

2018年10月30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(2018/10/29)	32.80		
上证指数(2018/10/29)	2542.10		
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)	351.35		
主要股东	广州医药集团有限公司 (45.04%)		
每股净值(元)	13.34		
股价/账面净值	2.46		
	一个月	三个月	一年
股价涨跌(%)	-7.3	-10.9	3.0

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
2018-08-23	34.65	买入
2018-03-19	26.94	买入

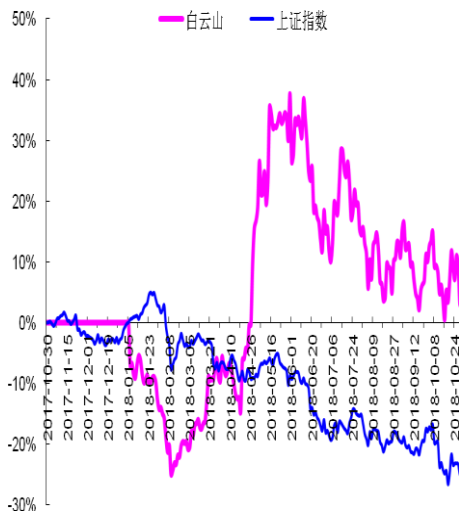
产品组合

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

2018Q1-Q3 净利 YOY+132%, 好于预期

结论与建议:

- 公司业绩:** 公司2018Q1-Q3实现营收298.8亿元, YOY+87.1%, 录得净利润34.4亿元, YOY+131.5% (扣非后净利21.8亿元, YOY+51.0%), 折合EPS为2.1元, 其中公司2018Q3单季度实现营收150.4亿元, YOY+209.9%, 录得净利润8.2亿元, YOY+150.5% (扣非后净利为6.4亿元, YOY+101.6%)。公司Q3业绩好于我们的预期, 一方面是公司计入王老吉药业股权带来得公允价值差额1.26亿元及投资收益0.45亿元, 另一方面是原有业务毛利率表现好于我们的预期。
- 商业板块并表增厚Q3营收, 原有业务稳健增长, 原有业务毛利率提升:** 由于6月开始并表医药商业公司广州医药, 公司Q3单季共增厚营收91.9亿元, 扣除后, 公司原有业务实现营收58.5亿元, YOY+20.6%, 稳健增长。其中原有业务中的大南药板块预计维持25%左右的增长, 大健康板块预计恢复至两位数的增长, 原有的医药商业流通业务预计仍承受一定压力。公司Q3综合毛利率为19.0%, 同比下降17个百分点, 主要是并表低毛利的医药商业业务所致, 但公司原有业务得毛利率实际同比提升2.2个百分点至38.2%, 预计是受益于金戈等高毛利产品占比提升以及王老吉折扣力度减小。
- 并表因素使得 Q3 费用率下降:** 公司 2018Q3 销售费用率同比下降 10 个百分点至 9.8%, 预计一方面是并表商业公司所致, 另一方面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+研发费用率、财务费用率分别同比下降 4.7、增加 0.6 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 14.1 个百分点至 13.0%。
- 盈利预测及投资建议:** 由于公司投资收益增加, 原有业务毛利率表现好于预期, 我们再次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 42.0 亿元/36.5 亿元, YOY+103.7%/-13.1%, 扣非后 YOY+52%/+15% (原预计 2018/2019 净利分别为 37.8 亿元/35.3 亿元, YOY+83.3%/-6.6%, 扣非后 YOY+37%/+29%), EPS 分别为 2.6 元/2.2 元, A 股对应 PE 分别为 14 倍/16 倍, H 股对应 PE 分别为 8 倍/9 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	4200	3649
同比增减	%	9.05	15.97	36.71	103.71	-13.11
每股盈余 (EPS)	RMB 元	1.01	1.08	1.27	2.58	2.24
同比增减	%	9.10	6.75	17.95	103.72	-13.11
A 股市盈率(P/E)	X	32.57	30.51	25.87	12.70	14.61
H 股市盈率(P/E)	X	20.38	19.09	16.18	7.94	9.14
股利 (DPS)	RMB 元	0.00	0.28	0.38	0.31	0.27
GON 股息率 (Yield)	%	0.00	0.85	1.16	0.95	0.82

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	45663	67652
经营成本	12201	13412	13063	35037	53894
营业税金及附加	170	189	204	339	474
销售费用	4168	3824	4286	5223	7171
管理费用	1375	1440	1580	1683	2300
财务费用	-22	-97	-211	-68	-68
资产减值损失	36	7	20	9	10
投资收益	211	206	338	1340	340
营业利润	1410	1467	2461	4739	4210
营业外收入	331	555	77	180	80
营业外支出		76	44	47	50
利润总额	1628	1945	2493	4872	4240
所得税	283	386	374	578	466
少数股东损益	45	51	57	94	125
归属于母公司所有者的净利润	1300	1508	2062	4200	3649

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

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。