

白云山(600332.SH)

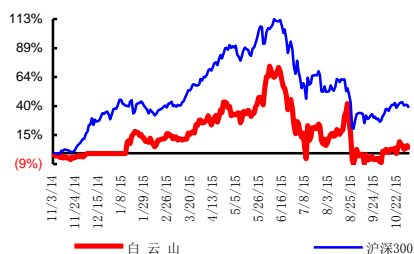
三季度报点评：增速放缓，静待定增过会加速业绩提升

评级：**增持** 前次：**增持**
 目标价(元)：**31.85**
 分析师 联系人
 胡彦超 范劲松
 S0740512070001
 021-20315176 021-20315138
 huyc@r.qlzq.com.cn fanjs@r.qlzq.com.cn
 2015年11月02日

基本状况

总股本(百万股)	1,291
流通股本(百万股)	1,291
市价(元)	27.99
市值(百万元)	36,137
流通市值(百万元)	36,137

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2013A	2014A	2015E	2016E	2017E
营业收入(百万元)	17,608.	18,799.	20,128.	21,246.	22,951.
营业收入增速	45.97%	6.77%	7.07%	5.56%	8.02%
净利润增长率	34.43%	21.68%	13.01%	10.48%	14.79%
摊薄每股收益(元)	0.76	0.92	1.04	0.91	1.04
前次预测每股收益(元)					
市场预测每股收益(元)					
偏差率(本次-市场/市场)					
市盈率(倍)	36.45	29.36	30.52	35.07	30.55
PEG	1.06	1.35	2.35	3.35	2.07
每股净资产(元)	5.29	5.99	8.13	7.53	8.57
每股现金流量	1.04	1.36	0.56	0.88	0.97
净资产收益率	14.35%	15.41%	12.83%	12.06%	12.16%
市净率	5.23	4.52	3.92	4.23	3.72
总股本(百万股)	1,291.3	1,291.3	1,291.3	1,639.4	1,639.4

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**白云山10月30日晚间发布三季度业绩报告称，前三季度归属于母公司所有者的净利润为9.6亿元，较上年同期增12.34%；营业收入为150.71亿元，较上年同期增2.90%；基本每股收益为0.74元，较上年同期增12.12%。第三季度归属于母公司所有者的净利润为1.85亿元，较上年同期增2.55%；营业收入为45.91亿元，较上年同期减0.57%；基本每股收益为0.14元，与上年同期持平。
- **点评：**总的来看，三季度收入、净利润的增速放缓，收入及净利润的放缓主要是因为凉茶增速放缓、投资收益同比下滑4000万元、营业外收支减少2000万元三方面原因共同所致。(1)三季度收入凉茶销售20亿元，同比增长仅0.25%。我们认为这是行业消费景气度下滑所导致的；(2)产品毛利率同比下降1个百分点至35.4%，环比下降3个百分点。这主要是毛利率低的医药销售额占比加大以及公司货折力度加大共同决定的；(3)去年同期投资收益5500万元，今年受诺诚生物停产以及王老吉药业增速放缓导致投资收益同比下滑4000万元；(4)齐心药业搬迁影响营业外收支2000万元。与此同时，我们看到了公司一些积极的数据如：1-3季度王老吉利润增速高达30%、加上非正常损失的1.7亿元(诺诚生物停产和搬迁)前三季度收入增速超过4%等。我们认为非正常因素正在逐步消除，公司短期保持10-15%的净利润增长是大概率事件，凉茶行业竞争趋缓以及定增方案落地或成为股价上涨的超预期因素。(后文附公司三季度报说明会会议纪要)
- **我们预计公司未来2-3年净利润可保持10%以上的增长。**公司净利润的增量贡献主要来自于凉茶业务净利润率的提升以及高毛利产品金戈的快速增长。营收占43%的凉茶业务1-9月份销售额同比增长3.7%，而净利润增速超过30%，这主要是期间的费用下滑所致(广告费用下降)。竞品今年换包装存有客户流失，公司加大了促销力度，从市场的实际销售结构来看，市占率在稳步提升，凉茶实现个位数增长可期。而

