



白云山(600332.SH)

## 白云山：分拆广州医药赴港上市，融资、业务与估值一箭多雕

2019年09月11日

事项：

增持(维持)

当前价：37.56元

分析师：李志新

执业编号：S0300518010002

电话：010-66235703

邮箱：lizhixin@lxsec.com

## 相关研究

《白云山(600332) - 【联讯证券公司年报点评】白云山：投资和公允价值变动拉高当期利润增速，未来还看消费大单品金戈与王老吉》2019-03-18

公司于2019年9月10日召开第七届董事会第二十六次会议，审议通过了《关于授权公司管理层启动分拆公司子公司到香港联交所上市相关筹备工作的议案》。根据公司总体战略布局，结合广州医药业务发展需要，为进一步拓宽公司境外融资渠道，加速公司国际化战略的实施，公司董事会授权公司管理层启动分拆医药公司到香港联合交易所有限公司上市的前期筹备工作，医药公司董事会亦同意启动上市筹备工作。

## 评论：

## ◇ 分拆广州医药公司上市一箭多雕：融资、业务与估值

广州医药是公司的大商业分部主要资产和业绩贡献子公司，是华南地区医药流通龙头企业，公司持股80%。2019H1，广州医药总资产233.0亿元，净资产46.3亿元，资产负债率较高(80.1%)，贡献利润约1.68亿元，大商业分部贡献营收205.3亿元。公司分拆广州医药上市，我们认为集融资解渴、厘清业务与估值提升多重利好之举：1) 融资解渴。医药商业尤其批发业务对产业链上下游垫付货款，对资金运营能力有较高要求，一般通过贷款、应收账款证券化和直接融资等多种方式扩大资金池，以支持更大规模商业业务，分拆上市直接融资是成本最低的缓解资金饥渴的方式；2) 厘清业务。分拆上市有利于厘清不同业务的资产、负债和经营情况，业务线条更加清晰透明。3) 估值回归。市场对综合性企业存在估值折价，当前医药制造业比医药商业估值高(中药(SW)25倍，化学制药(SW)39倍，医药商业(SW)16倍)，分拆广州医药后，公司业务更加聚焦工业(大南药和大健康)分部，有利于在厘清业务同时，提升估值水平。

## ◇ 工业分部大南药业务快速增长，看好王老吉和金戈大单品

公司大南药业务2018年营收96.35亿元，同比增长23.59%，其中化药类抗微生物药(头孢克肟系列、注射用头孢硫脒、头孢丙烯系列、头孢克肟等)营收同比增速较快，分别为88%、104%、85%和46.5%；2019H1大南药分部营收继续保持同比30.37%高速增长，中成药业务增速提升较大(同比37.41%)，大南药整体毛利率44.81%，同比去年底提升1.7pct。

大单品金戈2018年销量4773万片，营收6.62亿元，销量和营收分别同比增20.45%和17.67%，折合平均单价13.87元/片，金戈各规格片剂零售单价仅为辉瑞万艾可1/2左右，金戈自2014年9月获批以来，营收和市占率快速提升，4年时间做到6.6亿销售收入，我们预计市场终端销售收入近10亿级别，继续看好金戈未来市占率提升。大健康板块营收主要来自王老吉大健康，2018年王老吉大健康营收94.64亿元(+10.66%)，2019H1继续保持同比11%左右增速，毛利率比去年底显著提升6pct，公司凉茶市场占有率已处于领先地位，与加多宝凉茶产品价格战暂鸣金，利润率有望持续改善。

## ◇ 盈利预测与投资评级

我们预测2019-2020年，公司营业收入为473.0/534.5/614.7亿元，分别同比增12.0%/13.1%/15.0%；归母净利润分别为32.6/38.1/44.8亿元，分别同比增



-5.2%/16.8%/17.7%；对应每股 EPS 为 2.00/2.34/2.75 元，当前收盘价（37.56 元/股）对应 2019-2021 年 PE 估值分别为 18.8/16.1/13.7 倍；估值合理，维持“增持”评级。

