

收购广州医药 30% 股权，完善大商业版图

投资要点

- **事件:** 公司发布公告, 拟以现金方式向联合美华购买其持有的广州医药 30% 的股权, 交易金额为 10.94 亿元, 收购对价对应广州医药 2016/2017E/2018E 的 PE 为 14.6X/13.7X/9.5X; 向联合美华授出一项售股权, 联合美华可选择在行权期内向本公司出售其所持有的广州医药剩余 20% 股权。
- **将实现广州医药并表, 进一步激发大商业活力。** 广州医药为 2016 年收入规模为 330 亿元, 为全国第五大医药流通商, 业务专注于华南地区。此前公司与联合美华分别持有广州医药 50% 股权, 此次收购后, 公司对广州医药的持股比例将达到 80%, 实现控股。广州医药 2017 年 1-9 月毛利率为 6.03%、归母净利润率 0.67%, 相对同行业来说有较大提升空间。我们认为公司控股后将简化广州医药决策流程, 提升盈利能力。根据收购公告中的财务预测, 2018 年毛利率和净利率有望提升至 6.3% 和 1.0%。
- **大南药、大健康业务均具看点, 净利率有提升空间。** 1) 大南药有望低价药提价与一致性评价。公司制药业务中普药品种居多、研发经费充裕, 有望受益于一致性评价, 目前一致性评价 BE 备案品种数在国内排名前三, 有望在行业变革中获得更高的市占率。2) 大健康业务稳步增长, 盈利能力逐步改善。受益于税率变化和价格改善, 大健康业务利润增速或快于收入增速。随着凉茶市场竞争格局的逐步改善, 未来利润率仍有望保持上升趋势。3) 加强费用管控, 净利率具备提升空间。公司通过整合内部销售, 资源集中化调配, 我们估计公司 2016 年医药业务经营性净利率约 6~10% (扣除抵消项), 还有较大提升空间。
- **现金充裕的大健康平台公司, 未来在研发、外延方面预期强烈。** 公司由广州市国资委控股, 为华南地区大健康产业平台, 2015 年定增后现金充裕, 截止 2017 年 9 月 30 日, 账面现金 126 亿元, 未来在大健康领域的产品研发、外延扩张等方面预期强烈。
- **盈利预测与投资建议。** 考虑广州医药并表事项, 我们预计 2017-2019 年 EPS 分别为 1.26 元、1.54 元、1.68 元, 账面现金充裕, 外延预期强烈, 对应 PE 分别为 26 倍、21 倍、19 倍, 维持“买入”评级。
- **风险提示:** 广州医药整合不及预期风险, 王老吉销售不及预期风险。

指标/年度	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20035.68	21369.37	60570.42	61411.52
增长率	4.76%	6.66%	183.45%	1.39%
归属母公司净利润(百万元)	1508.03	2048.82	2500.86	2732.68
增长率	15.97%	35.86%	22.06%	9.27%
每股收益 EPS(元)	0.93	1.26	1.54	1.68
净资产收益率 ROE	8.83%	11.03%	12.30%	12.33%
PE	35	26	21	19
PB	2.96	2.72	2.49	2.28

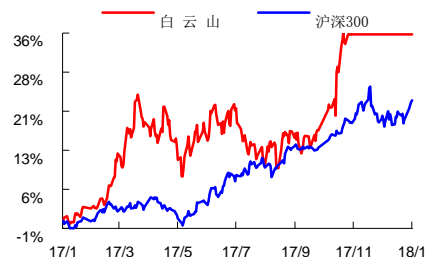
数据来源: Wind, 西南证券

西南证券研究发展中心

分析师: 朱国广
执业证号: S1250513110001
电话: 021-68413530
邮箱: zhugg@swsc.com.cn

分析师: 张肖星
执业证号: S1250517080003
电话: 021-68415020
邮箱: zxxing@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源: 聚源数据

基础数据

总股本(亿股)	16.26
流通 A 股(亿股)	10.71
52 周内股价区间(元)	23.82-32.2
总市值(亿元)	522.53
总资产(亿元)	270.25
每股净资产(元)	11.30

相关研究

1. 白云山(600332): 业绩高速增长, 医药业务表现靓丽 (2017-10-23)

