

云南白药集团股份有限公司

2014 年公司债券(第一期)、2016 年公司
债券(第一期)2017 年跟踪信用评级报告



鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

信用评级报告声明

除因本次评级事项本评级机构与评级对象构成委托关系外，本评级机构及评级从业
人员与评级对象不存在任何足以影响评级行为独立、客观、公正的关联关系。

本评级机构与评级从业人员已履行尽职调查义务，有充分理由保证所出具的评级报
告遵循了真实、客观、公正原则。本评级机构对评级报告所依据的相关资料进行了必要
的核查和验证，但对其真实性、准确性和完整性不作任何明示或暗示的陈述或担保。

本评级机构依据内部信用评级标准和工作程序对评级结果作出独立判断，不受任何
组织或个人的影响。

本评级报告观点仅为本评级机构对评级对象信用状况的个体意见，并非事实陈述或
购买、出售、持有任何证券的建议。投资者应当审慎使用评级报告，自行对投资结果
负责。

被评证券信用评级自本评级报告出具之日起至被评证券到期兑付日有效。同时，本
评级机构已对受评对象的跟踪评级事项做出了明确安排，并有权在被评证券存续期间
变更信用评级。本评级机构提醒报告使用者应及时登陆本公司网站关注被评证券信用
评级的变化情况。

鹏元资信评估有限公司

评级总监：

 鹏元资信评估有限公司
PENGYUAN CREDIT RATING CO.,LTD.

地址：深圳市深南大道 7008 号阳光高尔夫大厦三楼

电话：0755-82872333

传真：0755-82872090

邮编：518040

网址：<http://www.pyrating.cn>

报告编号：
鹏信评【2017】跟踪第
【413】号 01

增信方式：保证担保

担保主体：云南白药控
股有限公司

债券简称：
2014年第一期：14白药
01；
2016年第一期：16云白
01

债券剩余规模：
14白药01：9亿元
16云白01：9亿元

债券到期日期：
14白药01：
2021年10月16日
16云白01：
2021年04月08日

债券偿还方式：分期付
息，到期还本。

14白药01：附第5年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权；

16云白01：附第3年末
公司上调票面利率选择
权及投资者回售选择
权。

分析师

姓名：
肖彬俊 刘志强

电话：
0755-8287 1205

邮箱：
xiaobj@pyrating.cn

本次评级采用鹏元资信
评估有限公司公司债券
评级方法，该评级方法
已披露于公司官方网
站。

鹏元资信评估有限公司

地址：深圳市深南大道
7008号阳光高尔夫大厦
3楼

电话：0755-82872897

网址：www.pyrating.cn

云南白药集团股份有限公司 2014年公司债券（第一期）、2016年公司债券（第一期） 2017年跟踪信用评级报告

	本次跟踪评级结果	上次信用评级结果
本期债券信用等级	14白药01：AAA 16云白01：AAA	14白药01：AAA 16云白01：AAA
发行主体长期信用等级	AAA	AAA
评级展望	稳定	稳定
评级日期	2017年06月15日	2016年06月02日

评级结论：

鹏元资信评估有限公司（以下简称“鹏元”）对云南白药集团股份有限公司（以下简称为“云南白药”或“公司”）及其2014年10月16日发行的2014年公司债券（第一期）14白药01与2016年04月08日发行的2016年公司债券（第一期）16云白01（14白药01和16云白01合称为“本期债券”）的2017年度跟踪评级结果为：14白药01债券信用等级维持为AAA，16云白01债券信用等级维持为AAA，发行主体长期信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。该评级结果是考虑到公司具有很强的竞争优势，2016年收入和利润保持增长，盈利能力很强，经营现金流表现较好，整体偿债能力很强，资产流动性较好。同时我们也关注到了中药材价格波动上涨及医药监管强化，增加了医药行业的成本压力，消费品行业竞争加剧，公司存货可能存在一定减值风险等风险因素。

正面：

- 公司具有很强的经营竞争优势。公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。公司多个研究机构从事研发，截至2016年末拥有百多项的发明专利，技术研发实力较强。公司上下游结算具有较强的优势，客户和供应商较为分散，依赖度较低。

- **公司收入和利润保持增长, 盈利能力很强。**2016 年公司营业收入和净利润分别为 224.11 亿元和 29.31 亿元, 分别较上年增长 8.06% 和 6.36%; 综合毛利率为 29.86%, 较为稳定; 总资产回报率为 16.06%, 整体盈利能力很强。
- **公司经营现金流表现较好, 整体偿债能力很强。**公司销售回款情况较好, 2016 年公司收现比为 1.22; 经营活动产生的净现金流为 29.85 亿元。2016 年公司 EBITDA 利息保障倍数为 29.15, 有息债务/EBITDA 为 0.82, 整体偿债能力很强。
- **公司资产流动性较好。**2016 年末公司流动资产占总资产的 89.75%, 且货币资金、货币基金、银行承兑汇票和国债逆回购占流动资产的 51.84%, 整体流动性较好。

关注:

- **中药材价格波动上涨及医药监管强化, 增加了医药行业的成本压力。**国内中药材价格指数从 2015 年末的 142.88 增长到 2016 年末的 154.20, 涨幅为 7.92%。另外, 国家提高对医药产品的抽检, 生产工艺和环保等标准的提升均增加了医药行业的成本压力。
- **消费品行业竞争加剧。**2016 年我国社会消费品零售总额完成 332,316 亿元, 同比增长 10.4%, 增速较上年回落 0.24 个百分点, 近年来消费品零售总额增速的持续回落对消费品生产企业的经营造成较大压力, 品牌众多和产品同质化加剧企业间的竞争。公司开拓新产品和新市场将增加相关营销、研发等费用支出, 未来收益情况面临不确定性。
- **公司存货可能存在一定减值风险。**截至 2017 年 3 月末, 公司存货为 75.78 亿元, 占总资产的 29.99%, 药材、药品价格存在一定波动, 存货可能存在一定减值风险。

主要财务指标:

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年	2014 年
总资产 (万元)	2,526,568.75	2,458,664.60	1,929,094.04	1,634,134.02
归属于母公司所有者权益 (万元)	1,645,081.00	1,572,566.80	1,343,301.01	1,118,506.57
有息债务 (万元)	320,116.35	299,571.38	167,491.74	160,363.68
资产负债率	34.45%	35.56%	29.87%	30.88%
流动比率	3.39	3.28	3.61	3.57
速动比率	2.26	2.25	2.41	2.30
营业收入 (万元)	590,871.59	2,241,065.44	2,073,812.62	1,881,436.64
营业利润 (万元)	83,144.21	331,982.97	316,824.13	282,982.55
利润总额 (万元)	83,774.70	339,750.54	321,533.52	291,014.51
综合毛利率	30.53%	29.86%	30.53%	30.16%
总资产回报率	-	16.06%	18.49%	20.23%
EBITDA (万元)	-	364,140.14	341,955.70	304,809.13

EBITDA 利息保障倍数	-	29.15	43.40	66.49
经营活动现金流净额（万元）	-86,186.98	298,475.77	217,950.04	158,686.42

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年第一季度报告，鹏元整理

一、本期债券募集资金使用情况

经中国证券监督管理委员会“证监许可【2014】433号”文批准，公司于2014年10月16日发行第一期9亿元7年期公司债券，票面利率5.08%；于2016年4月8日发行第二期9亿元5年期公司债券，票面利率2.95%。

14白药01和16云白01募集资金扣除发行费用后，已全部用于补充营运资金。

二、发行主体概况

跟踪期内，公司名称、实收资本和控股股东均无变化，云南白药控股有限公司（以下简称“白药控股”）仍持有公司41.52%的股份，仍为公司的第一大股东。2017年3月15日，白药控股办理完成增资引入新华都实业集团股份有限公司（以下简称“新华都”）的工商变更登记并换领了新的营业执照。本次变更登记后，白药控股的股权结构由云南省人民政府国有资产监督管理委员会（以下简称“云南省国资委”）持有100%股权变更为由云南省国资委与新华都各持有50%股权。

2017年6月6日，白药控股2017年第三次临时股东会审议通过江苏鱼跃科技发展有限公司（以下简称“江苏鱼跃”）作为增资方取得白药控股10%股权的事项，并签署《云南省人民政府国有资产监督管理委员会及新华都实业集团股份有限公司与江苏鱼跃关于云南白药控股有限公司增资协议》，江苏鱼跃将单方向白药控股增资56.38亿元取得白药控股10%的股份。在江苏鱼跃增资完成后，云南省国资委、新华都和江苏鱼跃分别持有白药控股45%、45%、10%的股权。董事会层面，白药控股董事会将由五名董事组成，其中云南省国资委、新华都各提名两名董事，江苏鱼跃提名一名董事。

根据公司2017年6月7日的公告（编号：2017-32），云南省国资委、新华都、江苏鱼跃同意并承诺，除通过白药控股间接持有公司的股份外，云南省国资委、新华都、江苏鱼跃及其各自的一致行动人和关联方直接或间接持有公司的股份及通过协议或其他方式可以实际支配公司的股份比例均合计不得达到或超过公司届时已发行股份总数的5%。我们将持续关注控股股东的股权变更以及混合所有制改革可能对公司经营的影响。

根据2015年9月23日云南中烟工业有限责任公司出具的《关于云南合和（集团）股份有限公司对云南红塔集团有限公司吸收合并的批复》（滇烟工资产【2015】328号），云南红塔集团有限公司（以下简称“红塔集团”）唯一股东云南合和（集团）股份有限公司（以下简称“云南合和”）作出决定，由云南合和吸收合并红塔集团。吸收合并完成后，

