

证券研究报告—动态报告公司快评
医药保健
制药与生物
白云山 A (000522)
重大事件快评
买入

(调高评级)

2016年05月22日

六方采购平台开启医药商业合纵连横全新时代，上调估值至 33 元，买入评级

证券分析师: 刘鹏	021-60933167	liupeng7@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514050003
证券分析师: 邓周宇	0755-82133263	dengzy@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980514030001
证券分析师: 江维娜	021-60933157	jiangwn@guosen.com.cn	证券投资咨询执业资格证书编码: S0980515060001
联系人: 刘健		liujian1@guosen.com.cn	

事项:

广州白云山医药集团股份有限公司(“本公司”)与上海医药集团股份有限公司(“上海医药”)等五家医药企业(以下将六家医药企业合计简称为“六方”)签署《筹建联合医药平台合作备忘录》(“合作备忘录”),拟共同出资设立平台公司,为六方提供采购服务以加强战略合作、实现共赢。其中,平台注册资本总额为 5 亿元,白云山与上海医药各占 23.75%,哈药股份占 15%;南京医药、天津医药、重庆医药各占 12.5%。而且,平台在上海注册投资公司,再由其投资广州设立经营公司负责实际运营。

国信观点: 我们认为药品加成使得药房由医院的收入端变成了成本中心,医院药房出现了被剥离的趋势,由此催生的集中配送产生了集中采购 GPO 的基础。在医保控费趋严且精细化管理下, GPO 模式将成为医药商业主流模式,医药流通企业的集中度将大幅提升(一个地区会只剩下 2-3 家配送商)。而公司与另五家医药企业搭建六方采购平台,正式抓紧时代变革机会,有利于加强各企业的工业产品,商业网络合作及推进互联互通关系;提升企业在商品、原材料采购谈判中的地位和影响力。据此判断,六方合作将开启合纵连横的全新时代。主流医药商业企业通过共建 GPO 组织,快速提升市场占有率,加大对上下游的博弈能力。未来医保基金将有可能成为采购主体, GPO 组织既可以代表支付方直接采购药械,也可以与 PBM 企业合作形成超强的 PBM-GPO 联合体向上游供应商进行采购,议价并推动医疗服务管理业务。粗略计算,广州医药公司毛利率提升 0.6%-2%,白云山 2015 年业绩可以增厚 1%-5%,由于此次合作还未落地,短期对公司估值影响大于业绩。

公司自身业务来看,王老吉对加多宝替代性正加强,且利润率逐步提升带来业绩释放;大南药方面,不断巩固医院市场,发力 OTC 市场,首仿药金戈持续表现靓丽,预计未来几年收入增速超 30%;此外,公司定增资金到位后,将充分利用政府、阿里等社会资源实现外延式扩张。不考虑外延,预计公司 16-18 年 EPS 分别为 0.90/1.09/1.29 元(摊薄后),对应 PE 分别为 27/22/19 倍。考虑到公司未来账上资金可达 200 亿左右(账上现金 47 亿,定增 83 亿,外加拆迁款),外延预期强烈,且当前股价仅超增发价 2%,安全边际高,提高 17 年估值至 30 倍,合理估值为 33 元,还有 37%空间。

评论:

- 集中采购将成为医药商业主流模式,医药流通业集中度将会快速提升

药品零加成使得药房由医院的收入端变成了成本中心，医院药房出现了被剥离的趋势，从 2013 年开始，先知先觉的区域性医药商业龙头企业开始推进药房托管和集中配送模式（如康美药业的智慧药房、海王生物的阳光集中配送、嘉事堂的、瑞康医药的集中配送等），医院门诊药房逐步成为医疗流通企业仓库的延伸。于是，集中配送又产生了集中采购 GPO 的基础。当医保控费日趋严厉，医保基金管理将逐步精细化，医保支付方将逐步直接介入到药品采购的环节之中，集中配送商有望升级为集中采购 GPO 组织，GPO 模式将逐步成为主流。

