

买入

2015年1月20日

A股定增加强公司实力，长期看好公司发展

- A股定向增发4.19亿股，预计融资不超过100亿人民币：**公司拟A股增发约4.19亿股，每股价格23.8人民币，融资近100亿人民币。其中广药集团和广州市国资委出资65亿元，云峰基金和员工各出资5亿元。并且可能在H股增发20%。公司大规模定增，表明了政府对公司的强力支持，引进云峰基金有助于未来与阿里健康在医药电商领域更好的合作，员工持股设计将近5000人名员工，覆盖面广，预计能够对公司中高层员工起到激励作用。百亿资金将有40亿投向王老吉大健康，15亿投于大南药业务，10亿用于增资广州医药。相信A股定增加了公司的整体实力，然而我们也意识到，大规模增资有可能在短期内摊薄公司每股收益。
- 红罐装潢权收回有助于公司确立优势地位：**2014年12月广东省高级人民法院宣判红罐凉茶装潢权由王老吉所有，加多宝公司无权享有。判定加多宝立即停止使用红罐包装，并赔偿王老吉经济损失1.5亿元。对此加多宝仍有可能会上诉到最高人民法院。如果最终审判依然维持判决，那么失去红罐包装的加多宝将有可能在凉茶市场当中失去原有市场地位，对白云山来说是一个重大利好。
- “金戈”“铁马”销售理想：**去年上市的金戈，市场上供不应求。市面上国产的假冒伪劣产品太多，进口产品价格太高，金戈疗效和辉瑞的进口产品相当，价格便宜了60%。此外中药产品“铁马”也受到了市场的认可。预计金戈和铁马未来市场潜力巨大，有助于公司药品销售的增长。
- 低价药目录利好公司：**低价药政策对公司很多产品都是利好，例如复方丹参片，成本在不断控制，零售价提升了，由于品牌好，老百姓认可价格提升。未来公司的低价药有望改善盈利。
- 维持目标价35.5港元，买入评级：**我们预计公司2015年销售收入将达到249亿人民币，归属股东盈利17.7亿人民币，我们调整目标价32.5港元，相当于2015年每股盈利1.04元人民币的25倍PE。目标价较现价有15.5%的上升空间，维持买入评级。

蓝宇

852-25321954

yu.lan@firstshanghai.com.hk

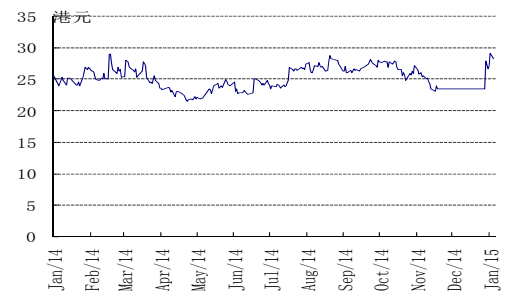
主要资料

| | |
|--------|--------------------|
| 行业 | 医药 |
| 股价 | 28.15 港元 |
| 目标价 | 32.5 港元 (15.5%) |
| 股票代码 | 00874 |
| 已发行股本 | 12.91 亿股 |
| 总市值 | 485.9 亿港元 |
| 52周高/低 | 30.5 港元/21.25 港元 |
| 每股净现值 | 5.44 人民币 |
| 主要股东 | 广药集团 (45.24%) |

表：盈利摘要

| 截至12月31日止财年度 | 12年历史 | 13年历史 | 14年预测 | 15年预测 | 16年预测 |
|-----------------|------------|------------|------------|------------|------------|
| 总营业收入 (千人民币) | 12,062,642 | 17,608,193 | 21,064,938 | 24,854,787 | 28,879,069 |
| 变动 | | 45.97% | 19.63% | 17.99% | 16.19% |
| 净利润 (千人民币) | 729,040 | 980,045 | 1,256,747 | 1,774,988 | 2,078,756 |
| 每股盈利 (人民币) | 0.58 | 0.77 | 0.97 | 1.04 | 1.28 |
| 变动 | | 32.87% | 26.72% | 6.61% | 23.62% |
| 市盈率@28.15港元 (倍) | 38.96 | 29.32 | 23.14 | 21.71 | 17.56 |
| 每股派息 (人民币) | | 0.23 | 0.27 | 0.31 | 0.35 |
| 股息现价比 | | 1.08% | 1.26% | 1.45% | 1.64% |

