

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

白云山 (600332)

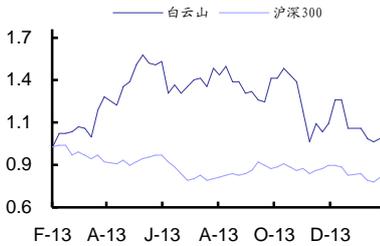
推荐

更新报告

(维持评级)

2014年01月29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) | 1,291/1,037 |
| 总市值/流通 (百万元) | 39,799/31,948 |
| 上证综指/深圳成指 | 2,150/8,452 |
| 12个月最高/最低元) | 40.73/15.10 |

相关研究报告:

《白云山-600332-2013年3季报分析:单季利润波动无碍向好趋势》——2013-11-04
 《白云山-600332-2013中报点评:强劲增长,王者归来》——2013-09-02
 《广州药业-600332-2013一季报点评:王老吉经营势头强劲》——2013-05-02
 《广州药业-600332-2012年报点评:双轮驱动跨越式发展》——2013-03-01
 《国信证券-广州药业-600332-更新报告:2013强势崛起-130104》——2013-01-04

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码: S0980512070001

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码: S0980510120026

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

调整到位,买点再现

●凉茶业务: 2012 从零开始, 2013 强势崛起, 2014 深耕细作

2012年5月红罐官司胜诉后,广药迅速设计包装和口味、组织生产和营销,除了品牌和绿盒王老吉运作经验,一切从零开始。2013年,随着产能快速扩大,团队磨合与完善,渠道稳步拓展,除红罐外,红色瓶装、低糖/无糖/固态型王老吉相继上市,王老吉强势崛起,预计“红+绿”销售合计85亿元(绿盒20亿+红色65亿),终端市场价值超150亿元(包括凉茶促销产品)。在适时强化了高管团队、聘请国际知名外脑咨询团队之后,2014年将持续发力,深耕细作,加强在薄弱环节(餐饮、酒店、自动投币饮料机、飞机等)投入以提高品牌力,有望呈现一个有历史积淀内涵同时充满时尚感和年轻活力的王老吉。市场担心的库存问题不攻自破:马年迎来销售开门红,预计全年终端市场价值200亿元。

●制药业务: 提质增效, 2014 年整合效应开始显现

13年制药业务因内部资源整合(营销调整致原广药下属于公司业绩有所下滑)和联营企业“绿盒王老吉+诺诚生物”投资收益大幅下降而表现平淡,同比基本持平,预计14年开始好转:绿盒王老吉14-15年完全回归,诺诚生物狂犬疫苗13Q4起基本恢复、内部资源整合效应逐步体现,原白云山保持稳健经营。公司以“白云山”统一品牌运筹全国市场,激发和释放原广药的“资源优势+历史积淀”潜能,实现振兴大南药战略值得期待。

●官司有理有据, 接连胜诉

2012年以来公司多个官司接连胜诉。2014年重点关注红罐装潢官司,我们预计王老吉胜券在握。

●发展趋势和推荐逻辑不变, 股价处于底部区域, 维持“推荐”!

我们对公司发展逻辑判断不变(参见2012年深度报告),只是这个过程会有所波折,2013年公司凉茶业务所取得的“成绩单”远比最初我们及市场的普遍预期优异,但因为竞争对手同样强劲,致现阶段市场对2014年预期偏悲观。我们看到了公司能够直面发展中遭遇的问题,听取意见、积极改进。维持以下中长线观点:王老吉大健康产业大发展有望撬动系列老字号资源和品牌潜力;“大南药+大健康+大商业”三轮驱动、优势互补;未来千亿市值可期。业绩弹性预测参见内文,因王老吉投入超预期,调整13-15EPS至0.78/1.06/1.42元,增速32/36/34%,14-15PE26/19x,估值具吸引,股价处于底部区域,6个月合理估值35-40元(14PE33-38X),推荐!

