

2018年08月23日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元/港元)

40/35

公司基本信息

| | | | |
|-----------------|---------------------|-------|------|
| 产业别 | 医药生物 | | |
| A 股价(2018/8/23) | 34.65 | | |
| 上证指数(2018/8/23) | 2724.62 | | |
| 股价 12 个月高/低 | 45.82/23.14 | | |
| 总发行股数(百万) | 1625.79 | | |
| A 股数(百万) | 1071.18 | | |
| A 市值(亿元) | 371.16 | | |
| 主要股东 | 广州医药集团有限公司 (45.04%) | | |
| 每股净值(元) | 12.46 | | |
| 股价/账面净值 | 2.78 | | |
| | 一个月 | 三个月 | 一年 |
| 股价涨跌(%) | -10.6 | -13.9 | 26.9 |

近期评等

| | | |
|------------|-------|----|
| 出刊日期 | 前日收盘 | 评等 |
| 2018-03-19 | 26.94 | 买入 |

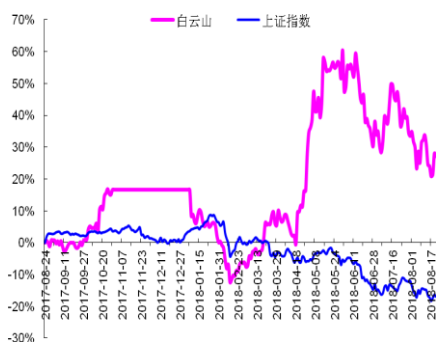
产品组合

| | |
|-----|-------|
| 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



白云山(600332.SH/0874.HK)

buy 买入

2018H1 净利 YOY+126%,超出预期

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司2018H1实现营收148.4亿元, YOY+33.5%, 录得净利润26.2亿元, YOY+126.1%, 折合EPS为1.61元, 公司业绩超出我们的预期, 主要是公司对原持有的广药医药的50%股权按公允价值重新计量产生8.3亿元的投资收益, 以及参股的一心堂7.4%股权公允价值增加2.6亿元。公司实际扣非后净利润为15.4亿元, YOY+36.7%, 主业也实现了高速增长。其中公司2018Q2单季度实现营收79.3亿元, YOY+36.1%, 录得净利润17.1亿元, YOY+154.5%。
- 大南药快速增长, 大健康净利端提升, 商业板块主要受益于并表:** 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51.9亿元、52.8亿元、42.2亿元, YOY分别+30.2%、5.5%、109.1%。(1) 大南药板块快速增长主要是Q1流感期间公司中成药销售量大幅增加及且公司部分产品提价所致, 化药金戈预计仍维持30%以上的增速; (2) 大健康板块同比位数增长主要是由于Q2王老吉消化库存, 并且加大了折扣力度抢占市场, 使得销售收入增长并不明显, 后续随着渠道库存消化后, 预计收入端将会恢复两位数的增长, 从净利端来看, 受益于净利率的提升(2018H1净利率同比提升3.4个百分点至10.6%), 王老吉大健康净利润YOY+56%。(3) 公司医药商业营收同比大幅增长主要是广药医药公司6月并表所致, 若剔除后公司原批发业务实际仍然承压。
- 毛利率下滑, 费用率下降:** 公司 2018H1 综合毛利率为 31.9%, 同比下降 5.3 个百分点, 一方面是由于王老吉为抢占市场销售折扣力度增加使得大健康板块毛利率下滑 3.7 个百分点, 另一方面是化药部分毛利率同比下降 7.3%所致。公司销售费用率同比下降 5.5 个百分点, 主要是由于公司王老吉今年主要采用销售折扣的促销方式, 费用兑付部分减少所致。公司管理费用率、财务费用率分别同比下降 1.6、0.2 个百分点, 预计主要是并表广州医药所致。综合来看, 公司期间费用率同比下降 6.8 个百分点至 19.0%。
- 盈利预测及投资建议:** 由于公司投资收益大幅增加, 我们上调对公司的盈利预测。我们预计公司 2018/2019 分别实现净利润 37.8 亿元/35.3 亿元, YOY+83.3%/-6.6%(扣非后 YOY+37%/+29%), EPS 分别为 2.3 元/2.2 元, A 股对应 PE 分别为 15 倍/16 倍, H 股对应 PE 分别为 11 倍/12 倍。目前 A/H 估值均相对偏低, 维持“买入”投资建议。
- 风险提示:** 凉茶销售竞争加剧, 南药板块销售增长不及预期

