

医药生物

2017年01月03日

云南白药 (000538)

——混改落地，内生、外延并重共筑新白药

报告原因：强调原有的投资评级

买入 (维持)

投资要点：

- **多年混改尝试终落地，新华都 254 亿增资获 50% 股权。**新华都实业通过增资的方式入股云南白药控股，254 亿现金获得 50% 股权。交易完成之后云南省国资委和新华都各持有白药控股 50% 股权，打破了之前云南省国资委 100% 的控股地位。新华都及陈发树通过白药控股间接持有上市公司云南白药 20.76% 的股份，再加上二级市场上所持的 4.25% 云南白药股份，其所持云南白药股份已增至 25.01%。我们认为此次混改成功，将进一步帮助公司推行管理绩效改革，提高市场竞争能力；另一方面，白药控股 254 亿现金+上市公司 74 亿准现金，有望通过外延方式跨入医药医疗新兴领域，实现白药发展历史上又一次跨越式发展。
- **经营性现金流持续改善，账上准现金达到 74 亿元。**公司前三季度经营性现金流净额达到 27.92 亿元，经营性现金流同比 2015 年第三季度增加了 8.7 亿元；前三季度应收票据+应收账款共计 39.9 亿元，较年初下降了 6.8 亿元。公司从 2014 年开始，经营性现金流持续增长，公司账上现金与准现金也随之保持高增长。货币资金从 2014 年末的 20.2 亿元到 2016 年第三季度增长至 23.6 亿元；交易性金融资产从 2014 年末的 4.4 亿元到 2016 年第三季度增加至 51.2 亿元，我们预计交易性金融资产以货币基金为主。我们认为公司业务已经发展至成熟期，强大的造血能力给公司外延式发展提供了强有力的保障。
- **健康事业部发展稳定，未来有望通过外延切入新兴领域。**受到快消品行业整体洗牌的影响，最近三年公司健康业务部一直缺乏新爆品，预计 2016 年健康事业部收入在 15% 左右。我们认为引入新国都之后，将在电商领域与云南白药形成合作，帮助采之汲系列产品进一步推广；通过新华都在国内外的资本运作经验，可以对海外成熟品牌发起并购，也有望切入到医疗服务、精准医疗等新兴领域，最终实现跨越式发展。
- **全面要约收购价格 64.98 元提供安全垫，看好之后业绩增速回升。**我们认为随着白药控股混改的落地，可以预期未来管理层的股权激励，以及外延并购速度均有望加速推进。本次混改同时触发了白药控股对云南白药的全面要约收购，收购价格为 64.98 元，也为股价提供了有力的安全垫。考虑到交易完成到绩效改革尚需要时间，我们暂时维持公司 2016-2018 年 EPS 预测为 2.87/3.15/3.65 元，分别增长 7.91%/9.80%/15.90%，对应 2016-2018 年 PE 分别为 27、24、21 倍，维持买入评级。

市场数据： 2016年12月30日

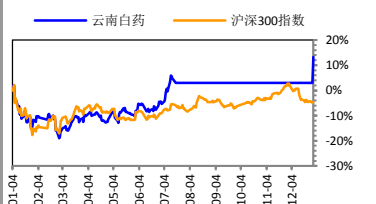
收盘价(元)	76.15
一年内最高/最低(元)	76.15/53.5
市净率	5.2
息率(分红/股价)	-
流通A股市值(百万元)	79302
上证指数/深证成指	3103.64 / 10177.14

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据： 2016年09月30日

每股净资产(元)	14.57
资产负债率%	33.16
总股本/流通A股(百万)	1041/1041
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《云南白药(000538)2014年三季度业绩回顾——三季度收入增速小幅提升，主业盈利超预期》 2014/10/29

