白 云 山(600332.SH)

2016Q1 季报点评:公司凉茶业务稳步提升，期待定增注入新活力，维持“买入”

评级： 买入 前次： 买入

目标价（元）： 27.75

分析师 胡彦超 S0740512070001 021-20315176 huyc@r.qlzq.com.cn

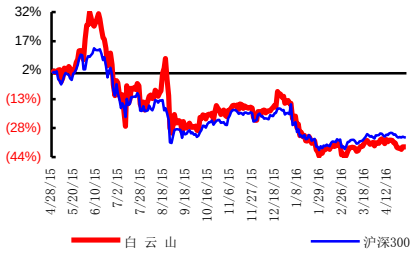
联系人 范劲松 fanjs@r.qlzq.com.cn

2016 年 04 月 28 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)	22.17
市值(百万元)	28,623
流通市值(百万元)	27,851

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 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

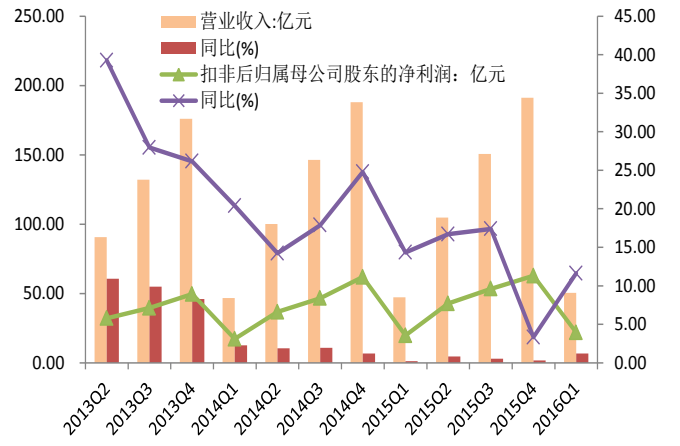
- **事件:白云山4月27日晚间发布报告称,公司2016年Q1实现营业收入50.05亿人民币,同比增长6.79%;盈利4.09亿人民币，同比增长12.10%；实现每股收益0.32元。**

- **收入和利润符合我们的预期，增长主要靠凉茶业务。**我们认为公司业绩的增长主要来自于凉茶业务的增长，三大领域拆分来看，公司大健康的收入增长30%，而大南药和大商业均出现了下滑。（1）**凉茶业务依旧是公司的增长点。**公司凉茶业务在一季度收入实现了30%的增长，终端动销好于报表，凉茶占比已达60%，一季度的增长主要是礼品市场。实现较快增长的原因主要是市场投入方面加大了，尤其是广告方面，管理加强了很多。另外竞品换了包装，各地法律的越来越明显，司法解释越来越清晰，精品的势弱对公司比较有利。我们认为，公司凉茶业务渠道基础扎实，在竞品势弱的今天，公司凉茶业务有望继续保持高增速。（2）**大南药和大商业竞争加剧，收入略有下滑。**公司的核心产品抗生素在医院销售的价格呈现降低的态势，对出厂价形成拖累，抗生素在医院市场毛利率在下降，而在OTC市场是往上升。中成药目前还在招标期间，做好医院的市场，另外在OTC市场，要增强投入，总体情况谨慎乐观。目前，在医院渠道，抗生素面临非常大的不确定，一是新一轮的招标，二是现在的营改增以及要求要搞价格的追溯体系，使得医院带有不确定性。长期来看，我们认为这种不确定性对大厂比较有利，因为大型经销商一定选择大型的合作伙伴。

- **公司产品毛利率和净利率稳步提升。**公司产品毛利率和净利润率稳步提升的增长点主要是来自：（1）高毛利率产品凉茶业务销量的增加，另外，高毛利产品金戈继续保持强势，一季度增长近30%至1.1亿元。（2）成本下滑和管理水平在提升。公司现在采取比价采购和招标采购，成本控制的较好，另外公司的管理水平在提升，优化了内控体系。我们认为，公司目前双管齐下欲改变下滑的局面，一方面公司努力于