产品的净利率在行业竞争没有继续加剧前，净利润增速将超过营收增长。大南药方面利润增速保持在 5%左右，新品金戈的旺销（1-9 月份卖了 1.8 亿元）为净利润的提升铸造动力。凉茶和医药两块综合评估，我们认为预计公司未来 2-3 年净利润可保持 10%以上的增长。

- **83 亿定增调动政府、员工和社会三方资源，方案落地或成为股价上涨的超预期因素。**公司定增由 100 亿元调为 83 亿元，其中向广药集团募集 34.95 亿元（广州市市政府出资），向员工持股计划募集 5.05 亿元，向广州国发募集 20.73 亿元，广州城发基金募集 17.27 亿元，云锋基金募集 5 亿元。员工持股计划拟参与总人数近 5000 人，参与面较广，充分调动员工的积极性和创造性；马云旗下云峰基金可以调动社会资源。我们认为定增方案落地或成为股价上涨的超预期因素。从定增方案进展来看，证监会审核通过较快的是今年年底做完，慢一点的期望能在下次股东大会之前完成。
- **维持“增持”评级。**我们认为公司定增方案的将逐步落地增强公司竞争力的同时也会摊薄每股收益，预计公司 2015-2017 年实现收入 201、212、229 亿元，同比增长 7.07%、5.56%、8.02%，实现净利润 13.8、15.2、17.5 亿元，同比增长 13.01%、10.48%、14.79%，考虑摊薄对应 EPS1.04、0.91、1.04 元（2016、2017 年为增发摊薄后）。建议目标价 31.85 元，对应公司 2016 年 35 倍的 PE 估值，维持“增持”评级。
- **风险提示：**行业恶性竞争、食品品质事故

■ 附白云山三季度业绩说明会会议纪要

- 业绩介绍：前三季度归属于母公司所有者的净利润为 9.6 亿元，较上年同期增 12.34%；营业收入为 150.71 亿元，较上年同期增 2.90%；基本每股收益为 0.74 元，较上年同期增 12.12%。第三季度归属于母公司所有者的净利润为 1.85 亿元，较上年同期增 2.55%；营业收入为 45.91 亿元，较上年同期减 0.57%；基本每股收益为 0.14 元，与上年同期持平。

提问环节：

- Q1, 三季度的销售预期有所放缓，能否拆分一下前九个月的销售情况？季报毛利率下滑的原因是什么？

答：我们前三季度红罐销售收入 61 亿，同比增长 3.7%，到年报只剩下一个季度，我们预估全年王老吉增长将实现个位数增长。如果扣除掉医药偶然性的因素，1-9 月份利润总额增速远大于报表公布的数据。利润的第二方面是投资收益，这块出现了下滑。第三方面是营业外收支，我们以前每年都比较稳定增长，今年受搬迁的影响，利润表现要差一些。我们认为四季度应该有好转。

- Q2, 金戈的销售情况如何？

答：上半年我们公报里面讲到金戈销售突破了一个亿，我们这边的数据是上半年金戈卖了 1.3 个亿，三季度末以达到 1.8 亿元。尽管三季度只有 5000 万（低于前两个季度的平均值），但是我们从终端调研情况来看三季度销量没有下降，而是社会库存下降了。

- Q3, 大南药的销售情况如何？

答：大商业作为金融采购平台，和大南药放一起。大南药和大商业整体的情况，1-9 月份增长了 1.92 亿，7-9 月份出现了下滑。大南药有偶然的因素，齐心药业受到搬迁的影响，销售和利润下滑。三季度化学原料药厂，也收到了较大的影响，诺诚公司出现了停产，9 月份已经恢复了生产。但是销售要到四季度才能进行，期间检验需要时间。

- Q4, 收购医院进展怎么样？

答：四季度投资收购了白云山医院，未来在这个板块有比较大的发展机遇，公立医院医疗都是比较强，我们在积极布局这个领域，规模也是比较大的。国有企业布局医药平台，推进来看没那么快。

- Q5, 红冠市场情况销售怎样？明年的广告投入有怎样的规划？

答：经过几年的市场培育，我们今年加大了铺货的进度，整体的铺货面有比较大的提升。今年三月份竞品换了包装，加大了促销力度。从市场的实际销售结构来看，我们三季度发货还不错，明年是十三五的第一年，明年在做积极的布局明年的费用投入方式和额度。

