

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

白云山 (600332)

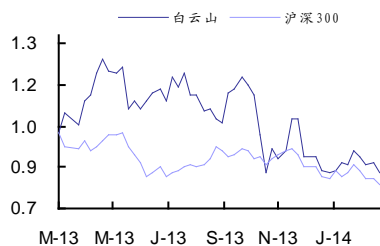
推荐

2013 年报分析

(维持评级)

2014 年 03 月 18 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-重大事项快评: 2014 创新突破》——2014-03-06
- 《白云山-600332-更新报告: 调整到位, 买点再现》——2014-01-29
- 《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

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

趋势向上

- **业绩增长 34%, EPS0.77 元符合预期; 经营现金流持续大幅增长**
13 年收入 176 亿元 (+46%, 同口径), 归母公司净利润 9.80 亿元 (+34%), EPS0.76 元/股, 符合国信预期的 0.78 元。ROE15.7%, 经营性净现金流 13.39 亿元 (+34%)。利润分配预案: 10 派 2.3 元 (含税)。
- **凉茶业务: 2012 年从零开始, 2013 年强势崛起, 2014 年创新突破**
13 年红色王老吉收入 64.1 亿元表现优异 (+275%), 净利润 2.27 亿元 (+634%), 净利率 3.55%。未来随着凉茶市场竞争格局趋稳, 净利率水平有望大幅提升至 10% 及以上。维持 14-15 年收入预测 85/105 亿元, 首次给予 16 年收入预测 125 亿元。王老吉药业(绿盒)收入 25.1 亿元增 8%, 因投入大净利润 0.66 亿元下降 55%, 净利率降至 2.6%。2015 年红绿王老吉合二为一之后盈利能力有望大幅提升。2014 年公司在强化了高管团队、聘请国际知名外脑咨询团队之后, 初步显示营销创新突破、持续发力之势, 品牌推广上从“防守”转向“进攻”, 渠道上加强薄弱环节、深耕细作, 力求打造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品牌新形象。
- **制药业务: 期待“14 年整合效应体现+并购+药房托管潮”**
13 年因内部整合的影响, 原广药子公司业绩有所下滑, 而联营企业中来自绿盒王老吉和诺诚生物的投资收益大幅下降, 致整体收入、净利润同比均仅增 8% (扣除政府补助影响后基本持平)。预计 14 年将明显好转: 绿盒王老吉 14-15 年完全回归、诺诚生物狂犬疫苗 13Q4 起恢复、内部资源整合效应凸显、原白云山保持稳健经营。外延扩张预期强烈: 公司计划未来 3-4 年并购 20-30 家医药企业。13 年商业子公司已与多家医院开展药房托管业务, 14 年扩张步伐将加快。
- **发展趋势和推荐逻辑不变, 股价处于底部区域, 持续“推荐”!**
我们对公司发展逻辑判断不变 (参见前期研报), 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、并大胆创新。王老吉 2012 从零开始, 2013 强势崛起, 2014 创新突破。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, 预计 14-16EPS1.00/1.35/1.82 元, 增速 32/34/35%, 14-15PE26/20x, 估值具吸引, 股价处于底部区域, 未来 6 个月合理估值 35-40 元 (14PE35-40X), 未来 12 个月 40-47 元 (15PE30-35x), 持续推荐!

盈利预测和财务指标

	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入(百万元)	176.08	216.92	252.69	287.46
(+/-%)	46.0%	23.2%	16.5%	13.8%
净利润(百万元)	980	1,295	1,740	2,345
(+/-%)	34%	32%	34%	35%
摊薄每股收益(元)	0.76	1.00	1.35	1.82
EBITMargin	3.1%	3.3%	3.2%	3.5%
净资产收益率(ROE)	15.7%	15.9%	16.0%	16.1%
市盈率(PE)	35.0	26.5	19.7	14.6
EV/EBITDA	38.9	27.3	20.7	15.6
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: 整体保持平稳增长

不考虑未来并购, 考虑 2013 年政府补助较多, 短期行业政策影响、投资收益波动, 重组整合效果逐步体现, 将 14-15 年净利润增速由 15%/17% 微调为 10%/15%, 首次给予 16 年增速 15% 预测。贡献 EPS0.64/0.74/0.85 元/股。预计 2016 年制药业务业绩突破 10 亿元。

2) 王老吉大健康业务: 收入较快增长, 净利率稳步提升

维持 14-15 年收入 85/105 亿元预测, 首次给予 16 年 125 亿元预测, 考虑王老吉仍处于投入期, 14-15 年净利润率由 6%、8% 调整为 5.5%、7.5%, 首次给予 16 年净利率 10% 预测。期待凉茶业务业绩向上弹性, 预计 2016 年凉茶业绩突破 10 亿元。

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: 制药业务+凉茶业务(红色王老吉)业绩分部预测(收入: 亿元, 净利润: 万元)

		2009	2010	2011	2012	2013	2014E	2015E	2016E
制药业务(指重组后广药+白云山制药业务, 包括绿盒王老吉业务)	收入	67.80	79.12	93.61	103.52	111.95	131.92	147.69	162.46
	增速		17%	18%	11%	8%	10%	12%	12%
	净利润	33117	48632	56254	69808	75265	82791	95210	109491
	增速		47%	16%	24%	8%	10%	15%	15%
	摊薄 EPS	0.26	0.38	0.44	0.54	0.58	0.64	0.74	0.85
凉茶业务(指王老吉大健康公司的红色王老吉业务)	收入				17.10	64.13	85.00	105.00	125.00
	增速					275%	33%	24%	19%
	净利润&(大健康 14-16 年分别按预计的实际净利率 5.5%/7.5%/10.5%计算)				3096	22740	46750	78750	125000
	净利率				1.81%	3.55%	5.50%	7.50%	10.00%
	增速					634%	106%	68%	59%
	摊薄 EPS				0.02	0.18	0.36	0.61	0.97
合计	收入				120.63	176.08	216.92	252.69	287.46
	增速					46.0%	23.2%	16.5%	13.8%
	净利润&(大健康 14-16 年分别按预计的实际净利率 5.5%/7.5%/10.5%计算)				75833	98005	129541	173960	234491
	增速					34%	32%	34%	35%
	摊薄 EPS				0.56	0.76	1.00	1.35	1.82

资料来源: wind、国信证券经济研究所

业绩弹性预测

表 2-1: 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 3-1: 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

表 4-1: 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)							
	90	100	110	120	130	140	150	160
2%	0.14	0.15	0.17	0.19	0.20	0.22	0.23	0.25
4%	0.28	0.31	0.34	0.37	0.40	0.43	0.46	0.50
6%	0.42	0.46	0.51	0.56	0.60	0.65	0.70	0.74
8%	0.56	0.62	0.68	0.74	0.81	0.87	0.93	0.99
10%	0.70	0.77	0.85	0.93	1.01	1.08	1.16	1.24
12%	0.84	0.93	1.02	1.12	1.21	1.30	1.39	1.49
14%	0.98	1.08	1.19	1.30	1.41	1.52	1.63	1.73
16%	1.12	1.24	1.36	1.49	1.61	1.73	1.86	1.98
18%	1.25	1.39	1.53	1.67	1.81	1.95	2.09	2.23
20%	1.39	1.55	1.70	1.86	2.01	2.17	2.32	2.48

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。