红塔集团将注销，红塔集团的原债权、债务由云南合和承继，红塔集团所持有云南白药 11.03% 的股份全部变更至云南合和名下。2017 年 4 月 24 日，公司接到云南合和书面通知，称“云南合和于 2017 年 4 月 20 日收到中国证券登记结算有限公司出具的《证券过户登记确认书》，云南合和持有公司 114,839,600 股。”截至 2017 年 4 月 20 日，云南合和持有公司股份共计 114,839,600 股，持股比例为 11.03%，为公司第二大股东。

表1 截至 2017 年 4 月 20 日公司前三大股东情况

股东名称	股东性质	持股比例	持股数量（股）
云南白药控股有限公司	国有法人	41.52%	432,426,597
云南合和（集团）有限公司	国有法人	11.03%	114,839,600
中国平安人寿保险股份有限公司—自有资金	其他	9.36%	97,500,000
合计	-	61.91%	644,766,197

资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

2016 年，公司新设 1 家子公司，收购股权后纳入报表合并范围的子公司 1 家；公司注销 1 家子公司，转让 1 家子公司 100% 股权，详情参阅下表。截至 2016 年末，公司报表合并范围的子公司共 18 家，各子公司简要情况见附录五。

表2 2016 年公司合并报表范围变化情况（单位：万元）

1、2016 年新纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	合并方式
云南省医药玉溪销售有限公司	51%	1,000	医药批发、零售	新设
丽江云全生物开发有限公司	70%	1,960	药业	收购 35% 股权

2、2016 年不再纳入公司合并范围的子公司情况

子公司名称	持股比例	注册资本	主营业务	不再纳入合并报表的原因
上海云南白药透皮技术有限公司	100%	500	药物技术	100% 股权转让
云南紫云生物科技有限公司	100%	5,000	药业	清算注销

注：2016 年公司以 520.32 万元收购丽江云全生物开发有限公司 35% 的股权后，公司持有丽江云全生物开发有限公司 70% 的股权，形成 72.18 万元的商誉。

资料来源：公司 2016 年年报，鹏元整理

截至 2017 年 3 月末，公司总资产为 252.66 亿元，归属于母公司所有者权益为 164.51 亿元，资产负债率为 34.45%；2016 年度，公司实现营业收入 224.11 亿元，利润总额为 33.98 亿元，经营活动现金流净额流入 29.85 亿元。

三、运营环境

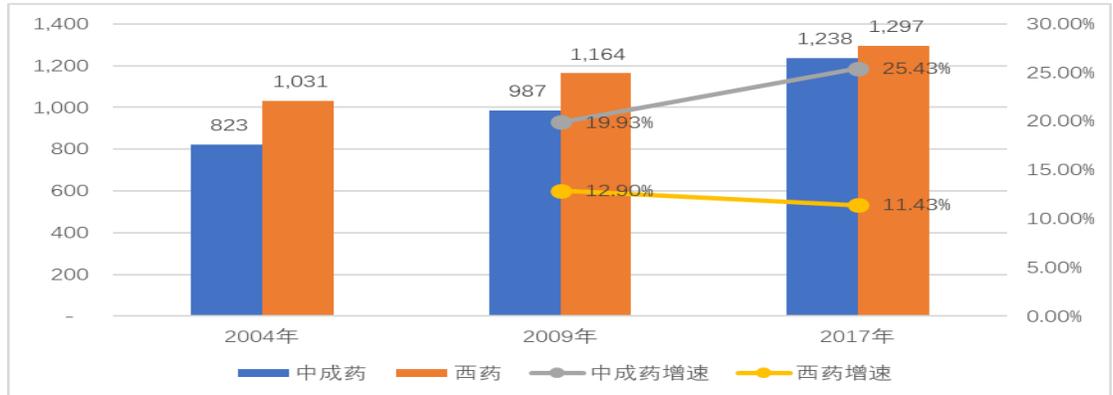
国家推出多项举措以保障和促进中医药产业发展，未来将其打造成为国民经济重要支柱之一

为明确未来十五年我国中医药发展方向和工作重点，促进中医药事业健康发展，国务院于 2016 年 2 月 22 日发布《中医药发展战略规划纲要（2016-2030 年）》，发展纲要坚持中西医并重，从思想认识、法律地位、学术发展与实践运用上落实中医药与西医药的平等地位，充分遵循中医药自身发展规律，以推进继承创新为主题，以提高中医药发展水平为中心，以完善符合中医药特点的管理体制和政策机制为重点，以增进和维护人民群众健康为目标，拓展中医药服务领域，促进中西医结合，发挥中医药在促进卫生、经济、科技、文化和生态文明发展中的独特作用，统筹推进中医药事业振兴发展。到 2020 年，中医药产业现代化水平显著提高，中药工业总产值占医药工业总产值 30% 以上，中医药产业成为国民经济重要支柱之一；到 2030 年，中医药治理体系和治理能力现代化水平显著提升，中医药服务领域实现全覆盖，中医药工业智能化水平迈上新台阶，对经济社会发展的贡献率进一步增强。

国内首部为传统中医药振兴而制定的国家法律——《中华人民共和国中医药法》于 2016 年 12 月 25 日颁布，为继承和弘扬中医药、保障和促进中医药事业发展提供有力的法律支持。从法律上明确了中医药事业是我国医药卫生事业的重要组成部分，国家大力发展中医药事业，实行中西医并重的方针，建立符合中医药特点的管理制度，加大对中医药事业的扶持力度，加强对中医医疗服务和中药生产经营的监管，充分发挥中医药在我国医药卫生事业中的作用。

人力资源社会保障部于 2017 年 2 月 21 日公布《国家基本医疗保险、工伤保险和生育保险药品目录（2017 年版）》（以下简称“医保目录”），医保体系是我国医疗体系中的重要组成部分（我国终端消费的药品由医保支付的比例超过 70%），进入国家医保的药品等同于获得了全国性的通行证，能在全中国范围内打开药品的销售空间，实现放量增长。新版医保目录中西药和中成药共收录药品 2,535 个药品，较 2009 年版增加 384 个；其中中成药目录共 1,238 个药品（含民族药 88 个），较 2009 年版数目增加 251 个品种，增幅超过西药部分。在 1,238 个中药中，甲类有 191 个，乙类 1,047 个，甲类相比 2009 年版增加了 38 个，乙类增加了 213 个，实现了稳步的扩增。列入新版医保目录的中成药药品数量的增长，将有利于中药的发展。

图 1 历次国家医保目录数目调整情况（单位：个）

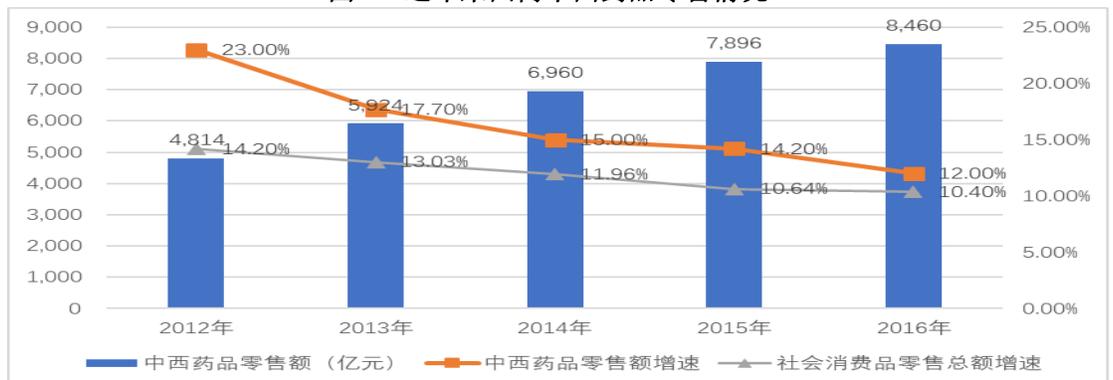


数据来源：人力资源社会保障部，鹏元整理

药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓；受天气因素及资本囤货的影响，2016年中药材价格波动上涨和医药监管持续强化，增加了下游的成本压力

近年来国内药品零售额保持较快增长，但增速持续放缓。2016年国内药品零售额为8,460亿元，较上年增长12.00%；其中中成药产量保持增长，2016年产量达3,611,000吨，较上年增长6.20%。近年受国内消费品零售总额增速持续放缓的影响，国内中西药品零售总额的增速放缓，其中2016年较上年放缓2.20个百分点；但国内药品零售总额增速近年来仍高于同期社会消费品零售总额的增速，其中2016年高1.6个百分点。随着生活水平的提高，人们对于健康的关注也在提升，2016年全国城镇居民人均医疗保健消费为1,631元，较上年增长13.00%。国内人口基数大且老龄化的速度有所加快，2016年我国人口中65岁以上的人群占总人口的比例为10.80%，较上年提升0.3个百分点，65岁以上人群约为1.49亿人。老年人体质偏弱使得发病率较高且疾病医治疗程较长，将增加对药品的需求，未来国内药品市场仍有较大的增长空间。近期国家推出多项举措以促进中医药产业的发展，将促进中医药市场的健康成长。