股价表现



资料来源：公司资料，第一上海预测

资料来源：彭博

主要财务报表

| 损益表 | | | | | | 财务分析 | | | | |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|----------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <千人民币>, 财务年度截至<12月31日> | | | | | | | | | | |
| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
| 收入 | 12,062,642 | 17,608,193 | 21,064,938 | 24,854,787 | 28,879,069 | 盈利能力 | | | | |
| 毛利 | 3,722,512 | 5,653,648 | 6,857,605 | 8,132,151 | 9,467,761 | 毛利率 (%) | 30.86% | 32.11% | 32.55% | 32.72% |
| 其他业务净额 | 17,342 | 96,690 | 0 | 0 | 0 | EBITDA 利率 (%) | 9.21% | 8.22% | 8.75% | 9.61% |
| 销售及管理费用 | -3,058,826 | -4,712,567 | -5,519,014 | -6,337,971 | -7,219,767 | 净利率 (%) | 6.36% | 5.72% | 6.11% | 7.31% |
| 营运收入 | 681,028 | 1,037,771 | 1,338,592 | 1,794,181 | 2,247,994 | | | | | |
| 财务开支 | -49,504 | -28,305 | -42,130 | 49,710 | -57,758 | 营运表现 | | | | |
| 联营公司等 | 249,538 | 219,725 | 273,844 | 372,822 | 433,186 | 销售及管理费用/收入 (%) | 25.36% | 26.76% | 26.20% | 25.50% |
| 税前盈利 | 881,063 | 1,229,190 | 1,570,306 | 2,216,712 | 2,623,422 | 实际税率 (%) | 12.98% | 18.08% | 18.00% | 18.00% |
| 所得税 | -114,365 | -222,243 | -282,655 | -399,008 | -493,009 | 股息支付率 (%) | 0.00% | 30.31% | 27.74% | 29.88% |
| 净利润 | 766,697 | 1,006,947 | 1,287,651 | 1,817,704 | 2,130,413 | 库存周转天数 | 91.6 | 66.7 | 67.0 | 67.0 |
| 少数股东应占利润 | -37,657 | -26,902 | -30,904 | -42,716 | -51,656 | 应收账款天数 | 47.8 | 40.2 | 40.0 | 40.0 |
| 本公司股东应占利润 | 729,040 | 980,045 | 1,256,747 | 1,774,988 | 2,078,756 | 应付账款天数 | 51.3 | 42.6 | 43.0 | 43.0 |
| 折旧及摊销 | -180,272 | -189,066 | -229,694 | -221,695 | -214,270 | 财务状况 | | | | |
| EBITDA | 1,110,838 | 1,446,562 | 1,842,130 | 2,388,697 | 2,895,450 | 总负债/总资产 | 0.39 | 0.43 | 0.40 | 0.23 |
| 增长 | | | | | | 收入/净资产 | 2.10 | 2.51 | 2.65 | 1.29 |
| 总收入 (%) | | 46.0% | 19.6% | 18.0% | 16.2% | 经营性现金流/收入 | 0.08 | 0.08 | 0.06 | 0.07 |
| EBITDA (%) | | 51.9% | 21.3% | 18.6% | 16.4% | 税前盈利对利息倍数 | 17.80 | 43.43 | | |

