

白云山 (600332)

——定增即将落地，凉茶王者归来，利润率提升空间大，且存外延预期，目标价 34.5 元

行业名称	医药生物
投资建议	买入
当前价格:	27.4 元
目标价格:	34.5 元

事项:

公司2015年度员工持股计划最终实际认购金额为9095.34万元。其中，部分董事、监事、高管共出资715.05万元；其他员工共出资8380.29万元。同时，公司非公开发行数量调整为不超过3.35亿股（原为不超过3.52亿股）。

投资要点:

不考虑外延，预计公司16-18年EPS1.15/1.43/1.71元（摊薄前）。考虑到公司安全边际高，定增也即将落地，自身诉求加强，利润释放速度有望加快，且外延可期，给予16年30倍估值，目标价为34.5元，还有26%空间。

➤ 员工持股计划认缴完毕，中层人员参与度较高，自身诉求加强

此次员工持股计划认购金额低于之前所拟定计划，在预期之内，主要是因为较长一段时间内公司股价在定增价附近徘徊，且认缴结束前股价仅超定增价10%左右，折扣不是特别大。但是，员工较高价格参与定增意义非凡：1) 对于参与员工来讲，认购金额不论多少，都是一笔不菲的现金支出，均期望有较高的回报，自身诉求会加强；2) 中层人员参与计划比例较高，更利于激发活力，提升效率，释放更多业绩；

➤ 凉茶王者归来，净利有超1.5倍空间，且利润释放速度有望加快

与王老吉之争接连败诉，且加多宝推送的金罐的收入费用比远低于以往，而王老吉品牌不断强化，渠道日臻完善（加大终端投入，且与多家连锁餐饮合作），进一步夺取市场份额能力加强。同时，王老吉已经达到了今年预计100亿元（加绿盒）的规模，毛利率提升至45%。在此基础上，我们预计在竞争不激烈且王老吉占优的背景下，取得12-14%利润率值得期待。

➤ 定增即将完成，有政府资源背书，外延预期强

定增有广州市政府的73亿元资金，是代表着政府的态度，以及整合广州地区医药资源的决心。定增完成后，加上拆迁款，公司账上现金可达200亿元，足以支撑各种中大型收购。

➤ 风险提示：食品安全问题

基本数据

总股本/流通股本（百万股）	1,291/1,036
流通A股市值（百万元）	34,421
每股净资产（元）	6.86
资产负债率（%）	46.29
一年内最高/最低（元）	39.42/19.60

一年内股价相对走势



刘鹏 分析师
 执业证书编号: s1110516070001
 电话:
 邮箱: liupeng@sh.tfzq.com

相关报告

1、《白云山 (600332) \家用电器行业》
 2016.07.12

财务数据和估值	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入（百万元）	18,799.88	19,124.66	20,503.78	22,114.63	23,807.93
增长率（%）	6.77%	1.73%	7.21%	7.86%	7.66%
EBITDA（百万元）	1,560.13	1,606.30	1,785.78	2,173.82	2,588.73
净利润（百万元）	1,192.47	1,300.35	1,481.99	1,844.69	2,208.57
增长率（%）	21.68%	9.05%	13.97%	24.47%	19.73%
EPS（元/股）	0.92	1.01	1.15	1.43	1.71
市盈率（P/E）	29.67	27.20	23.87	19.18	16.02
市净率（P/B）	4.57	4.19	3.69	3.18	2.72
EV/EBITDA	20.45	21.75	18.48	12.25	11.28

数据来源：公司公告，天风证券研究所



报告信息

员工持股计划认缴完毕，中层人员参与度较高，自身诉求加强

本次员工参与计划认购金额缴纳完毕，最终参与员工人数为 1209 人，实际认购金额为 9095.34 万元，而之前拟定参加员工人数为 4897 人，拟认购金额不超过 5.05 亿元。我们认为，此次员工持股认购金额低于之前所拟定的，在预期之内，主要是因为之前股价经常在定增价附近徘徊，甚至好长一段时间内都低于定增价；虽然近期有所上涨，但认缴结束前股价也仅较定增价溢价 10% 左右，对员工的吸引力有限。