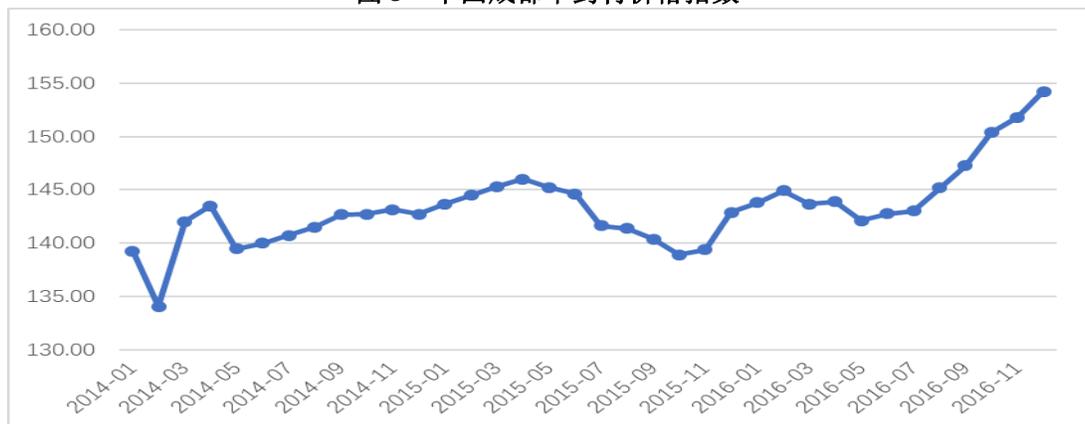
图 2 近年来国内中西药品零售情况



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

根据中国成都中药材价格指数显示，国内中药材价格指数从 2015 年末的 142.88 增长到 2016 年末的 154.20，涨幅为 7.92%。2016 年上半年中药材价格指数围绕 144 点上下波动，主要系 2015 年末中药材价格出现一波快速上涨，使得有涨价潜力的药材品种的价格已经处于高位，失去了上涨的动力，再加上需要备货进行生产的药企在春节前后已经结束大规模的购货，市场上真实需求不多，支撑行情上涨的基础薄弱。2016 年下半年中药材价格指数上涨，主要系南方连续多日的阴雨，对中药材的晾晒和采集带来了极大的不利；北方天气的干旱造成植物类药材出现了枯死等情况，减产情况明显，一些生产周期长的品类影响时间更长。一些野生中药材品类随着野生中药材的减少与资源枯竭，人工养殖还没有形成规模造成了中药材的生产成本增加，使得稀缺药材的价格上涨更快。除了天气因素导致新药材供给减少造成价格上涨外，也存在大量闲散资金进入中药材市场进行囤货以谋求高价位退出。在中医药产业快速发展及资本强势介入的推动下，中药材原料步入新一轮的上涨周期；国家对医药行业监管持续强化，面对高频次飞检、生产工艺自查要求、环保标准提高和药品评审审批的全面改革，药企为保持高标准系统运行，将持续投入更多的资源，从而增加了医药行业的成本压力。

图 3 中国成都中药材价格指数



资料来源：Wind 资讯，鹏元整理

社会消费品零售总额增速持续下降，消费品行业竞争加剧

2016 年我国社会消费品零售总额完成 332,316 亿元，同比增长 10.4%，增速较 2015 年回落 0.24 个百分点。其中限额以上批发和零售业的日用品类零售额从 2011 年的 2,766.70 亿元增长到 2016 年的 5,467.30 亿元，但增速从 2011 年的 24.10% 下降到 2016 年 11.40%；日用品类的景气度高于社会消费品的平均水平，但近年来消费品零售总额增速的持续回落仍对消费品生产企业的经营造成较大压力，新产品和新市场的开拓都需前期投入较多的资源，未来投入回报存在较大的不确定性。牙膏市场方面，目前国内牙膏市场上的进口品牌

主要有高露洁、佳洁士、舒适达等，本土品牌主要有云南白药、冷酸灵、纳爱斯、舒克等，牙膏市场品牌众多，产品同质化加剧，随着国内消费增速的逐渐下滑，品牌间的竞争将持续加剧。

图4 2011-2016年我国日用品类零售总额及其增速情况（单位：亿元）



注：统计数据为限额以上批发和零售业。

数据来源：Wind 资讯，鹏元整理

四、经营与竞争

公司营业收入主要来自工业产品（自制云南白药系列药品和日化产品）的生产销售及药品的批发零售，现有业务涵盖中药资源、中西药原料/制剂、个人护理产品、原生药材、商业流通等，产品共计 19 个剂型 390 余个品种。2016 年公司实现营业收入为 224.11 亿元，较上年增长 8.06%，两大业务板块中批发零售（药品）收入增长 15.17%，是收入的主要来源和增长动力；工业产品（自制）收入微降 1.09%。毛利率方面，2016 年公司综合毛利率较 2015 年略有下降，主要是因为毛利率较低的批发零售业务收入占营业收入的比重上升所致。

表3 2015-2016年公司营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016 年		2015 年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业产品（自制）	908,038.42	62.10%	918,040.09	60.83%
批发零售（药品）	1,327,589.04	7.84%	1,152,707.44	6.36%
其它产品	590.14	23.34%	355.79	7.36%
其他业务收入	4,847.83	23.71%	2,709.29	52.13%
营业收入	2,241,065.44	29.86%	2,073,812.62	30.53%

资料来源：公司 2015-2016 年年报，鹏元整理

公司具有很强的竞争优势，日化品业务收入稳步增长，但药品收入有所回落；工业产品保持较高的毛利率，但受医保控费等行业因素影响，公司药品业务及盈利增长面临一定

压力；日化品行业竞争日趋激烈，公司需投入较多的资源来开拓市场

公司工业产品（自制）主要包括了药品和日化品，公司主打药品“云南白药”在伤科方面疗效显著，其配方是我国中医药保密配方之一，且“云南白药”是驰名商标，具有很强的品牌优势。公司拥有的云南白药研究院、云南省药物研究所及多个实验室专业从事新技术及新药的研发，拥有9项国家机密级技术、百多项的发明专利、几十项的实用新型专利和大量非专利技术，技术研发实力较强。多年来公司围绕白药进行深度开发，目前已形成了云南白药气雾剂、云南白药胶囊、云南白药酊、云南白药创口贴、云南白药膏等多个品种的系列产品。公司大部分药品已纳入医保范围，药品收入中超过一半是来自于医院渠道，受医保最高限价的影响，公司药品一般设定在最高价水平参与统一招标，但仍限制了公司药品盈利的扩张；在非医院渠道的药品销售则不受最高限价的影响，但是市场规模不及医院渠道。

工业产品（自制）采购方面，公司主要以“招标管理，先货后款”的原则，即通过严格的招标采购程序，筛选出符合公司发展需求的供应商。在结算模式上，公司与供应商签署相应的供货合同，约定交货时间；供应商按时发货，公司验收入库；约定账期后，公司支付货款。对于优惠采购价格以及部分稀缺的原料，公司采用预付款或是现款现货的方式采购。

公司在云南省武定县建立了占地面积约 1.7 万亩的中药材优良种源繁育基地，成立原生药材事业部为其野生药材资源提供后续保障，基地年产各种药材约 1,000 吨，拥有 300 多个品种的道地、稀缺中药材活体种质资源库，为公司原料提供一定的来源。除此之外，公司与农户开展合作，提供种苗与技术，培育好后公司以双方协商的价格采购；在药材价格较低的时候，对重要原材料提前进行采购并储备，公司上述措施总体能够较好地保障其药材供应以及平抑价格波动带来的影响。

工业产品（自制）销售方面，公司主要采用的是“先款后货”的原则，下游经销商年初与公司签订年度协议方可享受优惠价格及返利；经销商每次拿货须与公司签购货合同；经销商按照购货合同付款（电汇、汇票）；公司销售后台确认订单信息及收款后协调发货；双方于每季度结束后对账，确认回款及按年度协议享受的季度返利。

受居民消费需求放缓和医保控费等行业因素影响，公司药品板块收入增速较低。2016 年药品板块实现收入 491,769 万元，较上年下降 4.13%，主要系公司计划于 2017 年上调部分药品价格而在 2016 年第四季度暂时减少了对市场的供货。2017 年起部分药品价格上调后解除对市场供货的限制，使得 2017 年 1-3 月公司药品板块实现收入 124,237 万元，同比增长 20.67%。2016 年公司药品板块的毛利率为 53.26%，继续保持较强的盈利能力，且较

上年提升 2.77 个百分点。

表4 2015-2016 年公司主要工业产品（自制）收入构成及毛利率（单位：万元）

产品	2016 年		2015 年	
	收入	毛利率	收入	毛利率
药品	491,769	53.26%	512,935	50.49%
日化品	375,677	75.83%	335,451	74.44%
合计	867,446	63.03%	848,386	59.96%

资料来源：公司提供，鹏元整理

从药品品种来看，2016 年公司药品中酞剂和片剂的产销量及价格均同比下降，颗粒剂和散剂的产销量保持增长，且散剂的价格同比增长 8.78%。

表5 公司主要药品品种产销情况表

产品	项目	2016 年		2015 年	
		数值	同比变化	数值	同比变化
酞剂	产量（万盒）	6,262	-3.79%	6,509	10.85%
	销量（万盒）	4,880	-12.06%	5,548	-5.54%
	产销率	77.93%	-	85.24%	-
	产品平均单价（元/盒）	24.42	-8.20%	26.60	13.63%
颗粒剂	产量（万盒）	8,557	36.08%	6,288	6.18%
	销量（万盒）	8,379	27.77%	6,558	8.76%
	产销率	97.92%	-	104.29%	-
	产品平均单价（元/盒）	4.72	-7.45%	5.10	5.37%
散剂	产量（万瓶）	4,783	5.96%	4,514	6.66%
	销量（万瓶）	4,905	16.73%	4,202	6.77%
	产销率	102.56%	-	93.09%	-
	产品平均单价（元/瓶）	11.89	8.78%	10.93	5.91%
片剂	产量（万盒）	11,519	-9.01%	12,659	2.15%
	销量（万盒）	11,517	-6.66%	12,338	2.63%
	产销率	99.98%	-	97.46%	-
	产品平均单价（元/盒）	4.08	-8.11%	4.44	9.63%

