

白云山(600332.SH)

年报点评：凉茶依然是公司业务的主要增长点

长点

评级：**买入** 前次：**买入**

目标价(元)：**27.75-33.30**

分析师 胡彦超 联系人 范劲松

S0740512070001

021-20315176

huyc@r.qlzq.com.cn

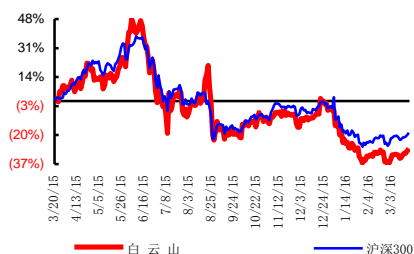
fanjs@r.qlzq.com.cn

2016年03月20日

基本状况

总股本(百万股)	1,291
流通股本(百万股)	1,256
市价(元)	23.13
市值(百万元)	29,863
流通市值(百万元)	29,057

股价与行业-市场走势对比



业绩预测

指标	2014A	2015A	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	18,818.	19,124.	20,565.	21,919.	23,396.
营业收入增速	6.87%	1.63%	7.53%	6.58%	6.74%
净利润增长率	21.85%	8.89%	10.53%	14.93%	12.14%
摊薄每股收益(元)	0.92	1.01	1.11	1.28	1.43
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)	29.32	30.05	20.78	18.08	16.12
PEG	1.34	3.38	1.97	1.21	1.33
每股净资产(元)	5.99	6.55	7.36	8.32	9.37
每股现金流量	1.36	1.50	0.51	1.29	1.39
净资产收益率	15.43%	15.39%	15.13%	15.38%	15.31%
市净率	4.52	4.62	3.14	2.78	2.47
总股本(百万股)	1,291.3	1,291.0	1,291.0	1,291.0	1,291.0

备注：市场预测取 聚源一致预期

投资要点

- **事件：**白云山3月18日晚间发布报告称，公司2015年度的营业收入为人民币191.24亿元，同比增长1.63%；利润总额为人民币16.28亿元，同比增长10.90%；归属于上市公司股东的净利润为人民币13.00亿元，同比增长8.89%。其中大健康营收77.68亿元，同比增长9.48%；大南药营收67.59亿元，同比增长-0.81%；大商业营收44.38亿元，同比增长-5.88%。四季度数据来看，营收仅40.5亿元，同比下滑2.66%，环比下滑11.71%；净利润3.4亿元，同比增长7.3%。
- **点评：**公司的营收、净利润与我们预估一致。公司的营收增长主要来自于大健康板块的凉茶业务，这主要是因为竞品换了包装之后市场占有率下滑，公司借此机遇挤占了竞品市场份额；大南药营收的小幅下滑主要是药品招标和医保控费的力度不断加大所致。净利润增速快于收入增速，这主要是公司产品毛利稳步提升；另外，公司通过充分利用闲置资金，优化存款结构，使利息收入大幅增加，进而使财务费用同比下2300万(1673%)。综合而言，我们认为公司渠道基础日益完善，大健康依旧可以保持5%-10%的增速，医药方面收入虽增长不明朗，但是产品毛利依旧可以增长。
- **公司净利润在未来1-2年可以继续保持10%的增长。**我们认为公司净利润的增量贡献主要来自于凉茶业务销售额的提升以及高毛利产品金戈的快速增长。公司凉茶业务1-9月份销售额同比增长3.7%，而全年增长却高达9.5%，这主要是竞品换了包装之后市场占有率下滑，经销商在下半年信心逐渐丧失所致，公司借此基于挤占了竞品市场份额。从市场的实际销售结构来看，公司产品价格在走低(促销加剧)，销量增长应大于收入的增长。从增速来看，竞品换包装带来的负面影响在2015年四季度进一步加剧，预估

这种负面影响还将继续深化，给公司大健康业务的发展预留了较好的空间。我们认为未来 1-2 年公司凉茶业务依旧可以保持近 5%-10%左右的收入增长。金戈产品全年销售额近 4 亿元，真因为高毛利产品的兴起，公司大南药板块的毛利率提升了 2.4 个百分点。结合凉茶业务的稳健扩张以及高毛利产品的发展，我们认为公司在未来 1-2 年净利润可以继续保持 10%的净利润增长。