总体来看，我们认为此次员工持股计划对公司发展的意义仍是非常深远的，应该引起重视：

- 自身诉求强化，员工虽然参与热度不是特别高，但是对于参与认购的员工来讲，这都是一笔不菲的现金支出，均期待 3 年后能有一个较好的回报，因而对公司各方面发展都会有较好的促进作用。
- 中层人员参与员工持股计划比例相对较高，更有利于激发公司活力，提升经营效率，释放更多业绩。

凉茶王者归来，净利有超 1.5 倍空间，且利润释放速度有望加快

与王老吉之争接连败诉，且加多宝推送的金罐的收入费用比远低于以往，而王老吉品牌不断强化，渠道日臻完善，进一步夺取市场份额能力加强。同时，王老吉已经达到了今年预计 100 亿元（加绿盒）的规律，毛利率提升至 45%。在此基础上，我们预计在竞争不激烈且王老吉占优的背景下，取得 12-14% 利润率值得期待。王老吉净利润有 1.5 倍以上提升空间。

同时，王老吉在凉茶市场的地位也进一步巩固，预计今年将继续取得超过行业的发展增速（10% 左右）。这主要基于以下几点考虑：

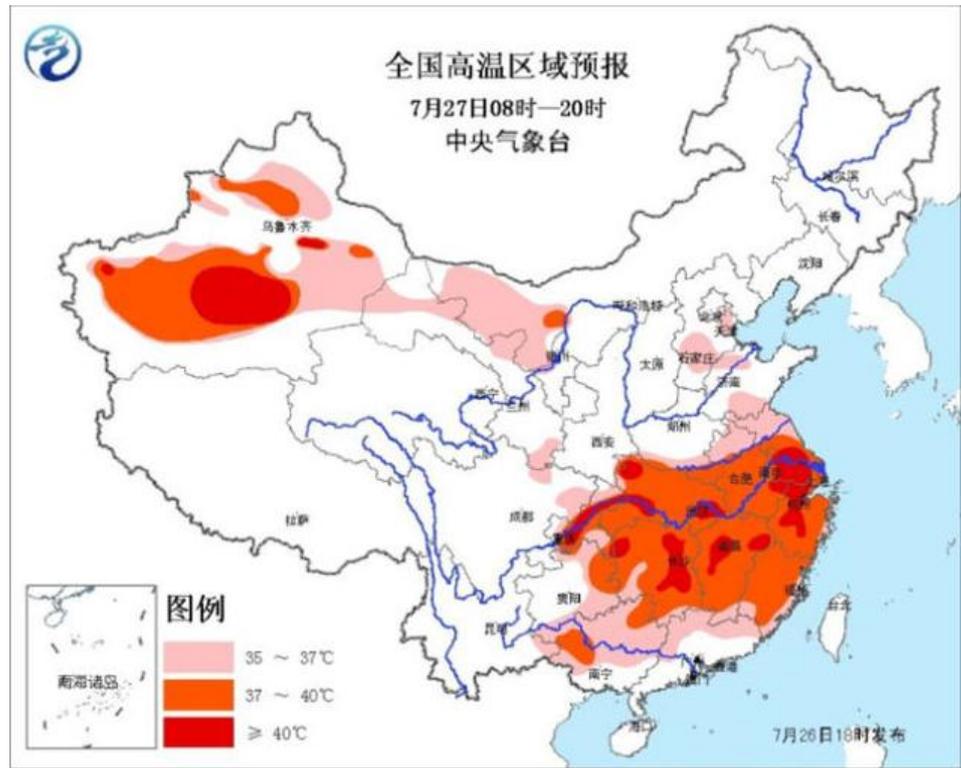
- 品牌力不断强化，渠道逐渐完善，配以精准营销，王老吉将获得更快增长。通过官司维权，王老吉相继收回了商标、红罐包装、怕上火广告以及配方等四大资产的唯一使用权，品牌知名度不断提高。相比之下，加多宝品牌不断受到官司的不利冲击。特别是今年以来，加多宝不得不将红罐全面改为金罐。借此机会，王老吉在春节期间加大营销投入，2016 年一季度销售收入增速 30% 左右，对加多宝的替代性进一步加强。此外，今年加多宝线上营销投入大幅减少，且管理层更换，给王老吉发展提供了良好契机。营销方面，公司加大终端投入，与多家连锁餐饮合作，不断吹响 2016 年餐饮营销集结号。例如，今年签约的重庆火锅集团（3000 家火锅门店，预计每年可喝掉 2 亿罐凉茶），狗不理。
- 2016 年，凉茶行业有望实现反弹。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 年平均气温有望超过以往（世界气象组织预测），将拉动凉茶需求，推动行