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司的日化品业务主要包括口腔清洁用品和化妆品两类。口腔清洁用品凭着公司品牌以及显著功效获得市场的认可，产品品种日趋丰富，不断拓展产品销售空间，提升市场占有率。2016 年 11 月，据尼尔森数据显示，云南白药牙膏获全国 16.5% 销售额份额，排名第二。2016 年公司实现日化品收入 375,677 万元，较上年增长 11.99%；其中口腔清洁用品保持较快增长，是日化品收入的主要来源，2016 年销售 27,899 万支，较上年增长 13.17%，产销率为 93.10%。随着出货单价和规模效应的提升，2016 年日化品的毛利率提升到

75.83%，较上年上升 1.39 个百分点。

表6 公司主要日化品产销情况表

产品	项目	2016 年		2015 年	
		数值	同比变化	数值	同比变化
口腔清洁用品	产量（万支）	29,967	24.37%	24,095	18.51%
	销量（万支）	27,899	13.17%	24,653	20.46%
	产销率	93.10%	-	102.32%	-
化妆品	产量（万支）	480	-64.29%	1,344	345.03%
	销量（万支）	717	171.59%	264	140.00%
	产销率	149.19%	-	19.64%	-

注：数据来源于销售口径。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司围绕“新白药，大健康”的总体战略不断开拓大健康产业板块，除口腔清洁用品外，不断尝试切入如洗发水、沐浴露、化妆品等产品市场。近年来，公司陆续推出了养元青洗发水、千草堂沐浴露、药妆等产品，生产量较少并以自销为主，逐步向市场推广，总体销售情况一般。2016 年公司化妆品主要以清库存为主，其中产量较上年下降 64.29%，产品平均单价较上年下降 26.73%，销量较上年提升 171.59%。我们也关注到洗发水、化妆品等产品市场竞争激烈，其市场中均已有较为成熟的品牌，产品的销售渠道、消费者品牌认识均较为稳定，重塑消费者认识和拓展渠道均需投入大量资源，公司能否成功拓展相关市场面临较大不确定性。

公司批发零售业务收入稳步增长，物流中心二期工程将为业务可持续发展拓展空间

公司医药商业板块由云南省医药有限公司（以下简称“省医药公司”）负责运营。省医药公司是云南省医药商业流通领域的龙头企业，拥有省内范围最广、渗透力最强的商业分销网络，包含了商业物流和云南白药大药房，作为区域性的商业公司，占云南省医药批发零售业务约 40% 的市场份额。省医药公司先后通过了国家药监局 GSP 认证和 ISO9001 质量体系认证，拥有自主研发的、具有自主知识产权的 ERP 系统，覆盖采购进货、物流配送、质量管理、销售业务到财务管理、客户服务等诸多方面。公司投资 2.5 亿元建设的物流中心建筑面积为 3.6 万平方米，是国内目前规模较大、技术较先进的现代化医药物流中心，可存储药品 30 万箱，日均出库量峰值达到 4 万箱，为公司的快速发展提供了有力保障。2016 年末公司开始在原物流中心的基础上进行二期物流中心建设，预计总投资 21,679.53 万元，二期完工后将提升库房功能和仓储能力，为批发零售业务可持续发展拓展空间。

批发零售业务的采购方面，公司挑选具备资质的企业成为供应商，公司质量管理部门

对供应商资质进行审核监督,审核合格后的供货商方可签订供货合同。结算方式主要有“先货后款”和“预付款”两种,公司与供应商约定交货时间,供应商按时发货,公司验收入库,公司根据供货合同所签账期来支付货款。但对于一些特殊、或紧缺商品,公司根据供货合同采用预付款的方式支付。

批发零售业务的销售方面,公司以批发为主,兼有零售业务。主要面向医疗机构、商业公司等采购量较大、长期稳定的客户,采用“先货后款”的原则,客户通过政府采购平台网站提交订单,公司物流中心依据订单信息进行物流配送。公司以应收账款资信管理系统严格制定不同客户的资信政策,收款方式为依据资信政策计算的账期收款(电汇、汇票)。另外,公司的零售业务板块,采用“现款现货”的原则,概不赊销。

2016年公司药品批发零售业务实现收入132.76亿元,同比增长15.17%,主要来自于业务量的上升;毛利率为7.84%,较上年提升1.48个百分点。为应对不断加剧的竞争,公司逐渐向优质客户放宽了商业信用期限,此外,为满足客户的不同需求,公司需准备大量的药品备用,因此随着公司批发零售业务规模的增长,其对营运资金的需求也不断上升。

公司产品销售范围较广,客户集中度较低,对单一客户依赖程度较低

2016年,公司前五大供应商和前五大客户的占比均在8%左右,较上年进一步分散;公司2016年最大的供应商和客户的占比均在3%以下,对大供应商和大客户的依赖较小。

表7 2015-2016年公司前5大供应商和客户情况(单位:万元)

期间	供应商	采购金额	占采购比重	客户	销售收入	占销售比重
2016年	第一名	33,252.22	2.02%	第一名	72,157.21	3.22%
	第二名	28,172.52	1.71%	第二名	47,910.08	2.14%
	第三名	26,813.33	1.63%	第三名	45,240.81	2.02%
	第四名	24,949.91	1.52%	第四名	40,797.91	1.82%
	第五名	21,578.62	1.31%	第五名	35,608.23	1.59%
	合计	134,766.59	8.19%	合计	241,714.24	10.79%
2015年	第一名	28,567.68	1.91%	第一名	54,472.24	2.63%
	第二名	25,302.33	1.69%	第二名	46,712.82	2.25%
	第三名	24,068.92	1.60%	第三名	44,980.06	2.17%
	第四名	22,644.24	1.51%	第四名	37,094.55	1.79%
	第五名	22,029.96	1.47%	第五名	34,239.76	1.65%
	合计	122,613.12	8.18%	合计	217,499.43	10.49%

资料来源:公司提供,鹏元整理

省医药公司作为云南省内的主要医药商业流通企业,公司的批发零售业务基本都在云南省内。公司生产的药品和健康品则通过经销商销售到全国各地,其中西南和华中地区是主要的销售区域,其次为华北和华东地区,市场培育较为成熟,而华南地区近年增速较快;

而其他区域的销售规模偏小，市场尚有待进一步的开拓。2016 年区域销售情况与上年相比整体变化不大，其中出口销售的增速达 31.73%，但比重最小，对公司整体收入的影响很小。经济较发达的华南地区和华东地区是公司积极开拓的市场，2016 年的销售增速的分别为 23.15%和 12.98%，是公司收入增长的主要动力。2016 年公司在华北地区和东北地区的销售规模分别下降 1.86%和 4.66%，而西南、华中和西北地区的增速不大。

表8 2015-2016 年公司自制药剂和健康品的区域销售情况（单位：万元）

地区	2016 年			2015 年		
	销售额	占比	同比增速	销售额	占比	同比增速
西南地区	204,718.52	21.79%	6.21%	192,751.84	21.70%	13.37%
华中地区	180,525.16	19.21%	0.06%	180,420.47	20.31%	8.13%
华北地区	156,357.18	16.64%	-1.86%	159,317.32	17.94%	8.33%
华东地区	174,665.63	18.59%	12.98%	154,603.36	17.41%	28.74%
华南地区	119,859.48	12.76%	23.15%	97,330.94	10.96%	39.77%
西北地区	65,407.06	6.96%	1.94%	64,163.95	7.22%	11.86%
东北地区	36,817.50	3.92%	-4.66%	38,615.92	4.35%	29.51%
出口	1,341.00	0.14%	31.73%	1,018.00	0.11%	-61.00%
合计	939,691.53	100.00%	5.79%	888,221.80	100.00%	16.34%

注：日化品是健康品的主要构成，统计数据为销售口径。

资料来源：公司提供，鹏元整理

公司扩建产能为业务可持续发展拓展空间，但需关注公司未来产能利用情况

随着公司近年来业务规模的较快发展，部分产能已趋于饱和，公司计划扩建产能并拓展产业链，为公司可持续发展拓展更大的空间。截至2017年4月末，公司主要建设项目为云南省医药有限公司二期物流中心建设项目、云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程（三七产业基地）和云南白药集团股份有限公司健康产业项目（一期），预计总投资168,412.15万元，三个项目均由公司自筹资金建设，项目完工投产后将提升公司的产能，促进业务规模的提升，但同时需关注公司未来产能利用情况。

表9 截至 2017 年 4 月末公司主要建设项目概况（单位：万元，平方米）

项目	预计总投资	拟建建筑 面积	项目内容	项目主要影响
云南省医药有限公司二期物流中心建设项目	21,679.53	-	仓储及其配套设施	提升库房功能和仓储能力
云南白药集团文山七花有限责任公司搬迁扩建项目一期工程	48,896.03	89,163.74	云南白药文山三七药材初加工、仓储、物流、电子交易全产业链平台；三七中间体、原料药产业平台	扩大产能；三七产品的主要生产加工区；打造三七产业全产业链发展平台，对三七产业链延伸和整合
云南白药集团股份有限公司健康产业项目（一期）	97,836.59	75,063.43	行政区、生产区及智能化相关信息系统	解决白药牙膏等健康日化品的产能缺口；