| 年度截止 12 月 31 日 | | 2015 | 2016 | 2017 | 2018E | 2019E |
|-----------------|---------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 纯利 (Net profit) | RMB 百万元 | 1300 | 1508 | 2062 | 3779 | 3529 |
| 同比增减 | % | 9.05 | 15.97 | 36.71 | 83.31 | -6.61 |
| 每股盈余 (EPS) | RMB 元 | 1.01 | 1.08 | 1.27 | 2.32 | 2.17 |
| 同比增减 | % | 9.10 | 6.75 | 17.95 | 83.32 | -6.61 |
| A 股市盈率(P/E) | X | 34.41 | 32.23 | 27.33 | 14.91 | 15.96 |
| H 股市盈率(P/E) | X | 26.02 | 24.38 | 20.67 | 11.27 | 12.07 |
| 股利 (DPS) | RMB 元 | 0.00 | 0.28 | 0.38 | 0.28 | 0.26 |
| GON 股息率 (Yield) | % | 0.00 | 0.81 | 1.10 | 0.81 | 0.75 |

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 | 42200 | 61669 |
| 经营成本 | 12201 | 13412 | 13063 | 32558 | 49500 |
| 营业税金及附加 | 170 | 189 | 204 | 332 | 432 |
| 销售费用 | 4168 | 3824 | 4286 | 4912 | 6537 |
| 管理费用 | 1375 | 1440 | 1580 | 1611 | 2097 |
| 财务费用 | -22 | -97 | -211 | -95 | -617 |
| 资产减值损失 | 36 | 7 | 20 | 14 | 10 |
| 投资收益 | 211 | 206 | 338 | 1386 | 340 |
| 营业利润 | 1410 | 1467 | 2461 | 4352 | 4051 |
| 营业外收入 | 331 | 555 | 77 | 64 | 100 |
| 营业外支出 | 113 | 76 | 44 | 45 | 50 |
| 利润总额 | 1628 | 1945 | 2493 | 4370 | 4101 |
| 所得税 | 283 | 386 | 374 | 515 | 451 |
| 少数股东损益 | 45 | 51 | 57 | 76 | 120 |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 1300 | 1508 | 2062 | 3779 | 3529 |

附二: 合并资产负债表

| 百万元 | 2015 | 2016 | 2017 | 2018F | 2019F |
|-----------|-------|-------|-------|-------|-------|
| 货币资金 | 4118 | 13091 | 11697 | 13452 | 15470 |
| 应收账款 | 1052 | 1108 | 1114 | 1337 | 1604 |
| 存货 | 2544 | 2781 | 3700 | 3515 | 3339 |
| 流动资产合计 | 9805 | 19514 | 21505 | 25805 | 30967 |
| 长期股权投资 | 2111 | 2290 | 2008 | 2611 | 3394 |
| 固定资产 | 1934 | 2107 | 2082 | 2290 | 2520 |
| 在建工程 | 556 | 255 | 285 | 342 | 410 |
| 非流动资产合计 | 6066 | 6383 | 6810 | 7832 | 9006 |
| 资产总计 | 15871 | 25897 | 28315 | 33637 | 39973 |
| 流动负债合计 | 6828 | 7422 | 8269 | 9923 | 11907 |
| 非流动负债合计 | 358 | 821 | 783 | 814 | 847 |
| 负债合计 | 7187 | 8243 | 9052 | 10737 | 12754 |
| 少数股东权益 | 233 | 309 | 392 | 901 | 2972 |
| 股东权益合计 | 8451 | 17345 | 18872 | 22000 | 24247 |
| 负债及股东权益合计 | 15871 | 25897 | 28315 | 33637 | 39973 |

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 | 1834 | 2,017 | 2,219 |
| 投资活动产生的现金流量净额 | -806 | -249 | -2441 | -1400 | -1400 |
| 筹资活动产生的现金流量净额 | -347 | 6725 | -484 | -2000 | -2000 |
| 现金及现金等价物净增加额 | 788 | 8919 | -1091 | -1383 | -1181 |

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)有限公司不对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j @持意见或立场,或会买入,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j @。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。