- Q6, 资本支出和年初方案有比较大的差别，原因是什么？

答：资本支出目前没有按照年度计划来实施，是因为我们的白云山基地（广药工业园），没有达到我们的预期，政府交地给企业的进度不可控，所以没按照年报来。明年的资本支出预案我们开始做预算了，我们公司的资本支出要看政府交地的进展，市场推进的力度比较大。

- Q7, 金戈以前在淘宝上有卖的，现在没有了，问一下金戈线上线下销售量的比例是怎么样的？

答：金戈在线上卖仍然是不合法的，我们得货物没有给线上的经销商，金戈绝大多数在线下完成的。

- Q8, 王老吉利润增速怎么样？诺诚的产能恢复的怎么样？

答：前三季度，红罐利润增速超过 30%，三季度医药板块增长 20%。诺诚生物、齐心药业搬迁影响有 1.7 亿的影响。诺诚今年上半年出现了停产，到九月份为止生产恢复了，四季度开始销售，诺诚到今年年底可以扭亏为盈。整个医药板块都不太好，采购成本是下降的，从内部的来看，我们加强了三费的控制。销售量、销售收入是今年不利的因素，而期间费用、采购成本是今年有利因素。

■ Q9, 投资医院这方面进展如何？非公开发行定增方案预期什么时候完成？

答：山东济宁有个新的合作模式，我们投资十个亿，至于未来怎么样再看。公立医院改制是个敏感的话题，公立医院改制有的做了很久。非公开发行，我们也有个调整，100 亿元调为 83 亿元，大股东认购 35 亿，扣除大股东之外的超过五十亿证监会审核很难通过，我们就调成了 48 亿元。具体审核进度要看证监会，较快的是今年年底做完，慢一点的期望在下次股东大会之前完成。

■ Q10, 明年的销售费用怎么考虑的？

答：目前的情况来看，竞争很激烈。食品行业比较疲软，费用的分配方面有不同的考量。区域方面和广告投入方面的内容要依据竞争对手的情况来调整。我们今年半年报对王老吉提出了规划，2017 年做到市占率 70%，净利率 10%。目前我们在提高市场占有率，通过货折的方式，广告投放的方式来实现扩张，明年的策略也要依据竞争对手的情况来调整。

■ Q11, 产品结构占比情况是怎么样的？

答：王老吉收入占比 43%左右，利润总额占比 43-44%。大南药（含大商业）54%左右，投资收益不到 5%。

■ Q12, 医药提价怎么解读？

答：主要是主销区的零售市场，另外招标医院的领域，对少量的低价药提了价。

■ Q13, 中药和化学药的收入占比是？

答：中药和化学药品一半对一半，今年成本下降的多一些。整个的采购成本还是下降的，明年估计还会持续。期间费用比较大，期间费用存有比较大的变化，单纯 7-9 月份，还要看全年的变化情况。

■ Q14, 王老吉三季度的数据怎么样？行业的趋势怎么样？

答：三季度整个市场，由于今年夏季的热点度不足，北方热、南方不热，行业整体不理想，今年的渠道工作还是比较扎实。明年的市场情况，第一是中草药植物饮料，受关注度很高；需求在提升；第二是凉茶占饮料比例小，口味单一，今后会有较好的增长点。

■ Q15, 今年三季度凉茶销售情况怎么样？

答：三季度受备货期的影响，三季度是次旺季。三季度 20 亿，只增长了 0.25%。和市场的竞争态势相关的。三季度竞争压力比较大一些，凉茶今年三季度的发货量相比下降的，去年三季度促销比较大。

图表 1: 白云山销售分项预测表 (百万元)