				生产区达到国内领先的硬件水平；项目符合安全卫生、节能、环境保护等国家的规范、法规和标准。
合计	168,412.15	164,227.17	-	-

注：截至 2016 年末，云南省医药有限公司二期物流中心建设项目已投资 130.96 万元，工程进度为 0.60%；另外两个项目均在 2017 年 4 月 20 日公司第八届董事会 2017 年第二次会议中审议通过。

资料来源：公司提供，鹏元整理

五、财务分析

财务分析基础说明

以下分析基于公司提供的经中审众环会计师事务所（特殊普通合伙）审计并出具标准无保留意见的 2015 年和 2016 年审计报告以及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，公司财务报表均采用新会计准则编制。2016 年公司报表合并范围内减少子公司 2 家，增加子公司 2 家，变动详情见表 2。截至 2016 年 12 月末，公司报表合并范围内的子公司共 18 家，详情见附录五。

资产结构与质量

2016 年公司资产规模快速增长，资产流动性较好，但受药材价格波动的影响，存货可能存在一定减值风险

随着业务规模的扩张，公司资产规模保持较快增长。2016 年末公司的总资产规模为 245.87 亿元，较上年末增长 27.45%，主要体现为其他流动资产的增长；截至 2017 年 3 月末，公司资产规模增至 252.66 亿元。公司资产以流动资产为主，2017 年 3 月末流动资产占总资产的比例为 89.98%。

表10 2015-2016 年及 2017 年 3 月末公司主要资产构成（单位：万元）

项目	2017 年 3 月		2016 年		2015 年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
货币资金	313,717.21	12.42%	329,260.88	13.39%	264,976.95	13.74%
交易性金融资产	202,107.00	8.00%	200,230.00	8.14%	304,153.25	15.77%
应收票据	445,124.17	17.62%	394,336.18	16.04%	360,607.07	18.69%
应收账款	123,974.28	4.91%	101,203.64	4.12%	105,773.51	5.48%
预付款项	46,456.03	1.84%	46,614.12	1.90%	33,329.62	1.73%
存货	757,769.49	29.99%	691,803.04	28.14%	562,500.50	29.16%
其他流动资产	368,050.16	14.57%	434,365.72	17.67%	52,104.46	2.70%

流动资产合计	2,273,371.14	89.98%	2,206,768.72	89.75%	1,690,360.17	87.62%
固定资产	176,299.02	6.98%	178,231.94	7.25%	164,021.32	8.50%
在建工程	16,282.17	0.64%	13,738.08	0.56%	21,560.70	1.12%
无形资产	23,028.52	0.91%	23,095.82	0.94%	23,883.59	1.24%
非流动资产合计	253,197.61	10.02%	251,895.89	10.25%	238,733.86	12.38%
资产总计	2,526,568.75	100.00%	2,458,664.60	100.00%	1,929,094.04	100.00%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司流动资产主要由货币资金、交易性金融资产、应收票据、存货和其他流动资产构成。2016 年末公司货币资金为 32.93 亿元，较上年增长 24.26%，主要系公司在产业链中具有相对强势地位，预收客户部分货款，同时延长上游供应商的付款账期，随着营业规模的扩大，占用产业链上下游资金规模不断扩大。2016 年末货币资金中存在使用权受限的资金规模为 688.96 万元，系为开立信用证的交付保证金。公司交易性金融资产全部为购买的货币基金，2017 年 3 月末为 20.21 亿元，较 2015 年末下降 33.55%；公司购买货币基金于 2016 年获得收益 12,258.68 万元，较上年增长 112.18%。公司应收票据主要为银行承兑汇票，坏账风险较小。2017 年 3 月末公司应收票据为 44.51 亿元，较 2015 年末增长 23.44%，主要系公司营业收入增长。

2016 年末，公司应收账款为 10.12 亿元，较上年末下降 4.32%；2017 年 3 月末增至 12.40 亿元，主要系公司 2017 年第一季度的收入规模增长。2016 年末应收账款账龄在 1 年内的占比为 97.47%，前五大客户的占比为 20.06%，较为分散。公司的预付款项主要系原料采购款和广告费用，2017 年 3 月末达到 4.65 亿元，较 2015 年末增长 39.38%，主要系为收购战略性中药材而支付的款项增加。2016 年末公司的存货规模为 69.18 亿元，较 2015 年末增长 22.99%；2017 年 3 月末进一步增长到 75.78 亿元，存货增长主要是公司业务增长带来的备货增加以及公司主动收储战略性的药材原料。2016 年末存货中库存商品和原材料分别为 48.50 亿元和 19.16 亿元，占存货的比重分别为 70.11%和 27.70%，近年来药材和药品价格存在一定波动，公司存货面临一定减值风险。2016 年末公司其他流动资产为 43.44 亿元，较上年大幅增长 733.64%，主要为公司购买的国债逆回购和银行保本保收益理财产品。2016 年末国债逆回购和银行保本保收益理财产品分别为 220,115.61 万元和 173,560.12 万元，2016 年实现收益分别为 547.31 万元和 2,873.67 万元，其中银行保本保收益理财产品 2016 年的收益较上年下降 59.98%。2016 年末公司流动资产中货币资金、货币基金、银行承兑汇票和国债逆回购的变现能力强，且占流动资产的 51.84%，公司资产整体流动性较好。

2016 年公司非流动资产的规模变化不大。主要系在建工程中的云南白药集团原料药中心项目部分工程完工后转入固定资产，使得 2016 年末的固定资产规模较上年增加。2016

年公司无形资产主要系土地资产，账面价值因摊销而较上年下降。

总体来说，2016 年以来，公司资产规模快速增长，资产流动性较好，但受药材价格波动的影响，存货面临一定减值风险。

资产运营效率

2016 年公司存货规模增长和商业信用放宽，使得销售回款的效率下降；国债逆回购和银行理财产品规模的增长降低了整体资产运营效率

随着药品批发零售业务商业信用的放宽，2016 年公司应收账款周转天数较上年增加 2.62 天。受 2016 年第四季度公司暂时减少了对市场供货的影响，期末存货规模增加，导致 2016 年存货周转天数较上年增加 11.09 天。2016 年公司采购原料增加和公司付款商业信用期延长，使得应付账款周转天数增加 8.38 天。综合上述因素，2016 年公司净营业周期较上年延长 5.33 天。

主要受国债逆回购和银行理财产品规模增长的影响，2016 年公司流动资产规模快速增长，使得流动资产周转天数较上年增加 44.22 天。2016 年固定资产周转效率变化不大。2016 年公司流动资产规模的增长降低了公司整体资产运营效率，总资产周转天数较上年增加 43.14 天。

总体来说，2016 年公司存货规模增长和商业信用放宽，使得销售回款的效率下降；国债逆回购和银行理财产品规模的增长降低了整体资产运营效率。

表11 2015-2016 年公司营运效率指标（单位：天）

指标名称	2016 年	2015 年
应收账款周转天数	16.62	14.00
存货周转天数	143.64	132.55
应付账款周转天数	64.88	56.50
净营业周期	95.38	90.05
流动资产周转天数	313.01	268.79
固定资产周转天数	27.49	28.58
总资产周转天数	352.42	309.28

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

盈利能力

2016 年公司营业收入和利润保持增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强

2016 年公司营业收入为 224.11 亿元，较上年增长 8.06%，主要来自于批发零售收入

的增长。2017年1-3月公司营业收入为59.09亿元，较上年同期增长14.28%，主要来自于药品和日化产品销售收入的增长。盈利方面，近年公司综合毛利率维持在30%左右，较为稳定。

表12 2015-2016年及2017年1-3月公司盈利能力主要指标

项目	2017年1-3月	2016年	2015年
营业收入（万元）	590,871.59	2,241,065.44	2,073,812.62
投资收益（万元）	2,892.77	19,385.91	17,499.35
营业利润（万元）	83,144.21	331,982.97	316,824.13
利润总额（万元）	83,774.70	339,750.54	321,533.52
净利润（万元）	71,786.28	293,088.96	275,558.11
综合毛利率	30.53%	29.86%	30.53%
期间费用率	16.17%	15.23%	15.51%
营业利润率	14.07%	14.81%	15.28%
总资产回报率	-	16.06%	18.49%
净资产收益率	-	19.96%	22.20%

资料来源：公司2015-2016年审计报告及未经审计的2017年1-3月财务报表，鹏元整理

2016年公司期间费用率为15.23%，较上年相比变化不大，三大费用主要系销售费用，比重为83.21%；其次为管理费用，比重为14.16%。2016年公司销售费用较上年增长4.83%，主要是广告宣传费支出的增加；财务费用大幅增长583.97%，主要系利息支出增加，但2016年公司财务费用为8,968.28万元，占公司当年收入的0.40%，规模较小；管理费用较上年微降1.96%，变化不大。2016年公司的投资收益为19,385.91万元，较上年增长10.78%，主要来自于货币基金的收益12,258.68万元，占投资净收益的比重为63.23%；其次为购买银行理财产品的收益2,873.67万元和持有可供出售金融资产获得的现金分红2,365.70万元。

2016年公司保持着较强的竞争优势，随着收入的增长，营业利润较上年增长4.78%，达到33.20亿元；2016年公司总资产回报率和净资产收益率分别为16.06%和19.96%，受整体资产效率下降的影响而分别较上年下降2.43个百分点和2.24个百分点，但公司的盈利能力仍然很强。