3 月底国家医改专题工作会议中明确肯定“三明医改经验”，并要求在医改试点省份推广“三明模式”。“三明医改”的核心在于：取消以药养医，医生收入与药品脱钩，同步提高医疗服务价格，医保作为买方直接参与到药品采购议价环节中，同步推进“两票制”，通过取消医疗机构的寻租权力，压缩掉寄生在医疗利益链上的中间环节（医药代表、过票企业等），从而实现人民群众看病支出的下降，医生收入的不降反升。三明医改的核心正是“三医联动”，与国家医改方向高度一致。

“三明模式”之后，深圳医改更进一步，深圳市将全市公立医院药品采购权全部交给集团 GPO 组织进行采购，“三明模式”和“深圳模式”之下，医药流通企业的集中度将大幅提升（一个地区会只剩下 2-3 家配送商）。随着“三明模式”向全国范围的推广，医药流通行业的集中度将大幅提升。

■ 公司联合行业龙头企业建立药品集中采购平台，紧抓时代变革机会

本次合作中，六家医药企业（上海医药、白云山、哈药股份、南京医药、天津医药、重庆医药）共同组建六方采购平台，定位于专门服务于各参股企业的采购服务平台。六方采购平台将成为：

- **战略品种、代理品种的采购平台。**为各成员企业引进代理和战略产品，降低企业采购成本；
- **自有工业产品的共享平台。**通过有效机制促使六方在各自优势区域内相互支持自有工业产品的市场准入和渠道销售工作，降低企业产品运营成本。
- **原辅材料采购的整合信息平台。**以工业原辅材料集中采购为合作点，减少原辅材料价格波动对企业影响，有效降低生产成本。

六方采购平台对发起方带来的益处在于：

- 有利于加强各企业的工业产品，商业网络合作及推进互联互通关系，本次战略合作采用合资建立实体公司建造平台的创新模式以确保合作的落地。
- 有利于提升企业在商品、原材料采购谈判中的地位和影响力。通过统一谈判，统一采购形成的规模优势提升产品引进能力和议价能力，通过合作互通、降低自有品种在各企业的准入门槛，最终降低各企业采购、运营成本。
- 有利于形成行业规范标准，提升企业社会责任，为民众健康谋福祉。

在医药商业的大变局时代下，六方合作将开启合纵连横的全新时代。主流医药商业企业通过共建 GPO 组织，快速提升市场占有率，加大对上下游的博弈能力。未来医保基金将有可能成为采购主体，GPO 组织既可以代表支付方直接采购药械，也可以与 PBM 企业合作形成超强的 PBM-GPO 联合体向上游供应商进行采购，议价并推动医疗服务管理业务。

从签约涉及的六方来看，其合计商业收入规模已经达到 1726 亿元（2014 年数据，广州医药为白云山合营企业，不并表），仅次于国药集团的 2234 亿元。我们认为其巨大的采购规模可以为合作企业的医药批发业务带来明显的毛利率提升，对比国药控股分销业务约 7% 的毛利率，上海医药为 6.14%，南京医药为 4.86%，人民同泰为 6.09%（白云山、重庆医药和天津医药数据不祥，但应明显小于国药控股。假设广州医药公司收入规模在 300 亿元，白云山的所得税为 17.5%，那么广药医药有限公司毛利率提升 0.6%-2%，那么白云山净利润可以增加 0.16-0.53 亿元，对白云山 2015 年业绩大约增厚 1%-5%。

表 1: 广州医药有限公司毛利率提升幅度对白云山净利润的影响 (亿元)

毛利率升幅	0.20%	0.60%	1.00%	1.40%	1.80%	2.00%	2.20%	2.60%
广州医药净利润	0.60	1.80	3.00	4.20	5.40	6.00	6.60	7.80
白云山净利润贡献	0.05	0.16	0.26	0.37	0.47	0.53	0.58	0.68

