民生证券 MINSHENG SECURITIES

白云山（600332）

公司研究/简评报告

成本控制良好，全年有望提速

—白云山 2017 年一季报点评

简评报告/医药　　2017 年 04 月 27 日

一、事件概述

2017 年一季度，公司实现营收 52.88 亿元，同比增长 4.69%；归属上市公司净利 4.85 亿元，同比增长 18.41%；扣非后归属上市公司净利 4.62 亿元，同比增长 17.29%；EPS 为 0.30 元。

二、分析与判断

➢ **业绩基本符合预期，全年有望前低后高**

公司营业收入保持平稳增长，预计大南药板块增速保持回升态势，有望重回增长轨道，大健康板块今年是提速发展的关键一年，后续提价可能加速收入增长。毛利率较去年提升 3 个百分点，营业成本控制良好。利润增速高于营收增速，销售费用及管理费用控制良好，体现公司在国企改革和员工持股激励下，对利润考核要求的加强。公司大南药板块低谷回升趋势明确，大健康业务业绩弹性空间大，各项业务的发展提速在今年将有所体现，整体上有望呈现前低后高态势。

➢ **大南药板块有望重整，具备较大增长潜力**

公司产品线储备丰富，拥有众多中药独家品种、丰富的抗生素产品以及金戈等新开发大品种。16 年金戈销售收入达到 4 亿元，预计终端销售达到 10 多亿，未来仍存在较大消费释放的空间。活心丸、昆仙胶囊、蛇胆川贝软胶囊等多个独家或潜力品种新近 17 年医保，有望培育成为重点品种。公司对医药工业的管理层更换和库存清理基本完成，未来在营销整合、重点品种培育等方面都有较大提升空间，大南药板块仍有较大增长潜力。

➢ **大健康板块市场份额和利润率齐升，具备高业绩弹性**

去年凉茶市场展开促销价格战，导致公司大健康毛利率下降 3.63 个百分点，对收入和利润都造成了一定影响。今年随着竞争逐渐稳定后，公司目前已逐渐尝试开始提价，利润水平有望回升，后续仍有较大提价空间。同时随着在北方等原来薄弱市场中的销售增强，市场份额有望逐渐提升。公司也推出了低糖及无糖新品，实现产品升级，并向核桃露等其他饮料市场扩展，促进大健康业务整体发展。

三、盈利预测与投资建议

预计公司 2017-2019 年 EPS1.12、1.32、1.51 元，对应市盈率 25、22、19 倍，给予“强烈推荐”评级。

四、风险提示：

药品降价幅度过大；重点品种销售不及预期；凉茶市场表现低迷；

盈利预测与财务指标

项目/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入（百万元）	20,036	22,039	24,243	26,183
增长率（%）	4.8%	10.0%	10.0%	8.0%
归属母公司股东净利润（百万元）	1,508	1,827	2,150	2,455
增长率（%）	16.0%	21.2%	17.7%	14.2%
每股收益（元）	0.93	1.12	1.32	1.51
PE（现价）	31	25	22	19
PB	2.7	2.5	2.3	2.0

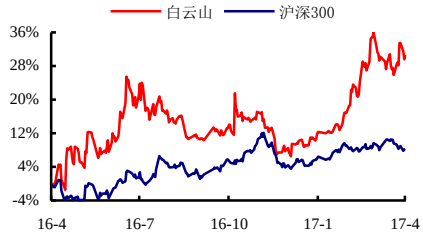
资料来源：公司公告、民生证券研究院

强烈推荐　维持评级

合理估值：　31—39 元

交易数据	2017-4-26
收盘价（元）	28.55
近 12 个月最高/最低	29.72/21.85
总股本（百万股）	1,626
流通股本（百万股）	1,071
流通股比例（%）	65.89
总市值（亿元）	464
流通市值（亿元）	306

该股与沪深 300 走势比较



分析师：马科

执业证号：S0100513070001
电话：010-85127661
邮箱：make@mszq.com

研究助理：刘淼

执业证号：S0100115070010
电话：010-85127535
邮箱：liumiao@mszq.com

研究助理：孟斯硕

执业证号：S0100116050010
电话：7645
邮箱：mengsishuo@mszq.com

相关研究

1.白云山（600332）2016 年年报点评报告：业绩低点已过，发展提速有望体现

公司财务报表数据预测汇总

利润表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
营业总收入	20,036	22,039	24,243	26,183
营业成本	13,412	14,656	16,000	17,150
营业税金及附加	189	195	214	232
销售费用	3,824	4,187	4,582	4,896
管理费用	1,440	1,543	1,636	1,767
EBIT	1,844	1,924	2,275	2,603
财务费用	(97)	(282)	(320)	(360)
资产减值损失	7	7	7	7
投资收益	206	0	0	0
营业利润	1,467	1,733	2,123	2,492
营业外收支	478	477	477	477
利润总额	1,945	2,210	2,600	2,968
所得税	386	331	390	445
净利润	1,559	1,878	2,210	2,523
归属于母公司净利润	1,508	1,827	2,150	2,455
EBITDA	2,086	1,956	2,307	2,616