总体而言，2016年公司营业收入和利润保持增长，毛利率较为稳定，盈利能力很强。

现金流

公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好

2016年公司继续保持较好的销售回款，收现比为1.22。受益于公司很强的盈利能力，

2016 年经营活动生成的现金（FFO）为 286,498.07 万元，较上年增长 3.13%，经营活动生成现金的能力强。2016 年公司营运资本占用方面，业务增长、主动备货的增加和年末暂时限制向市场供货使得存货占用资金较上年增长 101.78%，公司收入规模的增长使得经营性应收项目占用资本继续增加；营运资本释放方面，公司付款的商业信用期延长使得经营性应付项目供应资金较上年大幅增长 183.35%。2016 年公司经营性应付项目供应的资金大于存货和经营性应收项目对资金的占用，使得整体营运资本在 2016 年减少资金占用 14,788.37 万元。综上因素，公司 2016 年经营活动产生净现金流为 298,475.77 万元，较上年增长 36.95%。2017 年 1-3 月经营活动现金净流出 86,186.98 万元，主要系票据到期承兑、贴现金额减少，同时公司采购支出增加。

公司投资活动支出主要系购买货币基金、理财产品和国债逆回购，以及少量购置生产设备，2016 年主要系公司投资国债逆回购使得投资活动现金净流出 398,719.70 万元。公司筹资活动主要系盈利分红以及有息债务的增减，2016 年主要系公司发行 16 云白 01 债券 90,000.00 万元使得筹资活动净流入 22,534.73 万元。

总体来看，公司经营活动生成现金的能力强，资金状况良好。

表13 2015-2016 年公司现金流量主要指标（单位：万元）

项目	2016 年	2015 年
收现比	1.22	1.08
净利润	293,088.96	275,558.11
非付现费用	11,417.94	14,005.71
非经营损益	-18,008.83	-11,773.68
FFO	286,498.07	277,790.14
营运资本变化	14,788.37	-57,029.30
其中：存货减少（减：增加）	-129,480.36	-64,170.60
经营性应收项目的减少（减：增加）	-77,120.20	-70,991.47
经营性应付项目增加（减：减少）	221,388.93	78,132.77
其他	-2,810.68	-2,810.79
经营活动产生的现金流量净额	298,475.77	217,950.04
投资活动产生的现金流量净额	-398,719.70	-96,205.46
筹资活动产生的现金流量净额	22,534.73	-60,313.65
现金及现金等价物净增加额	-77,196.02	61,871.00

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告，鹏元整理

资本结构和财务安全性

公司资产负债率仍维持在较低水平，整体偿债能力很强

主要得益于公司盈利的积累，2017 年 3 月末公司所有者权益增长到 165.61 亿元，较

2015 年末增长 22.42%，公司资本实力得到增强。2017 年 3 月末公司负债规模增长到 87.04 亿元，较 2015 年末大幅增长 51.03%，主要系公司付款的商业信用期延长和 9 亿元 16 云白 01 债发行。综上因素，使得公司产权比率从 2015 年末的 42.60% 上升到 2016 年 3 月末的 52.56%，所有者权益对负债的保障程度下降。

表14 公司资本结构情况（单位：万元）

指标名称	2017年3月	2016年	2015年
负债总额	870,429.80	874,311.94	576,313.50
其中：流动负债	670,012.58	673,462.62	467,610.65
非流动负债	200,417.23	200,849.32	108,702.86
所有者权益	1,656,138.94	1,584,352.66	1,352,780.53
产权比率	52.56%	55.18%	42.60%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司负债主要以流动负债为主，而流动负债主要以应付账款为主。公司应付票据和应付账款主要是采购原料和药品的货款，账龄主要在 1 年以内；应付票据以银行承兑汇票为主。2016 年公司付款的商业信用期延长，使得应付票据和应付账款分别较上年增长 57.56% 和 29.38%。公司预收款项主要为预收的货款，2016 年末为 106,991.28 万元，较上年增长 151.89%，主要系 2016 年末公司暂时限制向市场供货，使得未结算货款增加。其他应付款主要为公司为拓展市场的销售费用。

公司非流动负债主要系应付债券，分别为 2014 年发行的 9 亿元公司债券，票面利率 5.08%，期限为 7 年；2016 年发行的 9 亿元公司债券，票面利率 2.95%，期限为 5 年。递延收益为公司收到的政府补助。

表15 2015-2016 年及 2017 年 3 月末公司负债主要构成（单位：万元）

项目	2017年3月		2016年		2015年	
	金额	占比	金额	占比	金额	占比
短期借款	0.00	-	0.00	-	2,000.00	0.35%
应付票据	139,290.91	16.00%	118,433.46	13.55%	75,165.66	13.04%
应付账款	354,571.94	40.74%	319,564.17	36.55%	246,999.25	42.86%
预收款项	47,443.53	5.45%	106,991.28	12.24%	42,474.90	7.37%
其他应付款	83,585.61	9.60%	78,056.53	8.93%	53,324.38	9.25%
一年内到期的非流动负债	1,000.00	0.11%	1,000.00	0.11%	0.00	-
流动负债合计	670,012.58	76.97%	673,462.62	77.03%	467,610.65	81.14%
长期借款	250.00	0.03%	610.00	0.07%	610.00	0.11%
应付债券	179,575.44	20.63%	179,527.92	20.53%	89,716.08	15.57%
递延收益	18,577.58	2.13%	18,697.20	2.14%	16,107.12	2.79%
非流动负债合计	200,417.23	23.03%	200,849.32	22.97%	108,702.86	18.86%

负债合计	870,429.80	100.00%	874,311.94	100.00%	576,313.50	100.00%
有息债务	320,116.35	36.78%	299,571.38	34.26%	167,491.74	29.06%

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

公司有息债务由短期借款、应付票据、一年内到期的非流动负债、长期借款和应付债券构成。跟踪期内，公司发行 16 云白 01 债 9 亿元以及应付票据的增长使得有息债务在 2017 年 3 月末达到 320,116.35 万元，占公司负债总额的 36.78%，较 2015 年末大幅增长 91.12%。公司 2017 年 3 月末的速动资产（流动资产减去存货后的部分）为 1,515,601.65 万元，是当期末有息债务的 4.73 倍，且公司盈利能力很强，经营活动生成现金的能力强，使得公司偿债能力很强。从公司提供的有息债务本金偿还期限分布来看，主要是应付票据以及债券本金的偿还，整体偿债压力很小。

表16 2016 年末公司有息债务本金偿还期限分布（单位：万元）

项目	2017 年	2018 年	2019 年	2020 年及以后
有息债务本金偿还计划	119,793	0	180,000	250

注：1、若公司债务的投资者均在回售期选择回售公司债券，则公司在 2019 年需偿付 180,000 万元的公司债券本金；否则公司将在债券到期日（即 2021 年）偿付未回售的公司债券本金。

2、该表合计数与有息债务的差异主要来自于债券的利息调整。

资料来源：公司提供，鹏元整理

随着公司付款商业信用期延长和 16 云白 01 债的发行，2017 年 3 月末资产负债率上升到 34.45%，但公司整体债务压力不大。2016 年末公司流动比率和速动比率分别为 3.28 和 2.25，其中 2016 年末公司流动资产中的货币资金、货币基金、银行承兑汇票和国债逆回购合计的比重为 51.84%，变现能力强，使得公司短期偿债能力很强。随着公司盈利的增长，2016 年公司 EBITDA 增长到 364,140.14 万元，利息支出的增加使得 EBITDA 利息保障倍数在 2016 年下降到 29.15，而公司 2016 年有息债务/EBITDA 仅为 0.82，公司长期偿债能力仍很强。

表17 2015-2016 年及 2017 年 3 月末公司偿债能力指标

项目	2017 年 3 月	2016 年	2015 年
资产负债率	34.45%	35.56%	29.87%
流动比率	3.39	3.28	3.61
速动比率	2.26	2.25	2.41
EBITDA（万元）	-	364,140.14	341,955.70
EBITDA 利息保障倍数	-	29.15	43.40
有息债务/EBITDA	-	0.82	0.49

资料来源：公司 2015-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

六、债券偿还保障分析

白药控股提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，仍能对本期债券的信用产生积极影响

白药控股向本期债券持有人出具了担保函，白药控股在该担保函中承诺，对本期债券提供全额无条件不可撤销的连带责任保证担保，担保范围为本期债券本金及利息、违约金、损害赔偿金和实现债权的全部费用，担保期间为本期债券存续期及本期债券到期之日起两年。

2017年3月15日，白药控股办理完成增资引入新华都的工商变更登记并换领了新的营业执照。本次变更登记后，白药控股的股权结构由云南省国资委与新华都各持有50%股权，实收资本和注册资本增长到30亿元。新华都通过增资253.70亿元的方式取得白药控股50%的股权，资金到位后将增强白药控股的资本实力。截至2016年末，白药控股的核心资产和主要经营实体为云南白药。

白药控股营业收入保持增长，2016年公司实现营业收入为226.14亿元，较上年增长7.97%，两大业务板块中批发零售（药品）收入增长15.17%，是公司收入的主要来源和增长动力；工业产品（自制）收入微降1.21%。毛利率方面，2016年公司综合毛利率较上年微降0.72个百分点，主要是因为低毛利率的批发零售业务收入占营业收入的比重提升。

表18 2015-2016年白药控股营业收入主要构成及毛利率情况（单位：万元）

项目	2016年		2015年	
	金额	毛利率	金额	毛利率
工业产品（自制）	914,648.82	62.06%	925,881.20	60.89%
批发零售（药品）	1,327,596.00	7.85%	1,152,707.44	6.36%
保理业务	12,612.34	96.57%	12,097.91	96.91%
其他业务收入	6,526.53	24.93%	3,774.70	35.26%
营业收入	2,261,383.69	30.32%	2,094,461.24	31.04%

