

2018年03月19日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

30/27

公司基本信息

产业别	医药生物		
A 股价(2018/3/16)	26.94		
深证成指(2018/3/16)	3279.25		
股价 12 个月高/低	33.19/23.36		
总发行股数(百万)	1625.79		
A 股数(百万)	1071.18		
A 市值(亿元)	288.58		
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)		
每股净值(元)	11.61		
股价/账面净值	2.32		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	11.6	-16.2	-3.5

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

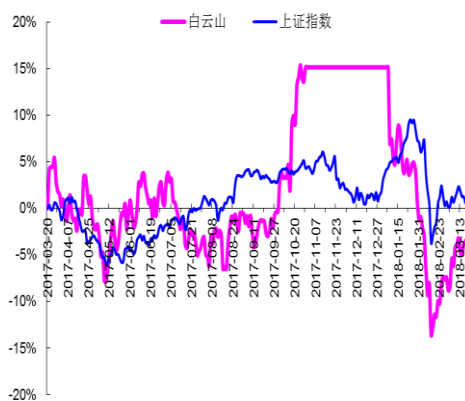
产品组合

大南药	37.2%
大健康	40.9%
大商业	20.7%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	7.3%
一般法人	61.0%

股价相对大盘走势



年度截止 12 月 31 日		2015	2016	2017	2018E	2019E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	1300	1508	2062	2333	2608
同比增减	%	9.05	15.97	36.71	13.17	11.80
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.08	1.27	1.44	1.60
同比增减	%	9.10	6.75	17.96	13.17	11.80
A 股市盈率(P/E)	X	27.74	25.98	22.03	19.46	17.41
H 股市盈率(P/E)	X	19.51	18.28	15.49	13.69	12.25
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.28	0.15	0.17	0.19
GON 股息率 (Yield)	%	0.00	1.00	0.54	0.62	0.69

白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买入

2017 年净利同比增长 37%，业绩增长好于预期

结论与建议：

- 公司业绩：** 公司2017年实现营收209.5亿元，YOY+4.6%，录得净利润20.6亿元，YOY+36.7%（扣非后净利润为19.4亿元，YOY+80.7%），折合EPS为1.27元，公司业绩好于我们的预期。其中2017Q4单季度公司实现营收49.9亿元，YOY+11.0%，录得净利润5.8亿元，YOY+27.5%。公司另拟每10股派发现金红利3.81元(含税)。
- 结构优化，综合毛利率提升：** 分业务来看，2017年公司大南药板块、大健康板块、大商业板块分别实现营收78.0亿元、85.7亿元、43.2亿元，YOY分别+12.9%、10.4%、-15.9%。受行业政策影响，公司医药商业营收衰退，拖累公司整体营收仅增长4.6%，但得益于收入结构的优化，公司综合毛利率同比提升4.6个百分点至37.7%，推动了净利润的快速增长。
- 南药板块恢复增长：** 在公司渠道及品牌建设力度加力的背景下，大南药板块增长恢复明显，营收同比增长 12.9%。其中西药金戈销售收入同比增长超 40%，中成药滋肾育胎丸及舒筋健腰丸销售收入同比增长约 50%。在重点品种销售快速增长的带动下，公司大南药板块的毛利率也同比提升 1.8 个百分点至 45.4%。在金戈新规格上市以及中成药重点品种推广力度持续加强，叠加部分 OTC 产品具备提价空间的背景下，我们预计公司大南药板块仍将延续增长的态势。
- 大健康板块稳步增长，毛利率提升：** 大健康板块在王老吉竞争趋缓及渠道的精细化建设下，营收也由 2016 年的零增长恢复至 2017 年 10.4% 的增速，毛利率也同比提升 4.5 个百分点至 45.3%。我们认为在公司积极推进渠道精细化建设以及王老吉产品升级下，大健康板块将继续稳健增长。
- 盈利预测及投资建议：** 我们预计公司 2018/2019 年分别实现净利润 23.3 亿元 (YOY+13.2%) /26.1 亿元 (YOY+11.8%)，EPS 分别为 1.44 元/1.60 元，对应 A 股 PE 分别为 19 倍/17 倍，对应 H 股 PE 分别为 14 倍/12 倍。目前 A/H 估值均相对合理，维持“买入”投资建议。

预期报酬(Expected Return; ER)为准, 说明如下:

强力买入 Strong Buy (ER \geq 30%); 买入 Buy (30% > ER \geq 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER \leq -10%); 强力卖出 Strong Sell (ER \leq -30%)

附一: 合并损益表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
营业收入	19125	20036	20954	22843	24955
经营成本	12201	13412	13063	14222	15468
营业税金及附加	170	189	204	217	237
销售费用	4168	3824	4286	4454	4866
管理费用	1375	1440	1580	1690	1847
财务费用	-22	-97	-211	-228	-250
资产减值损失	36	7	20	20	20
投资收益	211	206	338	330	340
营业利润	1410	1467	2461	2798	3107
营业外收入	331	555	77	70	100
营业外支出	113	76	44	44	50
利润总额	1628	1945	2493	2824	3157
所得税	283	386	374	424	474
少数股东损益	45	51	57	67	75
归属于母公司所有者的净利润	1300	1508	2062	2333	2608

附二: 合并资产负债表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
货币资金	4118	13091	15055	17313	19910
应收账款	1052	1108	1330	1596	1915
存货	2544	2781	2642	2510	2385
流动资产合计	9805	19514	23417	28100	33720
长期股权投资	2111	2290	2978	3871	5032
固定资产	1934	2107	2318	2550	2805
在建工程	556	255	306	368	441
非流动资产合计	6066	6383	7341	8442	9708
资产总计	15871	25897	30757	36542	43428
流动负债合计	6828	7422	8907	10688	12826
非流动负债合计	358	821	854	888	923
负债合计	7187	8243	9761	11576	13749
少数股东权益	233	309	401	923	3046
股东权益合计	8451	17345	20595	24043	26633
负债及股东权益合计	15871	25897	30757	36542	43428

附三: 合并现金流量表

百万元	2015	2016	2017	2018F	2019F
经营活动产生的现金流量净额	1942	2445	2,689	2,958	3,254
投资活动产生的现金流量净额	-806	-249	-1400	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	-347	6725	-2000	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	788	8919	-711	-442	-146

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写, 群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务, 不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信用以编写此份报告之资料可靠, 但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司, 不在此报告之准确性及完整性作任何保证, 或代表或作出任何书面保证, 而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司, 及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对使用此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证; @持意见或立场, 或买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证; @。此份报告, 不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。