附表：财务预测与估值

利润表 (百万元)					现金流量表 (百万元)				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	20035.68	21369.37	60570.42	61411.52	净利润	1558.67	2117.62	2584.84	2824.45
营业成本	13412.06	13688.81	50177.25	50614.00	折旧与摊销	242.94	444.36	482.52	535.86
营业税金及附加	189.31	193.40	554.40	563.02	财务费用	-96.52	-161.96	-197.28	-240.78
销售费用	3823.59	3846.49	5390.77	5527.04	资产减值损失	6.73	13.00	13.00	13.00
管理费用	1439.73	1536.46	1817.11	1842.35	经营营运资本变动	443.56	4.73	3867.26	-42.69
财务费用	-96.52	-161.96	-197.28	-240.78	其他	289.28	-212.01	-233.45	-254.15
资产减值损失	6.73	13.00	13.00	13.00	经营活动现金流净额	2444.67	2205.76	6516.89	2835.68
投资收益	206.32	200.00	220.00	242.00	资本支出	-38.11	-130.00	-630.00	-630.00
公允价值变动损益	-0.47	-0.47	-0.47	-0.47	其他	-211.05	199.53	219.53	241.53
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	投资活动现金流净额	-249.16	69.53	-410.47	-388.47
营业利润	1466.63	2452.69	3034.69	3334.43	短期借款	-604.47	-25.22	0.00	0.00
其他非经营损益	478.43	150.00	150.00	150.00	长期借款	-6.25	0.00	0.00	0.00
利润总额	1945.05	2602.69	3184.69	3484.43	股权融资	7863.45	0.00	0.00	0.00
所得税	386.38	485.07	599.85	659.98	支付股利	-487.74	-565.63	-768.47	-938.03
净利润	1558.67	2117.62	2584.84	2824.45	其他	-40.27	152.17	197.28	240.78
少数股东损益	50.64	68.80	83.98	91.77	筹资活动现金流净额	6724.72	-438.68	-571.19	-697.24
归属母公司股东净利润	1508.03	2048.82	2500.86	2732.68	现金流量净额	8918.87	1836.60	5535.22	1749.97
资产负债表 (百万元)					财务分析指标				
	2016A	2017E	2018E	2019E		2016A	2017E	2018E	2019E
货币资金	13091.01	14927.61	20462.83	22212.80	成长能力				
应收和预付款项	3332.33	3530.51	10345.62	10474.69	销售收入增长率	4.76%	6.66%	183.45%	1.39%
存货	2781.50	2838.96	10483.81	10574.93	营业利润增长率	3.99%	67.23%	23.73%	9.88%
其他流动资产	309.16	329.33	922.43	935.15	净利润增长率	15.86%	35.86%	22.06%	9.27%
长期股权投资	2290.44	2290.44	2290.44	2290.44	EBITDA 增长率	0.05%	69.56%	21.38%	9.32%
投资性房地产	228.58	228.58	228.58	228.58	获利能力				
固定资产和在建工程	2362.39	2068.71	2236.87	2351.69	毛利率	33.06%	35.94%	17.16%	17.58%
无形资产和开发支出	682.82	665.93	649.04	632.15	三费率	25.79%	24.43%	11.57%	11.61%
其他非流动资产	818.96	815.16	811.37	807.58	净利率	7.78%	9.91%	4.27%	4.60%
资产总计	25897.17	27695.23	48430.99	50508.00	ROE	8.83%	11.03%	12.30%	12.33%
短期借款	25.22	0.00	0.00	0.00	ROA	6.02%	7.65%	5.34%	5.59%
应付和预收款项	5071.69	5304.77	17897.38	18012.24	ROIC	29.45%	57.74%	71.10%	72.61%
长期借款	33.50	33.50	33.50	33.50	EBITDA/销售收入	8.05%	12.80%	5.48%	5.91%
其他负债	3112.97	3160.96	9487.75	9563.48	营运能力				
负债合计	8243.38	8499.23	27418.63	27609.22	总资产周转率	0.96	0.80	1.59	1.24
股本	1625.79	1625.79	1625.79	1625.79	固定资产周转率	9.92	10.50	30.38	29.72
资本公积	9875.17	9875.17	9875.17	9875.17	应收账款周转率	18.55	18.73	26.87	18.29
留存收益	5834.33	7317.52	9049.90	10844.56	存货周转率	4.99	4.82	7.50	4.79
归属母公司股东权益	17345.08	18818.48	20550.86	22345.52	销售商品提供劳务收到现金/营业收入	86.19%	—	—	—
少数股东权益	308.71	377.51	461.49	553.26	资本结构				
股东权益合计	17653.79	19195.99	21012.36	22898.78	资产负债率	31.83%	30.69%	56.61%	54.66%
负债和股东权益合计	25897.17	27695.23	48430.99	50508.00	带息债务/总负债	0.71%	0.39%	0.12%	0.12%
					流动比率	2.63	2.82	1.59	1.65
					速动比率	2.25	2.45	1.19	1.26
					股利支付率	32.34%	27.61%	30.73%	34.33%
					每股指标				
					每股收益	0.93	1.26	1.54	1.68
					每股净资产	10.86	11.81	12.92	14.08
					每股经营现金	1.50	0.00	0.00	0.00
					每股股利	0.30	0.35	0.47	0.58
业绩和估值指标									
	2016A	2017E	2018E	2019E					
EBITDA	1613.05	2735.10	3319.93	3629.51					
PE	34.65	25.50	20.89	19.12					
PB	2.96	2.72	2.49	2.28					
PS	2.61	2.45	0.86	0.85					
EV/EBITDA	23.40	13.12	9.14	7.88					
股息率	0.93%	1.08%	1.47%	1.80%					