注：其他业务收入包括技术服务、旅店饮食业、种植业销售和基金管理服务等。

资料来源：白药控股2015-2016年审计报告，鹏元整理

截至2016年12月31日，白药控股资产总额为325.73亿元，归属于母公司所有者权益合计为71.14亿元，资产负债率为49.53%；2016年度，白药控股实现营业收入226.14亿元，利润总额25.43亿元，经营活动现金流净流出1.62亿元。白药控股近年主要财务指标见下表。

表19 白药控股主要财务指标

项目	2016年	2015年	2014年
总资产（万元）	3,257,291.31	2,367,975.13	2,152,749.93
归属母公司权益合计（万元）	711,405.75	690,663.13	588,803.37
有息债务（万元）	886,029.77	461,002.41	529,792.15
资产负债率	49.53%	37.21%	41.70%

流动比率	2.64	3.04	2.67
速动比率	1.95	2.18	1.93
营业收入（万元）	2,261,383.69	2,094,461.24	1,897,897.56
营业利润（万元）	310,102.96	307,276.87	277,098.86
利润总额（万元）	254,266.90	312,913.89	284,511.24
综合毛利率	30.32%	31.04%	30.67%
总资产回报率	10.10%	14.92%	15.99%
EBITDA（万元）	297,332.52	351,287.61	314,257.49
EBITDA 利息保障倍数	9.97	14.39	16.46
经营活动现金流净额（万元）	-16,183.73	222,372.18	-6,587.05

资料来源：白药控股 2014-2016 年审计报告，鹏元整理

总体而言，白药控股实力较为雄厚，经鹏元综合评定其主体长期信用级别为 AAA，其为本期债券提供的全额无条件不可撤销连带责任保证担保，可进一步保障本期债券的安全性。

七、评级结论

公司具有很强竞争优势，2016年收入和利润保持增长，盈利能力很强，经营现金流较好，整体偿债能力很强，资产流动性较好。

同时我们也关注到了中药材价格波动上涨及医药监管强化，增加了医药行业的成本压力，消费品行业竞争加剧，公司存货可能存在一定减值风险等风险因素。

基于以上情况，鹏元将公司主体长期信用等级维持为AAA，14白药01信用等级维持为AAA，16云白01信用等级维持为AAA，评级展望维持为稳定。

附录一 合并资产负债表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
流动资产：				
货币资金	313,717.21	329,260.88	264,976.95	202,396.37
交易性金融资产	202,107.00	200,230.00	304,153.25	43,636.51
应收票据	445,124.17	394,336.18	360,607.07	364,753.56
应收账款	123,974.28	101,203.64	105,773.51	55,488.01
预付款项	46,456.03	46,614.12	33,329.62	28,895.18
应收利息	2,978.30	3,146.75	111.06	359.98
其他应收款	13,194.49	5,808.39	6,803.76	203,073.85
存货	757,769.49	691,803.04	562,500.50	498,331.08
其他流动资产	368,050.16	434,365.72	52,104.46	9,500.00
流动资产合计	2,273,371.14	2,206,768.72	1,690,360.17	1,406,434.55
非流动资产：				
可供出售金融资产	12,463.47	12,463.47	12,423.47	5,880.00
长期股权投资	0.00	0.00	523.54	385.26
投资性房地产	667.98	674.25	699.31	724.38
固定资产	176,299.02	178,231.94	164,021.32	165,217.86
在建工程	16,282.17	13,738.08	21,560.70	15,006.92
工程物资	0.97	0.00	0.00	0.00
无形资产	23,028.52	23,095.82	23,883.59	24,883.60
商誉	1,356.54	1,356.54	1,284.37	1,284.37
长期待摊费用	880.60	950.63	589.78	1,329.98
递延所得税资产	21,220.11	19,761.82	12,747.78	11,987.11
其他非流动资产	998.22	1,623.34	1,000.00	1,000.00
非流动资产合计	253,197.61	251,895.89	238,733.86	227,699.47
资产总计	2,526,568.75	2,458,664.60	1,929,094.04	1,634,134.02
流动负债：				
短期借款	0.00	0.00	2,000.00	2,000.00
应付票据	139,290.91	118,433.46	75,165.66	68,112.48
应付账款	354,571.94	319,564.17	246,999.25	205,160.21
预收款项	47,443.53	106,991.28	42,474.90	41,085.47
应付职工薪酬	6,468.50	13,871.50	9,746.72	6,274.60
应交税费	32,874.49	32,572.50	33,179.26	13,071.03
应付利息	4,693.20	2,888.78	984.54	986.49
应付股利	84.40	84.40	84.40	769.08
其他应付款	83,585.61	78,056.53	53,324.38	56,577.20

一年内到期的非流动负债	1,000.00	1,000.00	0.00	0.00
其他流动负债	0.00	0.00	3,651.53	0.00
流动负债合计	670,012.58	673,462.62	467,610.65	394,036.56
非流动负债：				
长期借款	250.00	610.00	610.00	610.00
应付债券	179,575.44	179,527.92	89,716.08	89,641.20
长期应付款	481.48	481.48	481.48	481.48
长期应付职工薪酬	1,475.66	1,475.66	1,788.17	1,642.75
递延所得税负债	57.06	57.06	0.00	0.00
递延收益-非流动负债	18,577.58	18,697.20	16,107.12	18,209.91
非流动负债合计	200,417.23	200,849.32	108,702.86	110,585.34
负债合计	870,429.80	874,311.94	576,313.50	504,621.90
所有者权益(或股东权益)：				
实收资本(或股本)	104,139.97	104,139.97	104,139.97	104,139.97
资本公积金	124,721.58	124,721.58	124,985.67	124,663.73
其它综合收益	2.12	2.12	2.12	2.12
盈余公积金	84,943.56	84,943.56	77,045.52	67,626.33
未分配利润	1,331,273.77	1,258,759.57	1,037,127.73	822,074.41
归属于母公司所有者权益合计	1,645,081.00	1,572,566.80	1,343,301.01	1,118,506.57
少数股东权益	11,057.94	11,785.86	9,479.52	11,005.55
所有者权益合计	1,656,138.94	1,584,352.66	1,352,780.53	1,129,512.12
负债和所有者权益总计	2,526,568.75	2,458,664.60	1,929,094.04	1,634,134.02

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录二 合并利润表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
营业总收入	590,871.59	2,241,065.44	2,073,812.62	1,881,436.64
营业收入	590,871.59	2,241,065.44	2,073,812.62	1,881,436.64
营业总成本	510,620.15	1,928,468.39	1,774,487.84	1,609,007.62
营业成本	410,452.43	1,571,796.12	1,440,590.48	1,313,919.77
营业税金及附加	3,877.38	15,383.12	10,447.42	9,214.54
销售费用	86,993.88	284,048.87	270,956.15	243,038.23
管理费用	8,794.76	48,354.36	49,320.86	55,164.53
财务费用	-252.86	8,968.28	1,311.21	1,517.72
资产减值损失	754.57	-82.36	1,861.71	-13,847.17
加：投资净收益	2,892.77	19,385.91	17,499.35	10,553.54
营业利润	83,144.21	331,982.97	316,824.13	282,982.55
加：营业外收入	754.96	8,926.04	7,496.65	9,016.99
减：营业外支出	124.47	1,158.46	2,787.26	985.03
利润总额	83,774.70	339,750.54	321,533.52	291,014.51
减：所得税	11,988.42	46,661.58	45,975.41	41,281.85
净利润	71,786.28	293,088.96	275,558.11	249,732.67

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-1 合并现金流量表（单位：万元）

项目	2017年1-3月	2016年	2015年	2014年
经营活动产生的现金流量：				
销售商品、提供劳务收到的现金	591,878.11	2,727,458.25	2,245,280.59	1,994,513.34
收到的税费返还	210.49	857.62	0.00	0.00
收到其他与经营活动有关的现金	2,118.41	12,504.29	15,881.70	34,960.64
经营活动现金流入小计	594,207.01	2,740,820.15	2,261,162.28	2,029,473.98
购买商品、接受劳务支付的现金	542,945.87	1,906,056.16	1,566,848.97	1,419,035.57
支付给职工以及为职工支付的现金	29,704.72	118,786.09	108,539.93	94,690.08
支付的各项税费	42,681.65	186,416.37	147,824.42	152,342.50
支付其他与经营活动有关的现金	65,061.75	231,085.75	219,998.92	204,719.41
经营活动现金流出小计	680,393.99	2,442,344.38	2,043,212.24	1,870,787.56
经营活动产生的现金流量净额	-86,186.98	298,475.77	217,950.04	158,686.42
投资活动产生的现金流量：				
收回投资收到的现金	71,125.14	302,217.24	173,374.46	10,000.00
取得投资收益收到的现金	3,701.28	18,575.84	16,363.05	8,769.34
处置固定资产、无形资产和其他长期资产收回的现金净额	0.84	651.90	12.70	27.10
收到其他与投资活动有关的现金	21,300.00	420.23	0.00	6,643.37
投资活动现金流入小计	96,127.27	321,865.22	189,750.22	25,439.80
购建固定资产、无形资产和其他长期资产支付的现金	4,135.69	14,063.20	13,580.47	18,029.85
投资支付的现金	0.00	556,405.60	272,375.21	228,885.20
取得子公司及其他营业单位支付的现金净额	0.00	8,612.03	0.00	0.00
支付其他与投资活动有关的现金	0.00	141,504.08	0.00	0.00
投资活动现金流出小计	4,135.69	720,584.92	285,955.68	246,915.05
投资活动产生的现金流量净额	91,991.57	-398,719.70	-96,205.46	-221,475.25
筹资活动产生的现金流量：				
吸收投资收到的现金	0.00	1,190.00	0.00	0.00
取得借款收到的现金	0.00	89,654.40	2,000.00	3,000.00
收到其他与筹资活动有关的现金	2,690.48	3,562.72	43,982.38	35,317.90
发行债券收到的现金	0.00	0.00	0.00	89,625.60
筹资活动现金流入小计	2,690.48	94,407.12	45,982.38	127,943.50
偿还债务支付的现金	0.00	2,000.00	2,000.00	4,218.49
分配股利、利润或偿付利息支付的现金	48.26	69,168.78	58,794.75	37,010.77
支付其他与筹资活动有关的现金	2,690.48	703.61	45,501.28	29,773.18