资料来源: 国信证券经济研究所整理

表 2: 2014 年医药批发收入前 25 强

排序	涉及上市公司	商业公司主体	2014年医药批发收入规模(万元)
1	国药控股	中国医药集团总公司	22336047
2		华润医药商业集团有限公司	8844615
3	上海医药	上海医药集团股份有限公司	8537600
4	某全国性医药上市公司 A	某全国性医药批发公司	4099875
5	白云山	广州医药有限公司	2874929
6		重庆医药(集团)股份有限公司	2320205
7	南京医药	南京医药股份有限公司	2201828
8	华东医药	华东医药股份有限公司	1894738
9	中国医药	中国医药健康产业股份有限公司	1785737
10		四川科伦医药贸易有限公司	1545769
11		安徽华源医药股份有限公司	1473307
12	英特集团	浙江英特药业股份有限公司	1404596
13	天士力	天津天士力医药营销集团有限公司	1255825
14	某区域性医药上市公司 B	某区域性医药批发公司	1120000
15	康德乐健康(CAH)	康德乐(上海)医药有限公司	1000073
16	同仁堂	中国北京同仁堂(集团)有限责任公司	786792
17	瑞康医药	山东瑞康医药股份有限公司	781676
18	海王生物	山东海王银河医药有限公司	729594
19	人民同泰	哈药集团医药有限公司	727163
20	某区域性医药上市公司 C	某区域性医药批发公司	631071
21	中新药业	天津中新药业股份有限公司医药公司	620021
22	石药集团	石药集团河北中诚医药有限公司	600975
23		天津医药集团太平医药有限公司	600202
24	柳州医药	广西柳州医药股份有限公司	565235
25	嘉事堂	嘉事堂药业股份有限公司	553416

资料来源: 商务部, 国信证券经济研究所整理

■ 核心观点回顾 1——王老吉: 对加多宝替代性进一步加强, 且利润率正逐步提升

与加多宝之争取得节节胜利, 凉茶市场地位进一步巩固, 预计今年将继续取得超过行业的发展增速(13%-15%之间), 且利润率持续提升, 未来可超过 10%。这主要基于以下几点考虑:

- **品牌力不断强化, 配以精准营销, 竞争格局向王老吉一方倾斜。**2015年5月11日, 公司公告中华人民共和国最高人民法院驳回加多宝再审申请。今年以来, 加多宝也已经将红罐改为金罐装。借此机会, 王老吉在春节期间加大营销投入, 2016年一季度销售收入增速接近 30%, 对加多宝的替代性进一步加强。营销方面, 公司还与重庆火锅集团签署战略合作协议, 吹响 2016 年营销餐饮集结号(目前全国共 35 万家火锅商户, 而重庆火锅商户占 20%。且重庆火锅集团共 3000 家火锅门店, 预计每年可喝掉 2 亿罐凉茶)。
- **2016 年, 凉茶行业有望实现低谷反弹。**由于 2014 年王老吉与加多宝大战造成凉茶销售基数过高, 2015 年整个凉茶行业增速出现下滑。我们判断, 2016 年凉茶行业有望实现低谷反弹。而在过去几年, 王老吉收入增速都在行业增速之上, 特别是 2015 年还实现逆势增长, 2016 年王老吉可能表现更好。

此外, 公司还在继续挖掘新品类, 寻求新发展。例如, 2016 年 3 月 23 日, 公司与老牌核桃露生产商山西大寨饮品有限公司达成合作意向, 双方成立合资公司经营植物蛋白饮料市场。如果定增落地, 王老吉将能拿到母公司 20 亿元支持, 可强势推动多元化发展之路。根据中国食品工业协会近期发布的 2015 年度中国饮料行业整体运行报告, 含乳饮料和植物蛋白饮料正成为饮料行业最具发展潜力品类, 2015 年该品类收入 1133 亿元, 增 7.7% (远高于整体饮料行业 6.2% 的增

速), 利润总额 150 亿元, 增 17.6%, 仅次于瓶装水、固体饮料的收入增速和茶饮料的利润增速。此外, 山西大寨核桃露曾在行业内颇具名气, 此次与王老吉合作有望与龙头六个核桃一较高低。