业反弹。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。

据外媒报道，美国太空总署(NASA)及国家海洋和大气管理局(NOAA)发表报告称，5 月份全球平均气温为摄氏 15.67 度，较上世纪平均值高 0.87 度，是 1880 年有记录以来最热的 5 月，连续 13 个月刷新纪录，属史上持续时间最长。

除了美国，加拿大、墨西哥、中美洲、南美、北欧和亚洲等全球各地，都出现比以往更高温的天气，NOAA 预料今年将是有记录以来全球最热的一年。

图表 1: 全国高温区域预报



来源：中央气象台、天风证券研究所

- 此外，公司还在继续挖掘新品类，寻求新发展。天津达沃斯推出了无糖、低糖王老吉产品，就有效填补了部分消费者不饮用含糖饮料的空白。同时，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，大健康板块将能拿到母公司 24 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。

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，毛利率为 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，相同剂量情况下，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。

图表 2：金戈产品示意图



来源：公司官网、天风证券研究所

定增即将完成，有政府资源背书，外延值得期待—巨大平台价值凸显，多方合作极大激发公司资源整合能力以及运营能力

公司的定增有广州市政府的 73 亿元资金（控股股东广药集团认购 34.9 亿元，广州市政府旗下国资发展、国寿城市发展合计认购 38 亿元），是代表着政府的态度，以及整合广州地区医药资源的决心。

我们判断，公司定增事宜即将完成，将集聚广州市政府、阿里巴巴等多方资源于一身，有望推动外延提速，使得巨大平台价值进一步凸显。定增完成后，加上拆迁款，公司账上现金可达 200 亿元，而公司当前市值也只有 331 亿元。和五粮液类似。公司的品牌价值非常大，这种业绩弹性+大量现金+优质未开发品牌的结构是适合目前这种市场的。

此外，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，也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。

附录：负责人及团队介绍

刘鹏：天风证券食品饮料首席分析师，食品工程硕博连读。中国食品科学技术学会高级会员。多家消费品产业基金外部顾问。擅长消费品产业+投资研究。重点覆盖调味品、健康食品（药食同源）、饮料、白酒，以及农业信息化、食品检测等供给侧改革品种。注重行业趋势分析和个股长期价值判断。2015年新财富最佳分析师食品饮料行业第二名，2015年水晶球最佳分析师食品饮料行业第二名。

2006-2011年食品工程硕博连读期间，主研方向为食品破坏性检测及风味分析，在以食品专业顶级期刊：欧洲食品学会会刊《Food Control》为代表的食品高水平期刊发表论文20多篇（12篇被SCI或EI收录），国家发明专利3项。并参与多个大型食品企业横向研发项目，深入了解食品工艺，渠道运作。2012-2016年，在华泰证券研究所，中信证券研究部和国信证券经济研究所分别担任分析师，高级分析师和首席分析师。从2012年开始，领先全市场挖掘了恒顺，中炬，白云山，百润，江中，煌上煌，涪陵榨菜等股票。2016年7月加入天风证券研究所。