筹资活动现金流出小计	2,738.74	71,872.39	106,296.03	71,002.44
筹资活动产生的现金流量净额	-48.26	22,534.73	-60,313.65	56,941.06
汇率变动对现金的影响	0.00	513.19	440.07	-51.02
现金及现金等价物净增加额	5,756.33	-77,196.02	61,871.00	-5,898.78
期初现金及现金等价物余额	187,071.35	264,267.37	202,396.37	208,295.15
期末现金及现金等价物余额	192,827.69	187,071.35	264,267.37	202,396.37

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表

附录三-2 合并现金流量表补充资料（单位：万元）

项目	2016年	2015年	2014年
净利润	293,088.96	275,558.11	249,732.67
加：资产减值准备	-82.36	1,861.71	-13,847.17
固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧	10,704.64	11,208.38	7,774.69
无形资产摊销	951.05	975.78	1,075.69
长期待摊费用摊销	243.41	358.90	359.80
处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失	-467.61	-399.06	85.85
固定资产报废损失	68.81	0.00	44.73
财务费用	8,334.06	6,486.34	2,428.99
投资损失	-19,385.91	-17,499.35	-10,553.54
递延所得税资产减少	-7,014.04	-760.67	1,329.17
递延所得税负债增加	57.06	0.00	0.00
存货的减少	-129,480.36	-64,170.60	-22,040.71
经营性应收项目的减少	-77,120.20	-70,991.47	-70,424.74
经营性应付项目的增加	221,388.93	78,132.77	15,877.09
其他	-2,810.68	-2,810.79	-3,156.10
经营活动产生的现金流量净额	298,475.77	217,950.04	158,686.42
现金的期末余额	187,071.35	264,267.37	202,396.37
减：现金的期初余额	264,267.37	202,396.37	208,295.15
现金及现金等价物净增加额	-77,196.02	61,871.00	-5,898.78

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告

附录四 主要财务指标表

项目	2017年3月	2016年	2015年	2014年
资产负债率	34.45%	35.56%	29.87%	30.88%
流动比率	3.39	3.28	3.61	3.57
速动比率	2.26	2.25	2.41	2.30
综合毛利率	30.53%	29.86%	30.53%	30.16%
期间费用率	16.17%	15.23%	15.51%	15.93%
营业利润率	14.07%	14.81%	15.28%	15.04%
总资产回报率	-	16.06%	18.49%	20.23%
净资产收益率	-	19.96%	22.20%	24.58%
EBITDA (万元)	-	364,140.14	341,955.70	304,809.13
EBITDA 利息保障倍数	-	29.15	43.40	66.49
有息债务/EBITDA	-	0.82	0.49	0.53
收现比	1.00	1.22	1.08	1.06
产权比率	52.56%	55.18%	42.60%	44.68%
应收账款周转天数	-	16.62	14.00	10.44
存货周转天数	-	143.64	132.55	133.44
应付账款周转天数	-	64.88	56.50	53.11
净营业周期 (天)	-	95.38	90.05	90.77
流动资产周转天数	-	313.01	268.79	238.78
固定资产周转天数	-	27.49	28.58	27.95
总资产周转天数	-	352.42	309.28	279.57

资料来源：公司 2014-2016 年审计报告及未经审计的 2017 年 1-3 月财务报表，鹏元整理

附录五 2016年末公司合并范围内子公司情况（单位：万元）

子公司名称	业务性质	注册资本	持股比例	取得方式
云南白药集团大理药业有限责任公司	药业	1,551.50	100.00%	设立或投资
云南白药集团医药电子商务有限公司	日用品批发、零售	3,000.00	100.00%	设立或投资
云南省医药有限公司	医药批发、零售	70,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团中药资源有限公司	药业	1,640.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团无锡药业有限公司	药业	2,500.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团健康产品有限公司	口腔清洁用品生产和销售	8,450.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南省药物研究所	现代技术服务业	5,408.00	100.00%	同一控制下企业合并
云南白药清逸堂实业有限公司	一次性卫生用品、日用品的生产	2,857.14	40.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团文山七花有限责任公司	药业	1,730.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团丽江药业有限公司	药业	2,438.05	100.00%	设立或投资
云南省医药玉溪销售有限公司	医药批发、零售	1,000.00	51.00%	设立或投资
云南白药集团中药材优质种源繁育有限责任公司	药业	2,100.00	100.00%	设立或投资
云南白药大药房有限公司	药业	4,000.00	100.00%	设立或投资
云南白药集团西双版纳经贸有限公司	药业	869.80	100.00%	非同一控制下企业合并
丽江云全生物开发有限公司	药业	1,960.00	70.00%	非同一控制下企业合并
云南白药集团楚雄健康产品有限公司	化妆品生产销售	400.00	100.00%	设立或投资
云南天正检测有限公司	实验检测、技术咨询	2,000.00	100.00%	设立或投资
昆明清逸堂现代商务有限公司	一次性卫生用品、日用品的销售	1,000.00	40.00%	非同一控制下企业合并

资料来源：公司2016年年报

附录六 主要财务指标计算公式

指标名称	计算公式
固定资产周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年固定资产总额} + \text{上年固定资产总额}) / 2])$
应收账款周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{期初应收账款余额} + \text{期末应收账款余额}) / 2])$
存货周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初存货} + \text{期末存货}) / 2])$
应付账款周转天数	$360 / (\text{营业成本} / [(\text{期初应付账款余额} + \text{期末应付账款余额}) / 2])$
净营业周期 (天)	应收账款周转天数 + 存货周转天数 - 应付账款周转天数
总资产周转天数	$360 / (\text{营业收入} / [(\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2])$
综合毛利率	$(\text{营业收入} - \text{营业成本}) / \text{营业收入} \times 100\%$
营业利润率	营业利润 / 营业收入 * 100%
净资产收益率	净利润 / ((本年所有者权益 + 上年所有者权益) / 2) * 100%
总资产回报率	$(\text{利润总额} + \text{计入财务费用的利息支出}) / ((\text{本年资产总额} + \text{上年资产总额}) / 2) \times 100\%$
期间费用率	$(\text{销售费用} + \text{管理费用} + \text{财务费用}) / \text{营业收入} \times 100\%$
EBIT	利润总额 + 计入财务费用的利息支出
EBITDA	EBIT + 折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销
EBITDA 利息保障倍数	EBITDA / (计入财务费用的利息支出 + 资本化利息支出)
收现比	销售商品、提供劳务收到的现金 / 营业收入
非付现费用	资产减值准备 + 固定资产折旧、油气资产折耗、生产性生物资产折旧 + 无形资产摊销 + 长期待摊费用摊销 + 预提费用增加 + 待摊费用减少
非经营损益	处置固定资产、无形资产和其他长期资产的损失 + 固定资产报废损失 + 公允价值变动损失 + 财务费用 + 递延所得税资产的减少 + 递延所得税负债的增加
FFO	净利润 + 非付现费用 + 非经营损益
营运资本变化	存货的减少 + 经营性应收项目的减少 + 经营性应付项目的增加
资产负债率	负债总额 / 资产总额 * 100%
流动比率	流动资产合计 / 流动负债合计
速动比率	$(\text{流动资产合计} - \text{存货}) / \text{流动负债合计}$
长期有息债务	长期借款 + 应付债券
短期有息债务	短期借款 + 应付票据 + 1年内到期的长期有息债务
有息债务	长期有息债务 + 短期有息债务

附录七 信用等级符号及定义

一、中长期债务信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	债务安全性极高，违约风险极低。
AA	债务安全性很高，违约风险很低。
A	债务安全性较高，违约风险较低。
BBB	债务安全性一般，违约风险一般。
BB	债务安全性较低，违约风险较高。
B	债务安全性低，违约风险高。
CCC	债务安全性很低，违约风险很高。
CC	债务安全性极低，违约风险极高。
C	债务无法得到偿还。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

二、债务人主体长期信用等级符号及定义

符号	定义
AAA	偿还债务的能力极强，基本不受不利经济环境的影响，违约风险极低。
AA	偿还债务的能力很强，受不利经济环境的影响不大，违约风险很低。
A	偿还债务能力较强，较易受不利经济环境的影响，违约风险较低。
BBB	偿还债务能力一般，受不利经济环境影响较大，违约风险一般。
BB	偿还债务能力较弱，受不利经济环境影响很大，违约风险较高。
B	偿还债务的能力较大地依赖于良好的经济环境，违约风险很高。
CCC	偿还债务的能力极度依赖于良好的经济环境，违约风险极高。
CC	在破产或重组时可获得保护较小，基本不能保证偿还债务。
C	不能偿还债务。

注：除 AAA 级，CCC 级（含）以下等级外，每一个信用等级可用“+”、“-”符号进行微调，表示略高或略低于本等级。

三、展望符号及定义

类型	定义
正面	存在积极因素，未来信用等级可能提升。
稳定	情况稳定，未来信用等级大致不变。
负面	存在不利因素，未来信用等级可能降低。