盈利预测和财务指标

| | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|-------------|--------|--------|--------|--------|
| 营业收入(百万元) | 12,674 | 18,332 | 21,692 | 25,269 |
| (+/-%) | | 44.6% | 18.3% | 16.5% |
| 净利润(百万元) | 758 | 1,002 | 1,365 | 1,834 |
| (+/-%) | | 32% | 36% | 34% |
| 摊薄每股收益(元) | 0.59 | 0.78 | 1.06 | 1.42 |
| EBITMargin | 3.1% | 3.3% | 3.2% | 3.5% |
| 净资产收益率(ROE) | 19.6% | 20.9% | 21.9% | 22.9% |
| 市盈率(PE) | 46.0 | 34.8 | 25.6 | 19.0 |
| EV/EBITDA | 48.9 | 24.3 | 18.7 | 14.6 |
| 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

业绩分部预测

业绩预测和调整说明:

1) 制药业务:

维持 13-15EPS0.57/0.66/0.77 元/股, 同比增 2%/15%/17%。期待 2015 年制药业务业绩突破 10 亿元。

2) 王老吉大健康业务:

出于谨慎原则, 收入预测略下调至 65/85/105 亿元 (原预测 70/90/110 亿元), 并将 13-15 年净利润率由 5%、8%、11% 调整为 4%、6%、8%。期待凉茶业务业绩向上弹性。

备注说明:

因绿盒王老吉业务尚在子公司王老吉药业 (公司持股 48%) 旗下, 暂以制药业务投资收益体现。14-15 年如果股权全部回归白云山, 则收入和利润的入账方式及金额将发生较大变化。

表 1: 制药业务+凉茶业务 (红色王老吉) 业绩分部预测

| | | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013E | 2014E | 2015E |
|--|---|-------|-------|-------|--------|--------|--------|--------|
| 制药业务 (指重组后广药+白云山制药业务, 包括王老吉药业的绿盒王老吉业务, 但不体现收入, 列为投资收益) | 收入 (亿元) | 67.80 | 79.12 | 93.61 | 109.64 | 118.32 | 131.92 | 147.69 |
| | 净利润 (万元) | 33117 | 48632 | 56254 | 72736 | 74215 | 85459 | 99377 |
| | 增速 | | 47% | 16% | 29% | 2% | 15% | 17% |
| | EPS (元/股) | 0.26 | 0.38 | 0.44 | 0.56 | 0.57 | 0.66 | 0.77 |
| 红色凉茶业务 (指王老吉大健康公司的红色王老吉业务, 未包含绿盒王老吉) | 收入 (亿元) | | | | 17.10 | 65.00 | 85.00 | 105.00 |
| | 增速 | | | | | 280% | 31% | 24% |
| | 净利润 (13-15 年按实际可能达到净利率 4%/6%/8% 计算, 万元) | | | | 3096 | 26000 | 51000 | 84000 |
| | 增速 | | | | | 740% | 96% | 65% |
| | EPS (元/股) | | | | 0.02 | 0.20 | 0.39 | 0.65 |
| 合 计 | 收入 (亿元) | | | | 126.74 | 183.32 | 216.92 | 252.69 |
| | 增速 | | | | | 45% | 18% | 16% |
| | 净利润 (万元) | | | | 75833 | 100215 | 136459 | 183377 |
| | 增速 | | | | | 32% | 36% | 34% |
| | EPS (元/股) | | | | 0.59 | 0.78 | 1.06 | 1.42 |

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

业绩弹性预测

表 2: 弹性预测: 2013 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

| 净利率 | 收入 (亿元) | | | | | | | |
|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 30 | 40 | 50 | 60 | 70 | 80 | 90 | 100 |
| 2% | 0.05 | 0.06 | 0.08 | 0.09 | 0.11 | 0.12 | 0.14 | 0.15 |
| 4% | 0.09 | 0.12 | 0.15 | 0.19 | 0.22 | 0.25 | 0.28 | 0.31 |
| 6% | 0.14 | 0.19 | 0.23 | 0.28 | 0.33 | 0.37 | 0.42 | 0.46 |
| 8% | 0.19 | 0.25 | 0.31 | 0.37 | 0.43 | 0.50 | 0.56 | 0.62 |
| 10% | 0.23 | 0.31 | 0.39 | 0.46 | 0.54 | 0.62 | 0.70 | 0.77 |
| 12% | 0.28 | 0.37 | 0.46 | 0.56 | 0.65 | 0.74 | 0.84 | 0.93 |
| 14% | 0.33 | 0.43 | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 0.87 | 0.98 | 1.08 |
| 16% | 0.37 | 0.50 | 0.62 | 0.74 | 0.87 | 0.99 | 1.12 | 1.24 |
| 18% | 0.42 | 0.56 | 0.70 | 0.84 | 0.98 | 1.12 | 1.25 | 1.39 |
| 20% | 0.46 | 0.62 | 0.77 | 0.93 | 1.08 | 1.24 | 1.39 | 1.55 |