■ 核心观点回顾 2——大南药: 巩固医院市场, 发力 OTC 市场, 且首仿药金戈持续表现靓丽

借助六方合作平台, 可进一步巩固医院市场, 并向 OTC 市场发力, 且健康化新品值得期待。2015 年, 公司大南药板块收入 67.6 亿元, 同比降 0.8%, 主要是因为奇星药业搬迁以及去年三季度诺诚公司停产有影响。同时, 毛利率 44.6%, 同比提升 2.4pct, 得益于产品结构调整以及生产成本降低。受招标限价影响, 整个药品市场受到的冲击较大, 未来公司将从两方面推进该板块发展:

- 继续做好招标工作, 进一步巩固医院市场;
- 由于 OTC 市场受价格调控影响相对小一些, 市场环境较好, 未来公司将会加大对 OTC 市场的投入, 做好处方药在 OTC 市场的销售, 并在 OTC 市场推出更多药食同源、保健养生品种。

同时, 诺诚生物的疫苗生产经营在 2015 年下半年已经恢复正常, 这都将能为公司带来较大弹性。

此外, 首仿药金戈自 2014 年 10 月上市以来持续表现靓丽, 预计未来几年收入增速能保持在 30% 以上。2015 年, 金戈销售额超过 2 亿元。按照终端零售销售额统计, 万艾可销售 16 亿元左右, 金戈在 7 亿元左右, 但是金戈的服用剂量是 50mg, 辉瑞是 100mg。而且, 相同价格情况下, 万艾可价格高于金戈 30%。据此推算, 金戈的销量已经超过了万艾可。未来, 公司不仅会继续实现对万艾可等产品的替代, 还会积极与补肾壮阳类中成药的展开竞争, 以进一步扩大新增市场份额。此外, 公司还将通过男科教育等方式对消费者进行教育, 实现更大发展。

■ 核心观点回顾 3——巨大平台价值凸显, 且政府、社会、公司员工全面参与定增, 极大激发公司资源整合能力以及运营能力

我们认为公司资源禀赋强, 不仅是中国最大的制药企业之一, 也是为数不多的, 能够形成医药大闭环的企业。此外, 公司现金十分充足, 账上现金共 47 亿元, 加上定增资金以及拆迁补偿, 预计可达 200 亿资金, 而公司当前市值也才 290 亿元, 存在较强的外延预期。在此次定增中, 政府 (广东国资委旗下机构参与定增认购金额达占总募集资金的 88%)、公司员工、阿里 (云锋新创) 均有参与, 将极大激发公司资源整合能力和运营能力。其中, 公司是广东国资委唯一医药上市平台, 与当地很多未上市的医疗资源具有天然联系, 而且阿里社会资源较多, 能为公司带来优质项目;

过去一年, 公司已向白云山医院增资 4650 万元获得 51% 股权, 并积极推进西藏林芝白云山藏式养生古堡项目, 快速介入医疗服务领域, 实现医药制造、流通和服务于一体化的全产业链经营模式, 为公司长期发展培育新的利润增长点。而且, 此次与广州奥咨达医疗器械技术股份有限公司合作建立“国际医疗器械研发孵化产业平台”也是推动大医疗建设的重大举措。同时, 公司还携手九州通和赛柏蓝重点打造“医药云商”, 引入后二者的入口导流, 加大铁马的推送力度, 并实现线下传统分销网络与线上电商网络的互联互通。

附表：财务预测与估值

资产负债表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
现金及现金等价物	4118	3219	4236	5525
应收款项	2711	2906	3135	3375
存货净额	2544	12190	13063	13823
其他流动资产	425	390	420	452
流动资产合计	9805	18711	20860	23182
固定资产	2490	2620	2752	2857
无形资产及其他	540	519	497	475
投资性房地产	925	925	925	925
长期股权投资	2111	2111	2111	2111
资产总计	15871	24886	27145	29550
短期借款及交易性金融负债	630	630	630	630
应付款项	2929	10681	11446	12111
其他流动负债	3270	3485	3709	3946
流动负债合计	6828	14795	15785	16687
长期借款及应付债券	40	40	40	40
其他长期负债	318	318	318	318
长期负债合计	358	358	358	358
负债合计	7187	15153	16143	17045
少数股东权益	233	268	311	361
股东权益	8451	9465	10692	12144
负债和股东权益总计	15871	24886	27145	29550