赵淑慧：现为食品饮料行业助理分析师，毕业于英国考文垂大学银行与金融专业，取得硕士学位，于2016年5月进入天风证券研究所。

图表 3: 财务预测摘要

资产负债表						利润表					
单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E	单位:百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
货币资金	3,180.89	4,118.29	1,751.16	8,176.94	5,660.93	营业收入	18,799.8	19,124.6	20,503.7	22,114.6	23,807.9
应收账款	1,312.24	1,260.91	1,497.79	224.39	1,629.66	营业成本	12,173.9	12,200.5	12,913.2	13,799.5	14,570.4
预付账款	326.86	316.80	618.25	312.95	622.70	营业税金及附加	154.48	169.63	181.86	196.15	211.17
存货	2,578.59	2,543.87	2,253.33	3,209.64	2,274.27	营业费用	3,942.79	4,167.68	4,459.57	4,670.61	5,054.42
其他	1,490.47	1,564.85	1,730.10	1,731.09	2,030.64	管理费用	1,265.27	1,374.81	1,455.77	1,570.14	1,690.36
流动资产合计	8,889.05	9,804.71	7,850.64	13,655.01	12,218.20	财务费用	1.72	-21.94	-30.15	-88.47	-123.31
长期股权投资	1,950.77	2,111.21	2,111.21	2,111.21	2,111.21	资产减值损失	61.17	36.31	36.80	44.76	39.29
固定资产	1,824.15	1,933.90	2,076.74	2,144.04	2,153.02	公允价值变动收	1.32	1.81	-1.65	0.50	0.22
在建工程	441.81	555.91	369.54	269.73	191.84	投资净收益	160.98	210.85	210.85	210.85	210.85
无形资产	399.45	545.68	529.17	512.65	496.14	其他	-324.61	-425.33	-418.41	-422.70	-422.15
其他	705.55	919.16	888.68	893.12	885.72	营业利润	1,362.84	1,410.34	1,695.89	2,133.26	2,576.62
非流动资产合计	5,321.73	6,065.86	5,975.35	5,930.75	5,837.93	营业外收入	182.07	331.20	213.04	242.10	262.11
资产总计	14,210.78	15,870.5	13,825.98	19,585.76	18,056.13	营业外支出	77.73	113.41	69.29	86.81	89.84
短期借款	560.53	629.68	0.00	0.00	0.00	利润总额	1,467.18	1,628.12	1,839.64	2,288.56	2,748.90
应付账款	3,620.50	4,391.73	2,084.33	5,624.68	2,713.80	所得税	256.53	282.84	319.58	397.56	477.53
其他	1,880.50	1,807.09	1,649.84	2,285.99	1,676.33	净利润	1,192.47	1,300.35	1,481.99	1,844.69	2,208.57
流动负债合计	6,061.53	6,828.50	3,734.16	7,910.67	4,390.13	少数股东损益	18.17	44.94	38.07	46.30	62.79
长期借款	0.00	39.76	0.00	0.00	0.00	归属于母公司净	1,210.64	1,345.29	1,520.06	1,890.99	2,271.36
应付债券	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	每股收益(元)	0.92	1.01	1.15	1.43	1.71
其他	190.28	318.39	225.62	244.76	262.92						
非流动负债合计	190.28	358.14	225.62	244.76	262.92						
负债合计	6,251.81	7,186.64	3,959.78	8,155.43	4,653.05	主要财务比					
少数股东权益	219.68	233.12	271.19	317.49	380.27		2014	2015	2016E	2017E	2018E
股本	1,291.34	1,291.08	1,291.08	1,291.08	1,291.08	成长能力					
资本公积	2,486.28	2,346.44	2,346.44	2,346.44	2,346.44	营业收入	6.77%	1.73%	7.21%	7.86%	7.66%
留存收益	6,436.08	7,160.47	8,303.94	9,821.76	11,731.73	营业利润	21.67%	3.49%	20.25%	25.79%	20.78%
其他	-2,474.41	-2,347.1	-2,346.44	-2,346.44	-2,346.44	归属于母公司净	21.68%	9.05%	13.97%	24.47%	19.73%
股东权益合计	7,958.98	8,683.93	9,866.20	11,430.33	13,403.08	获利能力					
负债和股东权益总	14,210.78	15,870.5	13,825.98	19,585.76	18,056.13	毛利率	35.24%	36.21%	37.02%	37.60%	38.80%
						净利率	6.34%	6.80%	7.23%	8.34%	9.28%
						ROE	15.41%	15.39%	15.45%	16.60%	16.96%
						ROIC	22.24%	24.79%	31.92%	23.39%	86.00%
						偿债能力					
						资产负债率	43.99%	45.28%	28.64%	41.64%	25.77%
						净负债率	34.84%	28.91%	24.31%	19.32%	-0.16%
						流动比率	1.47	1.44	2.10	1.73	2.78
						速动比率	1.04	1.06	1.50	1.32	2.27
						营运能力					
						应收账款周转率	15.24	14.86	14.86	25.68	25.68
						存货周转率	7.79	7.47	8.55	8.10	8.68
						总资产周转率	1.42	1.27	1.38	1.32	1.26
						每股指标(元)					
						每股收益	0.92	1.01	1.15	1.43	1.71
						每股经营现金流	1.36	1.50	-1.21	5.07	-1.94
						每股净资产	5.99	6.55	7.43	8.61	10.09
						估值比率					
						市盈率	29.67	27.20	23.87	19.18	16.02
						市净率	4.57	4.19	3.69	3.18	2.72
						EV/EBITDA	20.45	21.75	18.48	12.25	11.28
						EV/EBIT	23.38	25.17	19.81	13.02	11.90