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 3: 弹性预测: 2014 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

| 净利率 | 收入 (亿元) | | | | | | | |
|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 50 | 60 | 70 | 80 | 90 | 100 | 110 | 120 |
| 2% | 0.08 | 0.09 | 0.11 | 0.12 | 0.14 | 0.15 | 0.17 | 0.19 |
| 4% | 0.15 | 0.19 | 0.22 | 0.25 | 0.28 | 0.31 | 0.34 | 0.37 |
| 6% | 0.23 | 0.28 | 0.33 | 0.37 | 0.42 | 0.46 | 0.51 | 0.56 |
| 8% | 0.31 | 0.37 | 0.43 | 0.50 | 0.56 | 0.62 | 0.68 | 0.74 |
| 10% | 0.39 | 0.46 | 0.54 | 0.62 | 0.70 | 0.77 | 0.85 | 0.93 |
| 12% | 0.46 | 0.56 | 0.65 | 0.74 | 0.84 | 0.93 | 1.02 | 1.12 |
| 14% | 0.54 | 0.65 | 0.76 | 0.87 | 0.98 | 1.08 | 1.19 | 1.30 |
| 16% | 0.62 | 0.74 | 0.87 | 0.99 | 1.12 | 1.24 | 1.36 | 1.49 |
| 18% | 0.70 | 0.84 | 0.98 | 1.12 | 1.25 | 1.39 | 1.53 | 1.67 |
| 20% | 0.77 | 0.93 | 1.08 | 1.24 | 1.39 | 1.55 | 1.70 | 1.86 |

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

表 4: 弹性预测: 2015 年凉茶业务 (红色王老吉) 贡献 EPS

| 净利率 | 收入 (亿元) | | | | | | | |
|-----|---------|------|------|------|------|------|------|------|
| | 70 | 80 | 90 | 100 | 110 | 120 | 130 | 140 |
| 2% | 0.11 | 0.12 | 0.14 | 0.15 | 0.17 | 0.19 | 0.20 | 0.22 |
| 4% | 0.22 | 0.25 | 0.28 | 0.31 | 0.34 | 0.37 | 0.40 | 0.43 |
| 6% | 0.33 | 0.37 | 0.42 | 0.46 | 0.51 | 0.56 | 0.60 | 0.65 |
| 8% | 0.43 | 0.50 | 0.56 | 0.62 | 0.68 | 0.74 | 0.81 | 0.87 |
| 10% | 0.54 | 0.62 | 0.70 | 0.77 | 0.85 | 0.93 | 1.01 | 1.08 |
| 12% | 0.65 | 0.74 | 0.84 | 0.93 | 1.02 | 1.12 | 1.21 | 1.30 |
| 14% | 0.76 | 0.87 | 0.98 | 1.08 | 1.19 | 1.30 | 1.41 | 1.52 |
| 16% | 0.87 | 0.99 | 1.12 | 1.24 | 1.36 | 1.49 | 1.61 | 1.73 |
| 18% | 0.98 | 1.12 | 1.25 | 1.39 | 1.53 | 1.67 | 1.81 | 1.95 |
| 20% | 1.08 | 1.24 | 1.39 | 1.55 | 1.70 | 1.86 | 2.01 | 2.17 |

数据来源: 公司资料、国信证券经济研究所

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+大商业”产业三轮驱动发展。

- 1) “优势资源+管理改善”推动现有广药工商业业务经营上升;
- 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，实现广药集团整体上市，优势互补、整合出效益。

后续关注和预期

- **王老吉“红罐装潢权”渐行渐近：**判断白云山赢的概率极高。
- **资产增值、投资收益。**广药、白云山在广州市区拥有丰富土地储备，估计在上市公司旗下土地约 2000 亩，价值几十亿或上百亿？
- **国企改革：**广东省若开展，广药集团有望走在前列。
- **索赔：**包括王老吉“更名广告索赔 10 亿”+“非法使用王老吉商标 2 年非法所得 75 亿”等。
- **伟哥上市。**2014 年 5 月 13 日中国专利到期，白云山首仿上市。
- **绿盒王老吉回归。**2014 年底王老吉药业合营到期后，加多宝间接持有的 48% 股权被白云山收回。
- **2015 年凉茶业务“红+绿”在生产、营销、管理、战略合二为一之后，协同发力，盈利能力显著提升，竞争优势提升，估值提升。**
- **大健康业务：**随着凉茶业务收入、利润占比大幅提升，公司名称或再次更名为“王老吉”。而借助王老吉的成功运作，其它健康消费品大力发展。
- **大南药业务：**广药白云山合并之后，制药业务规模扩大、效益提升。“白云山”全国性品牌旗下的产品力、影响力大幅提升。
- **大商业业务：**华南地区的医药商业龙头北上进行全国性拓展；并借助与全球医药商业巨头的业务和战略合作，拓展新型连锁药店业态；或，将集团药品、健康品适时通过合作伙伴出口欧美。
- **“大健康+大南药+大商业”协力发展，未来千亿市值可期。**