关键财务与估值指标	2015	2016E	2017E	2018E
每股收益	1.01	0.90	1.09	1.29
每股红利	0.32	0.28	0.34	0.41
每股净资产	6.55	5.76	6.51	7.39
ROIC	15%	19%	28%	33%
ROE	15%	16%	17%	17%
毛利率	36%	37%	37%	38%
EBIT Margin	6%	7%	8%	9%
EBITDA Margin	7%	8%	9%	10%
收入增长	2%	7%	8%	8%
净利润增长率	9%	14%	21%	18%
资产负债率	47%	62%	61%	59%
息率	1%	2%	2%	2%
P/E	23.8	26.6	22.0	18.6
P/B	3.7	4.2	3.7	3.3
EV/EBITDA	26.7	33.2	27.2	23.0

资料来源：Wind、国信证券经济研究所预测

利润表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	19125	20504	22115	23808
营业成本	12201	12913	13862	14676
营业税金及附加	170	182	196	211
销售费用	4168	4531	4710	5071
管理费用	1375	1477	1592	1712
财务费用	(22)	(61)	(63)	(92)
投资收益	211	211	211	211
资产减值及公允价值变动	(34)	(34)	0	0
其他收入	0	0	0	0
营业利润	1410	1638	2028	2440
营业外净收支	218	218	218	218
利润总额	1628	1855	2246	2658
所得税费用	283	322	390	462
少数股东损益	45	51	62	73
归属于母公司净利润	1300	1482	1794	2123

现金流量表 (百万元)	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	1300	1482	1794	2123
资产减值准备	(25)	10	3	2
折旧摊销	218	246	287	314
公允价值变动损失	34	34	0	0
财务费用	(22)	(61)	(63)	(92)
营运资本变动	610	(1829)	(140)	(127)
其它	56	25	40	48
经营活动现金流	2193	(31)	1984	2360
资本开支	(368)	(400)	(400)	(400)
其它投资现金流	(2)	0	0	0
投资活动现金流	(530)	(400)	(400)	(400)
权益性融资	12	0	0	0
负债净变化	40	0	0	0
支付股利、利息	(411)	(468)	(567)	(671)
其它融资现金流	5	0	0	0
融资活动现金流	(726)	(468)	(567)	(671)
现金净变动	937	(900)	1017	1290
货币资金的期初余额	3181	4118	3219	4236
货币资金的期末余额	4118	3219	4236	5525
企业自由现金流	1461	(826)	1197	1554
权益自由现金流	1506	(775)	1249	1629

相关研究报告:

- 《白云山-000522-单季度利润增速放缓》 —— 2011-10-27
- 《白云山-000522-小步快跑》 —— 2011-08-23
- 《白云山 A-000522-未来业绩仍有改善空间》 —— 2011-03-06
- 《白云山 A-000522-驶入良性发展轨道》 —— 2011-01-20
- 《白云山 A-000522-2010 年三季报点评: 业绩持续改善, 提高预测和评级》 —— 2010-10-25

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	买入	预计 6 个月内, 股价表现优于市场指数 20%以上
	增持	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
	卖出	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	超配	预计 6 个月内, 行业指数表现优于市场指数 10%以上
	中性	预计 6 个月内, 行业指数表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	低配	预计 6 个月内, 行业指数表现弱于市场指数 10%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。

本报告仅供参考之用, 不构成出售或购买证券或其他投资标的的要约或邀请。在任何情况下, 本报告中的信息和意见均不构成对任何个人的投资建议。任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。投资者应结合自己的投资目标和财务状况自行判断是否采用本报告所载内容和信息并自行承担风险, 我公司及雇员对投资者使用本报告及其内容而造成的一切后果不承担任何法律责任。

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。