数据来源: 公司报告、天风证券研究所

分析师声明

本报告署名分析师在此声明：我们具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，本报告所表述的所有观点均准确地反映了我们对标的证券和发行人的个人看法。我们所得报酬的任何部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体投资建议或观点有直接或间接联系。

投资评级说明

股票投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期股价绝对收益 20%以上为“买入”、10%~20%为“增持”、-10%~10%为“持有”、-10%以下为“卖出”。

行业投资评级：自报告日后的 6 个月内，预期行业指数相对于沪深 300 指数，涨幅 5%以上为“强于大市”、-5%~5%为“中性”、-5%以下为“弱于大市”。

一般声明

除非另有规定，本报告中的所有材料版权均属天风证券股份有限公司（已获中国证监会许可的证券投资咨询业务资格）及其附属机构（以下统称“天风证券”）。未经天风证券事先书面授权，不得以任何方式修改、发送或者复制本报告及其所包含的材料、内容。所有本报告中使用的商标、服务标识及标记均为天风证券的商标、服务标识及标记。

本报告是机密的，仅供我们的客户使用，天风证券不因收件人收到本报告而视其为天风证券的客户。本报告中的信息均来源于我们认为可靠的已公开资料，但天风证券对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告中的信息、意见等均仅供客户参考，不构成所述证券买卖的出价或征价邀请或要约。该等信息、意见并未考虑到获取本报告人员的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对任何人的个人推荐。客户应当对本报告中的信息和意见进行独立评估，并应同时考量各自的投资目的、财务状况和特定需求，必要时就法律、商业、财务、税收等方面咨询专家的意见。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，天风证券及/或其关联人员均不承担任何法律责任。

本报告所载的意见、评估及预测仅为本报告出具日的观点和判断。该等意见、评估及预测无需通知即可随时更改。过往的表现亦不应作为日后表现的预示和担保。在不同时期，天风证券可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。

天风证券的销售人员、交易人员以及其他专业人士可能会依据不同假设和标准、采用不同的分析方法而口头或书面发表与本报告意见及建议不一致的市场评论和/或交易观点。天风证券没有将此意见及建议向报告所有接收者进行更新的义务。天风证券的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

特别声明

在法律许可的情况下，天风证券可能会持有本报告中提及公司所发行的证券并进行交易，也可能为这些公司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。因此，投资者应当考虑到天风证券及/或其相关人员可能存在影响本报告观点客观性的潜在利益冲突，投资者请勿将本报告视为投资或其他决定的唯一参考依据。

	电话	传真	邮箱	地址
武汉	(8627)-87618889	(8627)-87618863	research@sh.tfzq.com	湖北省武汉市武昌区中南路99号保利广场A座37楼 (430071)
上海	(8621)-68815388	(8621)-50165671	research@sh.tfzq.com	上海市浦东新区兰花路333号333世纪大厦 10F (201204)