- **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。**公司定向增发 83 亿元（员工持股 5.05 亿元，广州国发 20.73 亿元，城发基金 17.27 亿元，云锋基金 5 亿元，本计划在两会之前走完流程）2015 年 12 月 9 日已经通过了证监会的审核，期待尽快拿到证监会的批文。由于本次员工持股计划拟参与总人数近 5000 人，受众面较广，我们认为定增项目的落实可以充分调动员工的积极性和创造性，提高公司的核心竞争力。
- **维持“买入”评级。**我们认为公司产品净利润率在提升，并且定增方案的将逐步落地可增强公司的竞争力，预计公司 2016-2017 年实现收入 205.65、219.19 亿元，同比增长 7.5%、6.6%，实现净利润 14.84、17.07 亿元，同比增长 10.53%、14.93%，对应 EPS1.11、1.28 元。建议目标价 27.75-33.30 元，对应公司 2016 年 25-30 倍的 PE 估值，维持“买入”评级。
- **风险提示：**行业恶性竞争、食品品质事故

图表 1: 白云山销售分项预测表 (百万元)

王老吉	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2018E
收入	6424.32	7099.88	7768.46	8568.00	9296.00	10020.00
同比 (%)	235.8%	10.5%	9.4%	10.3%	8.5%	7.8%
成本	3910.39	4030.00	4318.44	4755.24	5112.80	5460.90
毛利	2513.93	3069.88	3450.02	3812.76	4183.20	4559.10
毛利率	39.1%	43.2%	44.4%	44.5%	45.0%	45.5%
医药工业	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2017E
收入	7510.76	7243.31	6759.16	7210.00	7705.00	8176.00
同比 (%)	797.4%	-3.6%	-6.7%	6.7%	6.9%	6.1%
成本	4500.00	4100.00	3746.80	4015.97	4276.28	4504.98
毛利	3010.76	3143.31	3012.36	3194.03	3428.73	3671.02
毛利率	40.1%	43.4%	44.6%	44.3%	44.5%	44.9%
医药商业	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2017E
收入	3673.11	4456.69	4597.04	4787.00	4918.00	5200.00
同比 (%)	15.0%	21.3%	3.1%	4.1%	2.7%	5.7%
成本	3406.80	4060.00	4135.26	4337.02	4436.04	4680.00
毛利	266.31	396.69	461.78	449.98	481.96	520.00
毛利率	7.3%	8.9%	10.0%	9.4%	9.8%	10.0%
合计	2013	2014	2015E	2016E	2017E	2017E
收入	17608.19	18799.88	19124.66	20565.00	21919.00	23396.00
同比 (%)	46.0%	6.8%	1.7%	7.5%	6.6%	6.7%
成本	11817.19	12190.00	12200.50	13108.23	13825.11	14645.88
毛利	5791.00	6609.88	6924.16	7456.77	8093.89	8750.12
毛利率	32.9%	35.2%	36.2%	36.3%	36.9%	37.4%