王老吉	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	1913.00	6424.32	7099.88	7530.00	8068.00	8896.00
同比 (%)		235.82	10.52	6.06	7.14	10.26
成本	1176.50	3910.39	4030.00	4164.09	4477.74	4955.07
毛利	736.51	2513.93	3069.88	3365.91	3590.26	3940.93
毛利率	38.5%	39.1%	43.2%	44.7%	44.5%	44.3%
医药工业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	6956.10	7510.76	7243.31	7488.00	7718.00	8100.00
同比 (%)		7.97	-3.56	3.38	3.07	4.95
成本	4100.00	4500.00	4100.00	4155.84	4298.93	4519.80
毛利	2856.10	3010.76	3143.31	3332.16	3419.07	3580.20
毛利率	41.1%	40.1%	43.4%	44.5%	44.3%	44.2%
医药商业	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	3193.91	3673.11	4456.69	5110.12	5460.63	5955.00
同比 (%)		15.00	21.33	14.66	6.86	9.05
成本	2955.00	3406.80	4060.00	4624.66	4947.33	5383.32
毛利	238.91	266.31	396.69	485.46	513.30	571.68
毛利率	7.5%	7.3%	8.9%	9.5%	9.4%	9.6%
合计	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
收入	12063.01	17608.19	18799.88	20128.12	21246.63	22951.00
同比 (%)		45.97	6.77	7.07	5.56	8.02
成本	8231.50	11817.19	12190.00	12944.59	13724.00	14858.19
毛利	3831.52	5791.00	6609.88	7183.53	7522.63	8092.81
毛利率	31.8%	32.9%	35.2%	35.7%	35.4%	35.3%

来源: 齐鲁证券研究所

图表 2：白云山财务预测表

损益表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
营业总收入	12,063	17,608	18,800	20,128	21,247	22,951
增长率	121.76%	46.0%	6.8%	7.1%	5.6%	8.0%
营业成本	-8,232	-11,806	-12,174	-12,945	-13,724	-14,858
% 销售收入	68.2%	67.1%	64.8%	64.3%	64.6%	64.7%
毛利	3,831	5,802	6,626	7,184	7,523	8,093
% 销售收入	31.8%	32.9%	35.2%	35.7%	35.4%	35.3%
营业税金及附加	-108	-148	-154	-169	-177	-192
% 销售收入	0.9%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%	0.8%
营业费用	-1,972	-3,485	-3,943	-4,293	-4,462	-4,659
% 销售收入	16.3%	19.8%	21.0%	21.3%	21.0%	20.3%
管理费用	-1,087	-1,227	-1,265	-1,447	-1,487	-1,611
% 销售收入	9.0%	7.0%	6.7%	7.2%	7.0%	7.0%
息税前利润 (EBIT)	664	941	1,263	1,274	1,396	1,631
% 销售收入	5.5%	5.3%	6.7%	6.3%	6.6%	7.1%
财务费用	-50	-28	-2	98	156	195
% 销售收入	0.4%	0.2%	0.0%	-0.5%	-0.7%	-0.8%
资产减值损失	-8	-13	-61	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	1	0	0	0
投资收益	250	220	161	195	188	186
% 税前利润	28.3%	17.9%	11.0%	11.8%	10.2%	8.8%
营业利润	855	1,120	1,363	1,567	1,740	2,012
营业利润率	7.1%	6.4%	7.2%	7.8%	8.2%	8.8%
营业外收支	26	109	104	93	99	98
税前利润	881	1,229	1,467	1,660	1,840	2,110
利润率	7.3%	7.0%	7.8%	8.2%	8.7%	9.2%
所得税	-114	-222	-257	-281	-318	-363
所得税率	13.0%	18.1%	17.5%	16.9%	17.3%	17.2%
净利润	767	1,007	1,211	1,379	1,521	1,747
少数股东损益	38	27	18	31	32	38
归属于母公司的净利润	729	980	1,192	1,348	1,489	1,709
净利率	6.0%	5.6%	6.3%	6.7%	7.0%	7.4%

现金流量表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
净利润	767	1,007	1,211	1,379	1,521	1,747
少数股东损益	0	0	0	31	32	38
非现金支出	195	198	262	206	216	227
非经营收益	-242	-332	-182	-269	-287	-284
营运资金变动	279	466	471	-590	-3	-97
经营活动现金净流	999	1,339	1,761	757	1,479	1,632
资本开支	167	346	353	141	130	136
投资	-3	-4	0	0	0	0
其他	104	27	66	195	188	186
投资活动现金净流	-66	-324	-287	54	58	50
股权募资	9	7	15	1,778	348	0
债权募资	-270	-163	42	-561	0	0
其他	-185	-55	-421	-67	-362	0
筹资活动现金净流	-445	-211	-364	1,150	-13	0
现金净流量	488	805	1,110	1,962	1,524	1,681