数据来源: Wind, 西南证券

分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，报告所采用的数据均来自合法合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，独立、客观地出具本报告。分析师承诺不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接获取任何形式的补偿。

投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

重要声明

西南证券股份有限公司（以下简称“本公司”）具有中国证券监督管理委员会核准的证券投资咨询业务资格。

本公司与作者在自身所知情范围内，与本报告中所评价或推荐的证券不存在法律法规要求披露或采取限制、静默措施的利益冲突。

《证券期货投资者适当性管理办法》于 2017 年 7 月 1 日起正式实施，本报告仅供本公司客户中的专业投资者使用，若您并非本公司客户中的专业投资者，为控制投资风险，请取消接收、订阅或使用本报告中的任何信息。本公司也不会因接收人收到、阅读或关注自媒体推送本报告中的内容而视其为客户。本公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告中的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可升可跌，过往表现不应作为日后的表现依据。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告，本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，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。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，本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。

本报告版权为西南证券所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用须注明出处为“西南证券”，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。未经授权刊载或者转发本报告的，本公司将保留向其追究法律责任的权利。

西南证券研究发展中心

上海

地址：上海市浦东新区陆家嘴东路 166 号中国保险大厦 20 楼

邮编：200120

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 楼

邮编：100033

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼

邮编：400023

深圳

地址：深圳市福田区深南大道 6023 号创建大厦 4 楼

邮编：518040

西南证券机构销售团队

区域	姓名	职务	座机	手机	邮箱
上海	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	黄丽娟	机构销售	021-68411030	15900516330	hlj@swsc.com.cn
	邵亚杰	机构销售	02168416206	15067116612	syj@swsc.com.cn
	张方毅	机构销售	021-68413959	15821376156	zfyi@swsc.com.cn
	郎珈艺	机构销售	021-68416921	18801762801	langjiayi@swsc.com.cn
	欧阳倩威	机构销售	021-68416206	15601822016	oyqw@swsc.com.cn
北京	蒋诗烽	地区销售总监	021-68415309	18621310081	jsf@swsc.com.cn
	王雨珩	机构销售	010-88091748	18811181031	wyheng@swsc.com.cn
	陈乔楚	机构销售	18610030717	18610030717	cqc@swsc.com.cn
	路剑	机构销售	010-57758566	18500869149	lujian@swsc.com.cn
广深	张婷	地区销售总监	0755-26673231	13530267171	zhangt@swsc.com.cn
	刘宁	机构销售	0755-26676257	18688956684	liun@swsc.com.cn
	王湘杰	机构销售	0755-26671517	13480920685	wxj@swsc.com.cn
	熊亮	机构销售	0755-26820395	18666824496	xl@swsc.com.cn
	刘雨阳	机构销售	0755-26892550	18665911353	liuyuy@swsc.com.cn
	刘予鑫(广州)	机构销售	0755-26833581	13720220576	lyxin@swsc.com.cn