来源: 中泰证券研究所

图表 2：白云山财务预测表

损益表 (人民币百万元)							资产负债表 (人民币百万元)						
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	17,608	18,818	19,125	20,565	21,919	23,396	货币资金	1,936	3,181	4,118	4,126	5,452	6,883
增长率	45.97%	6.9%	1.6%	7.5%	6.6%	6.7%	应收款项	2,481	2,778	2,711	2,908	3,119	3,326
营业成本	-11,806	-12,186	-12,201	-13,108	-13,825	-14,646	存货	2,246	2,579	2,544	2,640	2,816	2,987
%销售收入	67.1%	64.8%	63.8%	63.7%	63.1%	62.6%	其他流动资产	637	352	432	516	508	536
毛利	5,802	6,633	6,924	7,457	8,094	8,750	流动资产	7,299	8,889	9,805	10,190	11,895	13,732
%销售收入	32.9%	35.2%	36.2%	36.3%	36.9%	37.4%	%总资产	59.6%	62.6%	61.8%	62.4%	65.6%	68.5%
营业税金及附加	-148	-156	-170	-177	-189	-203	长期投资	2,236	2,320	2,674	2,674	2,674	2,674
%销售收入	0.8%	0.8%	0.9%	0.9%	0.9%	0.9%	固定资产	2,067	2,266	2,490	2,512	2,513	2,506
营业费用	-3,485	-3,943	-4,168	-4,483	-4,778	-5,100	%总资产	16.9%	15.9%	15.7%	15.4%	13.9%	12.5%
%销售收入	19.8%	21.0%	21.8%	21.8%	21.8%	21.8%	无形资产	380	406	572	637	718	801
管理费用	-1,227	-1,292	-1,375	-1,449	-1,548	-1,656	非流动资产	4,950	5,322	6,066	6,153	6,235	6,311
%销售收入	7.0%	6.9%	7.2%	7.0%	7.1%	7.1%	%总资产	40.4%	37.4%	38.2%	37.6%	34.4%	31.5%
息税前利润 (EBIT)	941	1,242	1,212	1,348	1,578	1,791	资产总计	12,249	14,211	15,871	16,343	18,130	20,043
%销售收入	5.3%	6.6%	6.3%	6.6%	7.2%	7.7%	短期借款	510	561	630	0	0	0
财务费用	-28	-1	22	86	116	151	应付款项	3,688	4,866	5,659	5,202	5,663	6,036
%销售收入	0.2%	0.0%	-0.1%	-0.4%	-0.5%	-0.6%	其他流动负债	852	635	540	1,002	1,035	1,149
资产减值损失	-13	-61	-36	0	0	0	流动负债	5,050	6,062	6,828	6,204	6,698	7,185
公允价值变动收益	0	1	2	0	0	0	长期贷款	9	0	40	40	40	40
投资收益	220	161	211	196	195	198	其他长期负债	168	190	318	318	318	318
%税前利润	17.9%	11.0%	13.0%	10.9%	9.4%	8.5%	负债	5,227	6,252	7,187	6,562	7,056	7,543
营业利润	1,120	1,342	1,410	1,630	1,890	2,140	普通股股东权益	6,832	7,739	8,451	9,501	10,740	12,101
营业利润率	6.4%	7.1%	7.4%	7.9%	8.6%	9.1%	少数股东权益	190	220	233	280	335	398
营业外收支	109	126	218	169	178	182	负债股东权益合计	12,249	14,211	15,871	16,343	18,130	20,043
税前利润	1,229	1,468	1,628	1,799	2,068	2,322	比率分析						
利润率	7.0%	7.8%	8.5%	8.7%	9.4%	9.9%		2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
所得税	-222	-257	-283	-315	-361	-406	每股指标						
所得税率	18.1%	17.5%	17.4%	17.5%	17.5%	17.5%	每股收益 (元)	0.759	0.925	1.007	1.113	1.279	1.435
净利润	1,007	1,212	1,345	1,484	1,707	1,916	每股净资产 (元)	5.290	5.983	6.546	7.359	8.318	9.373
少数股东损益	27	17	45	47	55	64	每股经营现金流 (元)	1.037	1.356	1.504	0.508	1.291	1.394
归属于母公司的净利润	980	1,194	1,300	1,437	1,652	1,853	每股股利 (元)	0.220	0.280	0.280	0.300	0.320	0.380
净利率	5.6%	6.3%	6.8%	7.0%	7.5%	7.9%	回报率						
现金流量表 (人民币百万元)							净资产收益率	14.35%	15.43%	15.39%	15.13%	15.38%	15.31%
	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E	总资产收益率	8.00%	8.40%	8.19%	8.79%	9.11%	9.24%
净利润	1,007	1,212	1,345	1,484	1,707	1,916	投入资本收益率	22.89%	33.85%	38.77%	36.55%	43.28%	49.21%
少数股东损益	0	0	0	47	55	64	增长率						
非现金支出	198	263	260	228	243	257	营业总收入增长率	45.97%	6.87%	1.63%	7.53%	6.58%	6.74%
非经营收益	-332	-182	-156	-349	-371	-378	EBIT增长率	41.80%	32.03%	-2.45%	11.24%	17.07%	13.50%
营运资金变动	466	458	493	-707	89	4	净利润增长率	34.43%	21.85%	8.89%	10.53%	14.93%	12.14%
经营活动现金净流	1,339	1,752	1,942	703	1,722	1,863	总资产增长率	30.39%	16.01%	11.68%	2.98%	10.93%	10.55%
资本开支	346	356	515	146	147	151	资产管理能力						
投资	-4	0	-367	0	0	0	应收账款周转天数	17.7	19.2	19.6	19.2	19.3	19.3
其他	27	66	76	196	195	198	存货周转天数	66.7	72.3	76.6	73.5	74.3	74.4
投资活动现金净流	-324	-290	-806	50	48	47	应付账款周转天数	39.4	53.1	70.5	59.5	62.1	62.6
股权募资	7	15	12	0	0	0	固定资产周转天数	34.5	34.5	35.9	33.4	29.5	25.7
债权募资	-163	42	61	-630	0	0	偿债能力						
其他	-55	-421	-420	-68	-389	-415	净负债/股东权益	-20.23%	-32.98%	-39.79%	-41.85%	-48.93%	-54.80%
筹资活动现金净流	-211	-364	-348	-698	-389	-415	EBIT利息保障倍数	33.2	891.3	-55.2	-15.6	-13.6	-11.9
现金净流量	805	1,097	788	55	1,381	1,495	资产负债率	42.67%	43.99%	45.28%	40.15%	38.92%	37.63%

来源：中泰证券研究所

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。