| 资产负债表 | | | | | | 现金流量表 | | | | |
|------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| <千人民币>, 财务年度截至<12月31日> | | | | | | | | | | |
| | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 | 2012年 实际 | 2013年 实际 | 2014年 预测 | 2015年 预测 | 2016年 预测 |
| 现金 | 1,135,435 | 1,935,682 | 2,215,600 | 12,762,598 | 13,577,913 | EBITDA | 1,110,838 | 1,446,562 | 1,842,130 | 2,388,697 |
| 应收账款 | 1,578,498 | 2,299,539 | 2,308,486 | 2,723,812 | 3,164,830 | 净融资成本 | -49,504 | -28,305 | -42,130 | 49,710 |
| 存货 | 2,065,898 | 2,245,830 | 2,575,054 | 3,030,854 | 3,518,112 | 营运资金变化 | 52,261 | 513,228 | -223,599 | -511,076 |
| 其他流动资产 | 571,834 | 817,738 | 879,127 | 946,654 | 1,020,933 | 所得税 | -114,365 | -222,243 | -282,655 | -399,008 |
| 总流动资产 | 5,351,666 | 7,298,788 | 7,978,267 | 19,463,918 | 21,281,788 | 其他 | 0 | -370,102 | 0 | 0 |
| 固定资产 | 1,732,074 | 2,067,305 | 2,164,852 | 2,056,610 | 1,953,779 | 营运现金流 | 999,230 | 1,339,140 | 1,293,745 | 1,528,323 |
| 无形资产 | 309,713 | 372,573 | 391,016 | 410,381 | 430,714 | 资本开支 | -339,508 | -587,158 | -345,684 | -132,817 |
| 长期投资 | 1,873,143 | 2,236,408 | 2,510,252 | 2,883,074 | 3,316,260 | 其他投资活动 | 273,414 | 263,458 | -259,673 | -359,318 |
| 其他 | 127,613 | 274,049 | 259,878 | 246,374 | 233,505 | 投资活动现金流 | -66,094 | -323,700 | -605,357 | -492,135 |
| 总资产 | 9,394,208 | 12,249,123 | 13,304,266 | 25,060,357 | 27,216,046 | 负债变化 | -237,978 | -158,652 | -17,678 | -8,550 |
| 应付账款 | 1,765,349 | 2,476,714 | 2,615,784 | 3,004,626 | 3,423,289 | 股本变化 | 0 | 480,441 | 0 | 419,463 |
| 短期银行借款 | 681,218 | 509,652 | 509,652 | 509,652 | 509,652 | 股息 | -44,035 | 88,070 | -348,662 | -530,349 |
| 其他短期负债 | 1,027,784 | 2,063,713 | 2,100,603 | 2,139,339 | 2,180,010 | 其他融资活动 | -164,414 | -621,547 | 0 | 9,580,537 |
| 总短期负债 | 3,474,351 | 5,050,078 | 5,226,039 | 5,653,616 | 6,112,951 | 融资活动现金流 | -446,427 | -211,689 | -366,340 | 9,461,101 |
| 长期银行借款 | 0 | 8,627 | 0 | 0 | 0 | 现金变化 | 486,709 | 803,751 | 322,048 | 10,497,289 |
| 其他负债 | 163,894 | 168,181 | 159,131 | 150,581 | 142,029 | 期初持有现金 | 651,530 | 1,135,435 | 1,935,682 | 2,215,600 |
| 总负债 | 3,638,244 | 5,226,886 | 5,385,170 | 5,804,197 | 6,254,980 | 汇兑变化 | -2,804 | -3,505 | 0 | 0 |
| 少数股东权益 | 189,611 | 190,469 | 221,372 | 264,088 | 315,745 | 期末持有现金 | 1,135,435 | 1,935,682 | 2,257,730 | 12,712,889 |
| 股东权益 | 5,755,964 | 7,022,237 | 7,961,226 | 19,248,580 | 20,895,728 | | | | | |

资料来源: 公司资料, 第一上海预测

第一上海证券有限公司

香港中环德辅道中 71 号

永安集团大厦 19 楼

电话: (852) 2522-2101

传真: (852) 2810-6789

本报告由第一上海证券有限公司(“第一上海”)编制并只作私人一般阅览。未经第一上海书面批准,不得复印、节录,也不得以任何方式引用、转载或传送本报告之任何内容。本报告所载的内容、资料、数据、工具及材料只提供给阁下作参考之用,并非作为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请或要约或构成对任何人的投资建议。阁下不应依赖本报告中的任何内容作出任何投资决定。本报告的内容并未有考虑到个别的投资者的投资取向、财务情况或任何特别需要。阁下应根据本身的投资目标、风险评估、财务及税务状况等因素作出本身的投资决策。

本报告所载资料来自第一上海认为可靠的来源取得,但第一上海不能保证其准确、正确或完整,而第一上海或其关连人仕不会对因使用/参考本报告的任何内容或资料而引致的任何损失而负上任何责任。第一上海或其关连人仕可能会因应不同的假设或因素发出其它与本报告不一致或有不同结论的报告或评论或投资决策。本报告所载内容如有任何更改,第一上海不作另行通知。第一上海或其关连人仕可能会持有本报告内所提及到的证券或投资项目,或提供有关该证券或投资项目的证券服务。

在若干国家或司法管辖区,分发、发行或使用本报告可能会抵触当地法律、规定或其他注册/发牌的规例。本报告不是旨在向该等国家或司法管辖区的任何人或单位分发或由其使用。

©2015 第一上海证券有限公司 版权所有。保留一切权利。