

证券研究报告—动态报告

医药保健

制药与生物

白云山 (600332)

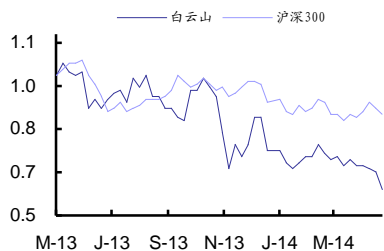
推荐

2014 年一季报点评

(维持评级)

2014 年 04 月 30 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)	42,950/34,477
上证综指/深圳成指	2,098/8,202
12 个月最高/最低元)	40.73/15.10

相关研究报告:

- 《白云山-600332-2013 年报分析: 趋势向上》——2014-03-18
- 《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

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

业绩超预期, 建议买入

●业绩实际增长 25%, 对应 EPS0.254 元, 超预期

一季报收入 46.75 亿元 (+13%, 同口径, 下同), 营业利润 4.09 亿元 (+28%), 利润总额 4.18 亿元 (+28%), 净利润 3.18 亿元 (+21%), EPS0.246 元, 扣非净利润 3.10 亿元 (+20%)。因 13 年吸收合并老白云山, 老白云山母公司 14Q1 所得税率暂时由 15%提升至 25%影响净利润约 975 万元, 剔除该因素, 净利润 3.27 亿元 (+25%), 对应 EPS0.254 元超我们预期的 0.24 元。

●凉茶业务: 开局良好, 2 季度借力世界杯营销和旺季将有良好表现

预计一季度红色王老吉收入约 15 亿元 (+15%), 净利润 1.2 亿元 (+50%), 毛利率同比大幅提升 5pp (新产能投入, 2 片罐占比提升等), 成本仍有下降空间, 预计净利率从 13Q1 的 6%提升至 14Q1 的 8%。Q1 终端消化好于报表增速 (13Q1 王老吉收入因铺货因素, 而 14Q1 是纯消化; 13 年 1 月反映春节提前发货, 但 14 年春节早, 春节提前发货主要反映在 13 年 12 月)。随着 2 季度旺季来临和王老吉借力世界杯营销计划, 预计 Q2 收入将创历史新高。维持 14-16 年红色王老吉收入预测 85/105/125 亿元 (不含绿盒)。14 年公司强化了高管团队、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“效益型增长+外延式扩张+药房托管优势”体现

预计一季度制药业务收入约 32 亿元 (+11%), 净利润 1.98 亿元 (+9%), 剔除老白云山所得税暂时调整影响, 净利润 2.07 亿元 (+14%)。其中老白云山维持稳健增长、老广药仍处于调整期持平、联营企业增长 23% (诺诚生物狂苗恢复大幅增长, 绿盒投入期持平, 广州医药和白云山和黄较快增长)。制药板块正逐步走出低谷, 14 年加大与商业资源的整合, 效益提升值得期待。

●发展趋势和推荐逻辑不变, 估值/市值极具吸引力, 持续“推荐”!

维持观点: 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。

维持 14-16EPS1.00/1.35/1.82 元, 增速 32/34/35%, 目前 14-15PE23/17x, 市值 290 亿元, 估值/市值极具吸引力, 市场预期过低已反应最悲观预期, 大幅调整之后现价安全边际高, 建议买入, 一年期合理估值 34-41 元 (15PE25-30x), 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)	30.0	22.7	16.9	12.5
EV/EBITDA	32.9	24.3	18.7	14.6
市净率(PB)	4.6	4.1	3.8	3.5

资料来源: Wind、国信证券经济研究所;

业绩分部预测

业绩预测说明:

1) 制药业务: 整体保持平稳增长

不考虑未来并购, 维持 14-16 年净利润增速 10%/15%/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 14-16 年收入 85/105/125 亿元预测, 净利率率 5.5%、7.5%、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 1: 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: 2016 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。
- **受益于《低价药目录》。**作为大型品牌中药企业，将受益于即将推出的《低价药目录》，且受益程度较为明显。
- **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；“药房托管”提升市场份额。
- **“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	010-88005308	马韬	021-60933157		
林虎	010-88005302	孔令超	021-60933159		
固定收益		大宗商品研究		机械	
董德志	021-60933158	马韬	021-60933157	朱海涛	0755-22940097
赵婧	021-60875174	郇彬	021-6093 3155	陈玲	021-60875162
刘鹏		郑东	010-66025270	成尚汶	010-88005315
魏玉敏					
互联网		旅游		医药	
王学恒		曾光	0755-82150809	贺平鸽	0755-82133396
郑剑		钟潇	0755-82132098	杜佐远	0755-82130473
李树国				林小伟	0755-22940022
				邓周宇	0755-82133263
				李少思	021-60933152
电子		军工		汽车及零配件	
刘翔	021-60875160	朱海涛	0755-22940097	丁云波	
陈平	021-60933151				
卢文汉	021-60933164				
零售、纺织服装及快销品		电力及公共事业		建材	
朱元	021-60933162	陈青青	0755-22940855	黄道立	0755-82130685
		徐强		刘宏	0755-22940109
轻工		建筑工程		家电	
邵达	0755-82130706	邱波	0755-82133390	王念春	0755-82130407
		刘萍	0755-22940678	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
李亚军					
食品饮料		房地产		农业	
龙飞	0755-82133920	区瑞明	0755-82130678	杨天明	021-60875165
				赵钦	021-60933163
计算机		传媒		化工	
高耀华	010-88005321	陈财茂	010-88005322	李云鑫	021-60933142
孙艺峻	010-88005323	刘明	010-88005319		
金融工程					
林晓明	021-60875168				
吴子昱	0755-22940607				
周琦	0755-82133568				
钱晶	021-60875163				

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)	
王晓健	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn	叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn	魏宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn	崔鸿杰	021-60933166 13817738250 cuihj@guosen.com.cn	邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn	李佩	021-60875173 13651693363 lpei@guosen.com.cn	段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn
原祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn	汤静文	021-60875164 13636399097 tangjingwen@guosen.com.cn	郑灿	0755-82133043 13421837630 zhengcan@guosen.com.cn
甄艺	010-66020272 18611847166 zhenyi@guosen.com.cn	梁轶聪	021-60873149 18601679992 liangyc@guosen.com.cn	徐冉	0755-82130655 13923458266 xuran1@guosen.com.cn
杨柳	18601241651 yangliu@guosen.com.cn	唐泓翼	021-60875135 13818243512 tanghy@guosen.com.cn	颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn
王耀宇	010-88005335 18601123617 wangyyu@guosen.com.cn	吴国	021-60875132 15800476582 wuguo@guosen.com.cn	赵晓曦	0755-82134356 15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn
陈孜譞	010-88005336 18901140709 chenzix@guosen.com.cn	储贻波	021-60875178 18930809296 chuyb@guosen.com.cn	刘紫微	0755-22940131 13828854899 liuziw@guosen.com.cn
				许樱之	0755-22940017 18688989863 xuyzhi@guosen.com.cn