资产负债表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	11884	13727	15258	17362
应收账款及票据	2713	3023	3287	3528
预付款项	414	385	487	447
存货	2781	3038	3315	3494
其他流动资产	250	250	250	250
流动资产合计	18254	20680	22854	25379
长期股权投资	2290	2290	2290	2290
固定资产	2107	2343	2323	2304
无形资产	668	671	671	671
非流动资产合计	5966	5600	5561	5541
资产合计	24220	26279	28415	30920
短期借款	25	0	0	0
应付账款及票据	2588	3441	3141	3914
其他流动负债	0	0	0	0
流动负债合计	6434	6936	7240	7653
长期借款	34	34	34	34
其他长期负债	0	0	0	0
非流动负债合计	132	132	132	132
负债合计	6566	7068	7372	7785
股本	1626	1626	1626	1626
少数股东权益	309	359	419	487
股东权益合计	17654	19211	21043	23134
负债和股东权益合计	24220	26279	28415	30920

主要财务指标	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力				
营业收入增长率	4.8%	10.0%	10.0%	8.0%
EBIT 增长率	14.9%	4.4%	18.3%	14.4%
净利润增长率	15.9%	20.5%	17.7%	14.2%
盈利能力				
毛利率	33.1%	33.5%	34.0%	34.5%
净利润率	7.8%	8.5%	9.1%	9.6%
总资产收益率 ROA	7.6%	7.3%	8.0%	8.4%
净资产收益率 ROE	8.7%	9.7%	10.4%	10.8%
偿债能力				
流动比率	2.8	3.0	3.2	3.3
速动比率	2.4	2.5	2.7	2.8
现金比率		—	—	—
资产负债率	27.1%	26.9%	25.9%	25.2%
经营效率				
应收账款周转天数	49.4	50.1	49.5	49.2
存货周转天数	75.7	75.7	75.6	74.4
总资产周转率	0.8	0.8	0.9	0.8
每股指标（元）				
每股收益	0.9	1.1	1.3	1.5
每股净资产	10.7	11.6	12.7	13.9
每股经营现金流	1.5	0.7	0.7	1.1
每股股利	0.0	0.2	0.2	0.3
估值分析				
PE	30.1	24.9	21.1	18.5
PB	2.6	2.4	2.2	2.0
EV/EBITDA	16.2	16.5	13.4	11.0
股息收益率	0.0%	1.5%	1.7%	2.0%

现金流量表（百万元）	2016A	2017E	2018E	2019E
净利润	1,559	1,878	2,210	2,523
折旧和摊销	243	32	32	13
营运资金变动				
经营活动现金流	2,450	1,171	1,179	1,766
资本开支	22	(286)	(324)	(365)
投资	—	—	—	—
投资活动现金流	(249)	733	405	405
股权募资	—	—	—	—
债务募资	6	0	0	0
筹资活动现金流	6,725	(61)	(54)	(66)
现金净流量	8,925	1,843	1,531	2,105

资料来源：公司公告、民生证券研究院

分析师与研究助理简介

马科，毕业于南开大学，2011年入职民生证券，从事策略研究。2014年至今转为家电行业研究。

刘淼，研究助理，北京大学医学部临床药学硕士、药学学士，2015年6月加入民生证券。

孟斯硕，北京航空航天大学经济学学士，长江商学院FMBA，2016年加入民生证券，从事食品饮料研究。

分析师承诺

作者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，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解，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。

评级说明

公司评级标准	投资评级	说明
以报告发布日后的 12 个月内公司股价的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	强烈推荐	相对沪深 300 指数涨幅 20%以上
	谨慎推荐	相对沪深 300 指数涨幅介于 10%～20%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-10%～10%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 10%以上
行业评级标准		
以报告发布日后的 12 个月内行业指数的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	推荐	相对沪深 300 指数涨幅 5%以上
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于-5%～5%之间
	回避	相对沪深 300 指数下跌 5%以上

民生证券研究院：

北京：北京市东城区建国门内大街28号民生金融中心A座17层； 100005

上海：上海市浦东新区世纪大道1168号东方金融广场B座2101； 200122

深圳：深圳市福田区深南大道 7888 号东海国际中心 A 座 28 层； 525000

免责声明

本报告仅供民生证券股份有限公司（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。

本报告是基于本公司认为可靠的已公开信息，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，在不同时期，本公司可发出与本报告所刊载的意见、推测不一致的报告，但本公司没有义务和责任及时更新本报告所涉及的内容并通知客户。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。客户不应单纯依靠本报告所载的内容而取代个人的独立判断。本公司也不对因客户使用本报告而导致的任何可能的损失负任何责任。

本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。

本公司在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或参与本报告所提及的公司的金融交易，亦可向有关公司提供或获取服务。本公司的一位或多位董事、高级职员或/和员工可能担任本报告所提及的公司的董事。

本公司及公司员工在当地法律允许的条件下可以向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务以及顾问、咨询业务在内的服务或业务支持。本公司可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

若本公司以外的金融机构发送本报告，则由该金融机构独自为此发送行为负责。该机构的客户应联系该机构以交易本报告提及的证券或要求获悉更详细的信息。

未经本公司事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播本报告。本公司版权所有并保留一切权利。所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为本公司的商标、服务标识及标记。