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 | | 策略 | | 技术分析 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郇彬 | 021-6093 3155 | 闫莉 | 010-88005316 |
| 钟正生 | | 马韬 | 021-60933157 | | |
| | | 孔令超 | 021-60933159 | | |
| 固定收益 | | 交通运输 | | 机械 | |
| 董德志 | 021-60933158 | 郑武 | 0755-82130422 | 郑武 | 0755-82130422 |
| 赵婧 | 021-60875174 | 岳鑫 | 0755-82130432 | 朱海涛 | 0755-22940097 |
| 刘鹏 | | 糜怀清 | 021-60933167 | 陈玲 | 021-60875162 |
| 魏玉敏 | | | | 杨森 | 0755-82133343 |
| 钢铁及新材料 | | 房地产 | | 医药 | |
| 郑东 | 010-66025270 | 区瑞明 | 0755-82130678 | 贺平鸽 | 0755-82133396 |
| | | | | 丁丹 | 0755-82139908 |
| | | | | 杜佐远 | 0755-82130473 |
| | | | | 胡博新 | 0755-82133263 |
| 电子 | | 计算机 | | 传媒 | |
| 刘翔 | 021-60875160 | 高耀华 | 010-88005321 | 陈财茂 | 010-88005322 |
| 陈平 | 021-60933151 | | | 刘明 | 010-88005319 |
| 卢文汉 | 021-60933164 | | | | |
| 零售、纺织服装及快销品 | | 电力及公共事业 | | 银行 | |
| 朱元 | 021-60933162 | 陈青青 | 0755-22940855 | 王婧 | |
| | | 徐强 | | | |
| 轻工 | | 建筑工程 | | 家电 | |
| 邵达 | 0755-82130706 | 邱波 | 0755-82133390 | 王念春 | 0755-82130407 |
| | | 刘萍 | 0755-82130678 | 曾婵 | 0755-82130646 |
| 通信 | | 电力设备 | | 新能源 | |
| 程成 | 0755-22940300 | 杨敬梅 | 021-60933160 | 张弢 | 010-88005311 |
| 食品饮料 | | 旅游 | | 农业 | |
| 龙飞 | 0755-82133920 | 曾光 | 0755-82150809 | 杨天明 | 021-60875165 |
| | | 钟潇 | 0755-82132098 | 赵钦 | 021-60933163 |
| 汽车及零部件 | | 金融工程 | | 基金评价与研究 | |
| 黄冲 | 010-88005315 | 林晓明 | 021-60875168 | 钱晶 | 021-60875163 |
| | | 陈志岗 | 0755-82136165 | 潘小果 | 0755-82130843 |
| | | 吴子昱 | 0755-22940607 | | |
| | | 周琦 | 0755-82133568 | | |
| 军工 | | 建材 | | | |
| 郑武 | 0755-82130422 | 黄道立 | 0755-82130685 | | |
| 朱海涛 | 0755-22940097 | 刘宏 | 0755-22940109 | | |

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 | 郑毅 | 021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn | 魏宁 | 0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn |
| 王晓健 | 010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn | 叶琳菲 | 021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn | 邵燕芳 | 0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn |
| 李文英 | 010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn | 刘塑 | 021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn | 段莉娟 | 0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn |
| 赵海英 | 010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn | 崔鸿杰 | 021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn | 郑灿 | 0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn |
| 原祎 | 010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn | 李佩 | 021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn | 徐冉 | 0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn |
| 甄艺 | 010-66020272 18611847166 | 汤静文 | 021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn | 颜小燕 | 0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn |
| 杨柳 | 18601241651 yangliu@guosen.com.cn | 梁轶聪 | 021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn | 赵晓曦 | 0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn |
| 王耀宇 | 18601123617 | | | | |
| 陈孜譞 | 18901140709 | | | | |