◇ 风险提示

药品招标降价超预期；王老吉销售不及预期。



附录：公司财务预测表（亿元）

资产负债表					现金流量表				
	2018A	2019E	2020E	2021E		2018A	2019E	2020E	2021E
流动资产	430.30	484.30	545.52	696.80	经营活动现金流	52.17	19.03	22.83	30.96
现金	161.15	176.33	196.51	223.32	净利润	35.34	34.35	40.13	47.21
应收账款和票据	136.53	152.79	172.65	198.55	折旧摊销	3.33	2.85	2.56	2.31
其它应收款	10.57	12.00	13.20	14.20	财务费用	2.38	1.60	2.00	2.43
预付账款	8.38	9.46	10.69	12.29	投资损失	1.80	1.00	1.00	1.00
存货	92.32	104.06	117.59	135.23	营运资金变动	23.69	-18.27	-21.56	-23.43
其他	21.37	29.66	34.88	113.21	其它	-14.37	-2.50	-1.30	1.43
非流动资产	84.51	82.88	80.06	79.39	投资活动现金流	11.10	-1.80	2.30	2.16
在建工程	4.80	5.80	6.80	7.80	资本支出	-4.79	-1.00	-1.00	-1.00
固定资产	31.66	28.49	25.64	23.08	长期投资	6.52	-2.00	1.00	1.00
无形资产	18.39	18.09	17.79	17.49	其他	9.37	1.20	2.30	2.16
其他	29.66	30.50	29.83	31.02	筹资活动现金流	-27.51	-2.05	-4.94	-6.31
资产总计	514.81	564.36	624.91	696.80	短、长期借款	-14.70	6.77	6.50	7.15
流动负债	269.49	285.58	305.81	329.39	分配股利和利息	-13.53	-8.82	-11.44	-13.46
短期借款	59.06	64.97	71.46	78.61	其他	0.72	0.00	0.00	0.00
应付账款和票据	119.69	129.42	141.25	161.36	现金净增加额	35.76	15.18	20.19	26.81
其他	90.74	91.20	93.10	89.42					
非流动负债	13.90	13.00	13.20	14.30	<b>主要财务比率</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>
长期借款	4.14	5.00	5.00	5.00	成长能力				
其他	9.76	8.00	8.20	9.30	营业收入	101.55%	12.00%	13.00%	15.00%
负债合计	283.39	298.58	319.01	343.69	营业利润	55.87%	5.29%	17.14%	17.96%
归属母公司股东权益	216.83	249.47	287.59	332.44	归属母公司净利润	66.90%	-5.16%	16.81%	17.66%
少数股东权益	14.59	16.31	18.31	20.67	获利能力				
负债和股东权益	231.42	265.77	305.90	353.11	毛利率	23.84%	24.00%	24.50%	25.00%
					净利率	8.37%	7.26%	7.51%	7.68%
<b>利润表</b>	<b>2018A</b>	<b>2019E</b>	<b>2020E</b>	<b>2021E</b>	ROE	1.66%	1.36%	1.38%	1.41%
营业收入	422.34	473.02	534.51	614.69	ROIC	14.41%	11.92%	12.07%	12.30%
营业成本	321.64	359.50	403.56	461.02	偿债能力				
营业税金及附加	2.63	3.31	3.74	4.30	资产负债率	55.05%	52.91%	51.05%	49.32%
营业费用	50.57	47.30	54.52	64.54	净资产负债率	122.46%	112.35%	104.29%	97.33%
管理费用	22.84	18.92	21.38	24.59	流动比率	1.60	1.70	1.78	2.12
财务费用	-0.07	1.60	2.00	2.43	速动比率	1.25	1.33	1.40	1.70
资产减值损失	1.80	1.00	1.00	1.00	营运能力				
公允价值变动收益	1.16	1.00	1.00	1.00	总资产周转率	1.06	0.88	0.90	0.93
投资净收益	12.71	0.00	0.00	0.00	应收账款周转率	7.05	3.27	3.28	3.31
营业利润	38.36	40.39	47.31	55.81	应付账款周转率	4.97	3.66	3.64	3.65
营业外收入	1.98	1.00	1.00	1.00	每股指标(元)				
营业外支出	0.15	0.20	0.20	0.20	每股收益	2.11	2.00	2.34	2.75
利润总额	40.19	41.19	48.11	56.61	每股经营现金	13.30	15.30	17.64	20.39
所得税	4.85	6.84	7.99	9.40	每股净资产	3.20	1.17	1.40	1.90
净利润	35.34	34.35	40.13	47.21	估值比率				
少数股东损益	0.93	1.72	2.01	2.36	P/E	17.8	18.8	16.1	13.7
归属母公司净利润	34.41	32.64	38.12	44.85	P/B	2.8	2.5	2.1	1.8
EBITDA	29.34	45.64	52.68	61.35	EV/EBITDA	23.02	14.95	13.07	11.34
EPS（元）	2.11	2.00	2.34	2.75					

资料来源：公司财务报告、联讯证券研究院



## 分析师简介

李志新，中国科学院生物化学与分子生物学博士。2015年11月加入联讯证券，现任研究院医药行业分析师，证书编号：S0300518010002。

## 研究院销售团队

北京	王爽	010-66235719	18810181193	wangshuang@lxsec.com
上海	徐佳琳	021-51782249	13795367644	xujialin@lxsec.com

## 分析师声明

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，本报告清晰准确地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，特此声明。

## 与公司有关的信息披露

联讯证券具备证券投资咨询业务资格，经营证券业务许可证编号：10485001。

本公司在知晓范围内履行披露义务。

## 股票投资评级说明

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。

### 股票投资评级标准

报告发布日后的12个月内公司股价的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

买入：相对大盘涨幅大于10%；

增持：相对大盘涨幅在5%~10%之间；

持有：相对大盘涨幅在-5%~5%之间；

减持：相对大盘涨幅小于-5%。

### 行业投资评级标准

报告发布日后的12个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深300指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：

增持：我们预计未来报告期内，行业整体回报高于基准指数5%以上；

中性：我们预计未来报告期内，行业整体回报介于基准指数-5%与5%之间；

减持：我们预计未来报告期内，行业整体回报低于基准指数5%以下。



## 免责声明

本报告由联讯证券股份有限公司（以下简称“联讯证券”）提供，旨在派发给本公司客户使用。未经联讯证券事先书面同意，不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道，非通过以上渠道获得的报告均为非法，我公司不承担任何法律责任。

本报告基于联讯证券认为可靠的公开信息和资料，但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。联讯证券可随时更改报告中的内容、意见和预测，且并不承诺提供任何有关变更的通知。本公司力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或询价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。在本公司及作者所知情的范围内，本机构、本人以及财产上的利害关系人与所评价或推荐的证券没有利害关系。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，在法律许可的情况下，本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用。如征得本公司同意进行引用、刊发的，须在允许的范围内使用，并注明出处为“联讯证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖意愿的引用、删节和修改。

投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用资料所载之内容和信息，独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员做出的任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。

## 联系我们

北京市朝阳区红军营南路绿色家园媒体村天畅园 6 号楼二层  
传真：010-64408622

上海市浦东新区源深路 1088 号 2 楼联讯证券（平安财富大厦）

深圳市福田区深南大道和彩田路交汇处中广核大厦 10F

网址：[www.lxsec.com](http://www.lxsec.com)