

**证券研究报告—动态报告/公司快评**
**医药保健**
**白云山 (600332)**
**推荐**
**医药保健**
**重大事件点评**

(维持评级)

2014年5月9日

# 低估值的弹性品种，催化剂多多

**证券分析师：杜佐远**

0755-82139908

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**

0755-82133396

hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码：S0980510120026

## 事项：

**事件 1：**广药集团诉“加多宝赔偿自 2010 年 5 月 2 日始至 2012 年 5 月 19 日止因侵犯“王老吉”注册商标造成广药集团经济损失 10 亿元，近日广东高院已立案，案号为：“(2014)粤高法民三初字第 1 号”；案件状态为：立案待排期。

**事件 2：**公司及属下企业（含控股子公司与合营企业）共有超过 300 个品规入选低价药目录，其中包括复方丹参片、板蓝根、消渴丸、阿莫西林等销售过亿元的品种；包括消渴丸、障眼明片等 4 个独家品种。预计将对公司业绩产生正面影响。

## 国信观点：

自 2012 年 5 月 9 日广药集团赢得王老吉官司以来，相关官司持续推进，接连胜诉。后续官司方面重点关注红罐装潢权（官司的核心关注点）、索赔（王老吉“更名广告索赔”+“非法使用王老吉商标 2 年非法所得索赔”），预计王老吉赢面较大。

在以往的报告中曾提示公司的一系列催化剂（参见后文），预计未来这些催化剂将逐步兑现，而公司目前估值水平完全没有包括这些预期。低价药目录出台对于拥有众多老字号品牌及低价药物批文的白云山广药而言具有积极正面影响。

**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 14-15PE24/17x，市值 300 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！

## 评论：

### 官司进展值得关注

广药集团是“王老吉”商标注册所有权人，曾于 2000 年 5 月 2 日签订协议授权鸿道集团使用“王老吉”商标至 2010 年 5 月 1 日。后又分别于 2002 年 11 月及 2003 年 6 月签订《‘王老吉’商标许可补充协议》和《关于‘王老吉’商标使用许可合同的补充协议》，合同期限至 2020 年 5 月 1 日止。中国国际经济贸易仲裁委员会已于 2012 年 5 月 9 日作出裁决，认定《‘王老吉’商标许可补充协议》和《关于‘王老吉’商标使用许可合同的补充协议》无效。鸿道集团能够合法使用“王老吉”商标的最终期限是 2010 年 5 月 1 日，从 2010 年 5 月 2 日之后，再使用“王老吉”注册商标就属于违法。侵犯原告“王老吉”注册商标权，无论是其公司自己使用还是委托授权其他公司使用均属侵权。

**官司有理有据，接连胜诉。**2012 年以来公司多个官司接连胜诉，后续官司包括红罐装潢权（官司的核心关注点）、索赔（王老吉“更名广告索赔”+“非法使用王老吉商标 2 年非法所得索赔”），预计王老吉胜券在握。

附一—2012 年以来官司结果

- ✓ **2012年5月9日：中国国际经济贸易仲裁委员会裁决书做出终局裁决——加多宝停止使用王老吉商标：**（一）广药与加多宝签订的《“王老吉”商标许可补充协议》和《关于“王老吉”商标使用许可合同的补充协议》无效；（二）加多宝停止使用“王老吉”商标。
- ✓ **广药起诉加多宝“虚假宣传”官司胜诉：**2013年12月20日，广州中院第三法庭宣判：“广药集团诉加多宝、彭碧娟虚假宣传纠纷一案”胜诉。加多宝立即停止使用“全国销量领先的红罐凉茶改名加多宝”、“原来的红罐王老吉凉茶改名为加多宝凉茶了”广告语进行广告宣传的行为，并立即销毁使用上述广告语的宣传物品；赔偿广药集团经济损失1000万元即合理费用813250元；加多宝于本判决生效之日起十日内在《广州日报》A1版、网址www.people.com.cn的人民网首页刊登声明，向原告广药集团公开赔礼道歉（声明内容由广州中院审定，在人民网首页刊登的时间不得短于24小时）。
- ✓ **加多宝起诉王老吉大健康“广告语不正当竞争”官司败诉：**2013年12月24日，重庆市第一中级人民法院宣判：“加多宝诉何某、王老吉大健康公司不正当竞争纠纷一案”败诉。驳回原告加多宝提出的认定王老吉大健康公司使用“怕上火就喝王老吉”广告语是不正当竞争的诉求；同时加多宝提出的要求王老吉大健康公司销毁并不再使用含有“怕上火就喝王老吉”广告语的广告及宣传物品、公开发表声明消除不良影响及赔偿1000万元的诉求也一并被法院驳回。

#### 公司有望明显受益低价药目录

- ✓ 发改委2014年5月8日发布《国家发展改革委关于改进低价药品价格管理有关问题的通知》。对现行政府指导价范围内日均费用较低的药品（低价药品，西药不超过3元，中成药不超过5元），取消政府制定的最高零售价格，在日均费用标准内，由生产经营者根据药品生产成本和市场供求及竞争状况制定具体购销价格。
- ✓ 公司及属下企业（含控股子公司与合营企业）共有超过300个品规入选，包括复方丹参片、板蓝根、消渴丸、阿莫西林等销售过亿元的品种；包括消渴丸、障眼明片等4个独家品种。预计公司受益程度较为明显。

#### 一季报业绩实际增长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！

## 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 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**

收入（亿元）								
净利率	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**

收入（亿元）								
净利率	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（催化剂）

- **王老吉“红罐装溃权”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（先索赔 10 亿，后续可能增加）”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《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。**

## 相关研究报告

- 《白云山-600332-2014 年一季报点评：业绩超预期，建议买入》——2014-04-30  
 《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  
 《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  
 《广州药业-600332-更新报告：2013 强势崛起》——2013-01-04  
 .....  
 《广州药业-600332-深度报告：新发展，新期待》——2012-07-13

## 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。