7.50	7.50
其他贸易						
营业收入 (百万元)	340.36	508.47	760.65	950.00	1140.00	1368.00
增加额 (百万元)		168.11	252.18	189.35	190.00	228.00
增长幅度 (%)		49.39	49.60	24.89	20.00	20.00
毛利率 (%)	0.90	0.95	1.18	1.10	1.00	1.00
其他假设						
营业费用/营业收入 (%)	14.34	13.76	13.07	12.50	12.20	12.00
管理费用/营业收入 (%)	11.22	10.20	8.83	8.00	8.00	8.00
税率 (%)	9.75	14.72	10.45	10.45	10.45	10.45

资料来源：wind、中航证券金融研究所

图表 6: 盈利预测表

资产负债表					利润表				
单位: 百万元					单位: 百万元				
会计年度	2011	2012E	2013E	2014E	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
流动资产	2312	3126	3408	4115	营业收入	5440	6500	7551	8786
现金	384	766	821	926	营业成本	4043	4923	5775	6732
应收账款	447	530	590	719	营业税金及附加	44	49	57	67
其他应收款	54	65	72	88	营业费用	711	812	921	1054
预付账款	133	168	194	224	管理费用	481	520	604	703
存货	859	1153	1190	1540	财务费用	2	12	14	10
其他流动资产	436	445	540	617	资产减值损失	1	0	0	0
非流动资产	2539	2530	2525	2518	公允价值变动收益	-4	-1	-1	-2
长期投资	1255	1349	1449	1549	投资净收益	154	175	210	230
固定资产	1000	911	815	717	营业利润	309	358	388	448
无形资产	95	91	87	84	营业外收入	33	35	35	35
其他非流动资产	189	179	174	169	营业外支出	7	0	0	0
资产总计	4851	5656	5933	6633	利润总额	335	392	423	482
流动负债	871	1407	1306	1576	所得税	35	41	44	50
短期借款	145	514	346	454	净利润	300	351	378	432
应付账款	350	435	471	591	少数股东损益	12	14	15	18
其他流动负债	376	458	489	531	归属母公司净利润	288	337	363	414
非流动负债	85	85	85	85	EBITDA	421	477	510	566
长期借款	0	0	0	0	EPS (元)	0.35	0.42	0.45	0.51
其他非流动负债	85	85	85	85					
负债合计	956	1492	1391	1661	主要财务比率				
少数股东权益	114	128	144	162	会计年度	2011	2012E	2013E	2014E
股本	811	811	811	811	成长能力				
资本公积	1148	1148	1148	1148	营业收入	21.3%	19.5%	16.2%	16.4%
留存收益	1823	2079	2441	2855	营业利润	3.7%	15.8%	8.4%	15.5%
归属母公司股东权益	3782	4036	4398	4810	归属于母公司净利润	7.64%	17.2%	7.7%	14.2%
负债和股东权益	4851	5656	5933	6633	获利能力				
					毛利率 (%)	25.68%	24.26%	23.52%	23.38%
					净利率 (%)	5.3%	5.2%	4.8%	4.7%
					ROE (%)	7.6%	8.3%	8.2%	8.6%
					ROIC (%)	12.0%	13.3%	14.2%	14.3%
					偿债能力				
					资产负债率 (%)	19.7%	26.4%	23.5%	25.0%
					净负债比率 (%)	15.16%	34.47%	24.84%	27.32%
					流动比率	2.65	2.22	2.61	2.61
					速动比率	1.66	1.39	1.69	1.62
					营运能力				
					总资产周转率	1.17	1.24	1.30	1.40
					应收账款周转率	13	13	13	13
					应付账款周转率	13.16	12.54	12.74	12.68
					每股指标 (元)				
					每股收益 (最新摊薄)	0.35	0.42	0.45	0.51
					每股经营现金流 (最新摊薄)	-0.22	0.03	0.16	-0.15
					每股净资产 (最新摊薄)	4.66	4.98	5.42	5.93
					估值比率				
					P/E	67.94	57.99	53.85	47.17
					P/B	5.17	4.84	4.44	4.06
					EV/EBITDA	10.14	11.22	9.80	9.18

资料来源: 中航证券金融研究所, 天软估值

投资评级定义

我们设定的上市公司投资评级如下：

- 买入：预计未来六个月总回报超过综合指数增长水平，股价绝对值将会上涨。
持有：预计未来六个月总回报与综合指数增长相若，股价绝对值通常会上涨。
卖出：预计未来六个月总回报将低于综合指数增长水平，股价将不会上涨。

我们设定的行业投资评级如下：

- 增持：预计未来六个月行业增长水平高于中国国民经济增长水平。
中性：预计未来六个月行业增长水平与中国国民经济增长水平相若。
减持：预计未来六个月行业增长水平低于中国国民经济增长水平。

我们所定义的综合指数，是指该股票所在交易市场的综合指数，如果是在深圳挂牌上市的，则以深圳综合指数的涨跌幅作为参考基准，如果是在上海挂牌上市的，则以上海综合指数的涨跌幅作为参考基准。而我们所指的中国国民经济增长水平是以国家统计局所公布的国民生产总值的增长率作为参考基准。

分析师简介

张绍坤，SAC执业证书号：S0640511010008，南开大学经济学硕士，2007年8月加入中航证券金融研究所，从事零售行业的研究。

分析师承诺

负责本研究报告全部或部分内容的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

免责声明：

本报告并非针对或意图送发或为任何就送发、发布、可得到或使用本报告而使中航证券有限公司及其关联公司违反当地的法律或法规或可致使中航证券受制于法律或法规的任何地区、国家或其它管辖区域的公民或居民。除非另有显示，否则此报告中的材料的版权属于中航证券。未经中航证券事先书面授权，不得更改或以任何方式发送、复印本报告的材料、内容或其复印本给予任何其他人。

本报告所载的资料、工具及材料只提供给阁下作查照只用，并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其他金融票据的邀请或向人作出邀请。中航证券未有采取行动以确保于本报告中所指的证券适合个别的投资者。本报告的内容并不构成对任何人的投资建议，而中航证券不会因接受本报告而视他们为其客户。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被中航证券认为可靠，但中航证券并不能担保其准确性或完整性，而中航证券不对因使用此报告的材料而引致的损失而负任何责任，除非该等损失因明确的法律或法规而引致。并不能依靠本报告以取代行使独立判断。中航证券可发出其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告及该等报告反映分析员的不同设想、见解及分析方法。为免生疑，本报告所载的观点并不代表中航证券及关联公司的立场。

中航证券在法律许可的情况下可参与或投资本报告所提及的发行人的金融交易，向该等发行人提供服务或向他们要求给予生意，及或持有其证券或进行证券交易。中航证券于法律容许下可于发送材料前使用此报告中所载资料或意见或他们所根据的研究或分析。