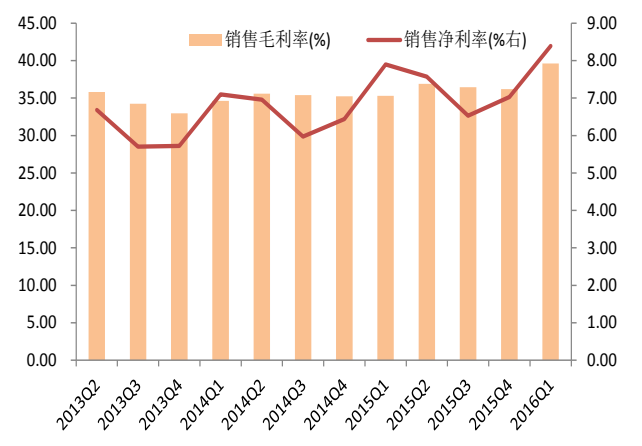
高毛利的产品的研发和销售，另一方面公司在积极的与外界合作，如：与奥咨达医疗器械技术股份成立合资公司。借助外界优势提升自己的销售份额，未来增长可期。

图表 1：公司的营收情况



来源：中泰证券研究所

图表 2：公司毛利率、净利率稳步提升



来源：中泰证券研究所

- **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 元，对应公司 2015 年 25 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	2015A	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）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业总收入	**17,608**	**18,818**	**19,125**	**20,565**	**21,919**	**23,396**
增长率	*45.97%*	*6.9%*	*1.6%*	*7.5%*	*6.6%*	*6.7%*
营业成本	-11,806	-12,186	-12,201	-13,108	-13,825	-14,646
%销售收入	*67.1%*	*64.8%*	*63.8%*	*63.7%*	*63.1%*	*62.6%*
毛利	5,802	6,633	6,924	7,457	8,094	8,750
%销售收入	*32.9%*	*35.2%*	*36.2%*	*36.3%*	*36.9%*	*37.4%*
营业税金及附加	-148	-156	-170	-177	-189	-203
%销售收入	*0.8%*	*0.8%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*	*0.9%*
营业费用	-3,485	-3,943	-4,168	-4,483	-4,778	-5,100
%销售收入	*19.8%*	*21.0%*	*21.8%*	*21.8%*	*21.8%*	*21.8%*
管理费用	-1,227	-1,292	-1,375	-1,449	-1,548	-1,656
%销售收入	*7.0%*	*6.9%*	*7.2%*	*7.0%*	*7.1%*	*7.1%*
息税前利润（EBIT）	941	1,242	1,212	1,348	1,578	1,791
%销售收入	*5.3%*	*6.6%*	*6.3%*	*6.6%*	*7.2%*	*7.7%*
财务费用	-28	-1	22	86	116	151
%销售收入	*0.2%*	*0.0%*	*-0.1%*	*-0.4%*	*-0.5%*	*-0.6%*
资产减值损失	-13	-61	-36	0	0	0
公允价值变动收益	0	1	2	0	0	0
投资收益	220	161	211	196	195	198
%税前利润	*17.9%*	*11.0%*	*13.0%*	*10.9%*	*9.4%*	*8.5%*
营业利润	1,120	1,342	1,410	1,630	1,890	2,140
营业利润率	*6.4%*	*7.1%*	*7.4%*	*7.9%*	*8.6%*	*9.1%*
营业外收支	109	126	218	169	178	182
税前利润	**1,229**	**1,468**	**1,628**	**1,799**	**2,068**	**2,322**
利润率	*7.0%*	*7.8%*	*8.5%*	*8.7%*	*9.4%*	*9.9%*
所得税	-222	-257	-283	-315	-361	-406
所得税率	*18.1%*	*17.5%*	*17.4%*	*17.5%*	*17.5%*	*17.5%*
净利润	1,007	1,212	1,345	1,484	1,707	1,916
少数股东损益	27	17	45	47	55	64
归属于母公司的净利润	**980**	**1,194**	**1,300**	**1,437**	**1,652**	**1,853**
净利率	*5.6%*	*6.3%*	*6.8%*	*7.0%*	*7.5%*	*7.9%*