资产负债表 (人民币百万元)						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
货币资金	1,135	1,936	3,181	5,111	6,603	8,246
应收款项	1,699	2,481	2,778	2,815	2,997	3,228
存货	2,066	2,246	2,579	2,498	2,672	2,884
其他流动资产	451	637	352	481	470	521
流动资产	5,352	7,299	8,889	10,905	12,742	14,880
% 总资产	57.0%	59.6%	62.6%	67.1%	70.4%	73.5%
长期投资	1,873	2,236	2,320	2,320	2,320	2,320
固定资产	1,732	2,067	2,266	2,315	2,338	2,355
% 总资产	18.4%	16.9%	15.9%	14.2%	12.9%	11.6%
无形资产	318	380	406	385	374	364
非流动资产	4,043	4,960	5,322	5,350	5,363	5,370
% 总资产	43.0%	40.4%	37.4%	32.9%	29.6%	26.5%
资产总计	9,394	12,249	14,211	16,255	18,105	20,249
短期借款	681	510	561	0	0	0
应付款项	2,420	3,688	4,866	4,255	4,581	4,912
其他流动负债	374	852	635	1,055	711	777
流动负债	3,474	5,050	6,062	5,310	5,291	5,689
长期贷款	0	9	0	0	0	0
其他长期负债	164	168	190	190	190	190
负债	3,638	5,227	6,252	5,501	5,482	5,879
普通股股东权益	5,566	6,832	7,739	10,503	12,340	14,049
少数股东权益	190	190	220	251	283	322
负债股东权益合计	9,394	12,249	14,211	16,255	18,105	20,249

比率分析						
	2012	2013	2014	2015E	2016E	2017E
每股指标						
每股收益(元)	0.899	0.759	0.923	1.044	0.908	1.042
每股净资产(元)	6.864	5.290	5.993	8.133	7.527	8.569
每股经营现金净流(元)	1.232	1.037	1.364	0.562	0.882	0.972
每股股利(元)	0.000	0.000	0.280	0.280	0.000	0.000
回报率						
净资产收益率	13.10%	14.35%	15.41%	12.83%	12.06%	12.16%
总资产收益率	7.76%	8.00%	8.39%	8.29%	8.22%	8.44%
投入资本收益率	16.83%	22.89%	34.42%	31.74%	31.12%	35.41%
增长率						
营业总收入增长率	121.76%	45.97%	6.77%	7.07%	5.56%	8.02%
EBIT增长率	311.07%	41.80%	34.25%	0.81%	9.62%	16.84%
净利润增长率	153.55%	34.43%	21.68%	13.01%	10.48%	14.79%
总资产增长率	93.64%	30.39%	16.01%	14.38%	11.38%	11.84%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.9	17.7	19.2	18.7	18.9	18.8
存货周转天数	64.8	66.7	72.3	70.4	71.1	70.9
应付账款周转天数	31.7	39.4	53.2	48.6	50.1	49.6
固定资产周转天数	39.2	34.5	34.5	32.3	29.0	25.1
偿债能力						
净负债/股东权益	-7.94%	-20.23%	-32.98%	-47.57%	-52.35%	-57.42%
EBIT利息保障倍数	13.4	33.2	734.6	-13.0	-8.9	-8.4
资产负债率	38.73%	42.67%	43.99%	33.84%	30.28%	29.03%

来源：齐鲁证券研究所

投资评级说明

买入：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 15%以上

增持：预期未来 6—12 个月内上涨幅度在 5%-15%

持有：预期未来 6—12 个月内波动幅度在 -5%~+5%

减持：预期未来 6—12 个月内下跌幅度在 5%以上

重要声明：

本报告仅供中泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响。但本公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。本报告所载的资料、工具、意见、信息及推测只提供给客户作参考之用，不构成任何投资、法律、会计或税务的最终操作建议，本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。

市场有风险，投资需谨慎。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

投资者应注意，在法律允许的情况下，本公司及其本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易，并可能为这些公司正在提供或争取提供投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。本公司及其本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“中泰证券股份有限公司”所有。未经事先本公司书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“中泰证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。