现金流量表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1,007	1,212	1,345	1,484	1,707	1,916
少数股东损益	0	0	0	47	55	64
非现金支出	198	263	260	228	243	257
非经营收益	-332	-182	-156	-349	-371	-378
营运资金变动	466	458	493	-707	89	4
经营活动现金净流	**1,339**	**1,752**	**1,942**	**703**	**1,722**	**1,863**
资本开支	346	356	515	146	147	151
投资	-4	0	-367	0	0	0
其他	27	66	76	196	195	198
投资活动现金净流	**-324**	**-290**	**-806**	**50**	**48**	**47**
股权募资	7	15	12	0	0	0
债权募资	-163	42	61	-630	0	0
其他	-55	-421	-420	-68	-389	-415
筹资活动现金净流	**-211**	**-364**	**-348**	**-698**	**-389**	**-415**
现金净流量	**805**	**1,097**	**788**	**55**	**1,381**	**1,495**

资产负债表（人民币百万元）

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	1,936	3,181	4,118	4,126	5,452	6,883
应收款项	2,481	2,778	2,711	2,908	3,119	3,326
存货	2,246	2,579	2,544	2,640	2,816	2,987
其他流动资产	637	352	432	516	508	536
流动资产	7,299	8,889	9,805	10,190	11,895	13,732
%总资产	*59.6%*	*62.6%*	*61.8%*	*62.4%*	*65.6%*	*68.5%*
长期投资	2,236	2,320	2,674	2,674	2,674	2,674
固定资产	2,067	2,266	2,490	2,512	2,513	2,506
%总资产	*16.9%*	*15.9%*	*15.7%*	*15.4%*	*13.9%*	*12.5%*
无形资产	380	406	572	637	718	801
非流动资产	4,950	5,322	6,066	6,153	6,235	6,311
%总资产	*40.4%*	*37.4%*	*38.2%*	*37.6%*	*34.4%*	*31.5%*
资产总计	**12,249**	**14,211**	**15,871**	**16,343**	**18,130**	**20,043**
短期借款	510	561	630	0	0	0
应付款项	3,688	4,866	5,659	5,202	5,663	6,036
其他流动负债	852	635	540	1,002	1,035	1,149
流动负债	5,050	6,062	6,828	6,204	6,698	7,185
长期贷款	9	0	40	40	40	40
其他长期负债	168	190	318	318	318	318
负债	**5,227**	**6,252**	**7,187**	**6,562**	**7,056**	**7,543**
普通股股东权益	6,832	7,739	8,451	9,501	10,740	12,101
少数股东权益	190	220	233	280	335	398
负债股东权益合计	**12,249**	**14,211**	**15,871**	**16,343**	**18,130**	**20,043**

比率分析

	2013	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标						
每股收益(元)	0.759	0.925	1.007	1.113	1.279	1.435
每股净资产(元)	5.290	5.993	6.546	7.359	8.318	9.373
每股经营现金净流(元)	1.037	1.356	1.504	0.508	1.291	1.394
每股股利(元)	0.220	0.280	0.280	0.300	0.320	0.380
回报率						
净资产收益率	14.35%	15.43%	15.39%	15.13%	15.38%	15.31%
总资产收益率	8.00%	8.40%	8.19%	8.79%	9.11%	9.24%
投入资本收益率	22.89%	33.85%	38.77%	36.55%	43.28%	49.21%
增长率						
营业总收入增长率	45.97%	6.87%	1.63%	7.53%	6.58%	6.74%
EBIT增长率	41.80%	32.03%	-2.45%	11.24%	17.07%	13.50%
净利润增长率	34.43%	21.85%	8.89%	10.53%	14.93%	12.14%
总资产增长率	30.39%	16.01%	11.68%	2.98%	10.93%	10.55%
资产管理能力						
应收账款周转天数	17.7	19.2	19.6	19.2	19.3	19.3
存货周转天数	66.7	72.3	76.6	73.5	74.3	74.4
应付账款周转天数	39.4	53.1	70.5	59.5	62.1	62.6
固定资产周转天数	34.5	34.5	35.9	33.4	29.5	25.7
偿债能力						
净负债/股东权益	-20.23%	-32.98%	-39.79%	-41.85%	-48.93%	-54.80%
EBIT利息保障倍数	33.2	891.3	-55.2	-15.6	-13.6	-11.9
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。