《晨会推荐 141009》 2014/10/09

证券分析师

杜舟 A0230514080008
duzhou@swsresearch.com

研究支持

闫天一 A0230115080001
yantian@swsresearch.com

联系人

周子露
(8621)23297818x7456
zhouz@swsresearch.com

财务数据及盈利预测

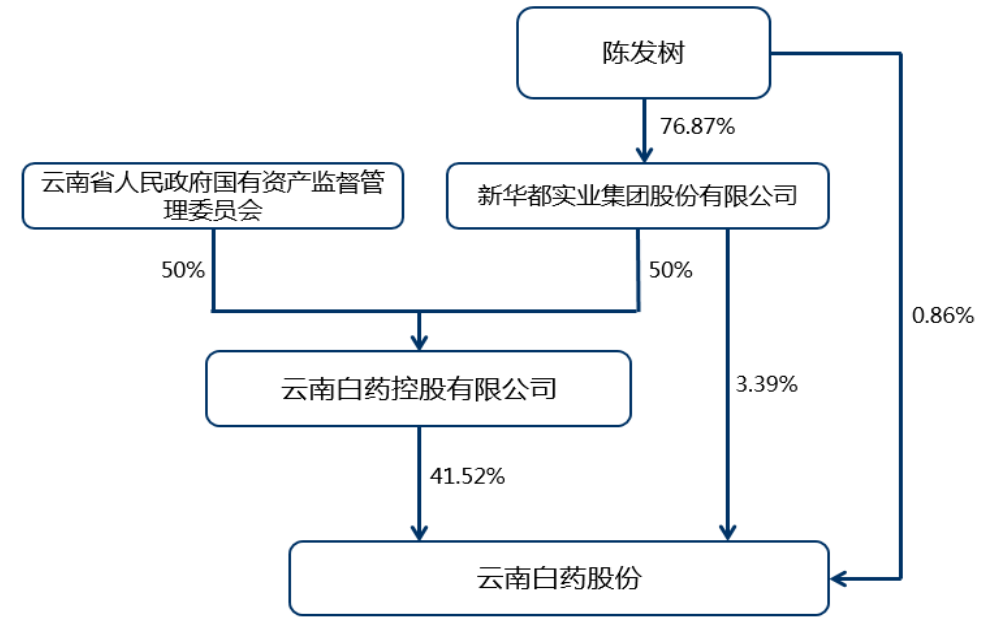
	2015	16Q1-Q3	2016E	2017E	2018E
营业收入(百万元)	20,738	16,288	22,705	24,979	28,010
同比增长率(%)	10.23	10.89	9.48	10.02	12.13
净利润(百万元)	2,771	2,360	2,990	3,283	3,805
同比增长率(%)	10.56	10.16	7.91	9.80	15.90
每股收益(元/股)	2.66	2.27	2.87	3.15	3.65
毛利率(%)	30.5	31.0	29.8	30.1	31.1
ROE(%)	20.6	15.6	18.2	16.7	16.2
市盈率	29		27	24	21

注：“市盈率”是指目前股价除以各年业绩；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE



申万宏源研究微信服务号

图 1 混改之后云南白药的股权架构



资料来源：公司公告，申万宏源研究

财务摘要

合并损益表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
营业收入	18,778	20,707	22,705	24,979	28,010
医药工业	8,190	9,180	9,787	10,899	12,663
健康事业部	2,373	2,719	3,138	3,765	4,518
透皮事业部	1,466	1,709	1,990	2,332	2,727
其他	4,351	4,752	4,659	4,802	5,418
医药商业	10,588	11,527	12,917	14,080	15,347
营业总成本	16,090	17,745	19,413	21,344	23,764
营业成本	13,139	14,406	15,928	17,456	19,288
医药工业	3,223	3,596	3,799	4,235	4,893
健康事业部	994	1,189	1,389	1,595	1,898
透皮事业部	659	753	858	983	1,146
其他	1,570	1,654	1,551	1,656	1,849
医药商业	9,895	10,794	12,129	13,221	14,395
营业税金及附加	92	104	114	126	141
销售费用	2,430	2,710	2,866	3,179	3,653
管理费用	552	493	545	575	672
财务费用	15	13	9	9	9
资产减值损失	(138)	19	(49)	0	0
公允价值变动损益	0	0	0	0	0
投资收益	106	175	180	180	180
营业利润	2,830	3,168	3,471	3,814	4,426
营业外收支	80	47	0	0	0
利润总额	2,910	3,215	3,471	3,814	4,426
所得税	413	460	498	550	642
净利润	2,497	2,756	2,974	3,265	3,784
少数股东损益	(9)	(15)	(16)	(18)	(21)
归属于母公司所有者的净利润	2,506	2,771	2,990	3,283	3,805

资料来源:申万宏源研究

合并现金流量表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
净利润	2,497	2,756	2,974	3,265	3,784
加: 折旧摊销减值	(46)	144	66	221	328
财务费用	24	65	9	9	9
非经营损失	(92)	(183)	(180)	(180)	(180)
营运资本变动	(766)	(570)	(269)	(285)	(358)
其它	0	0	0	0	0
经营活动现金流	1,587	2,180	2,599	3,029	3,583
资本开支	180	136	90	1,587	1,110
其它投资现金流	(2,101)	(826)	(2,560)	180	180
投资活动现金流	(2,215)	(962)	(2,651)	(1,407)	(930)
吸收投资	0	0	0	0	0
负债净变化	(12)	0	0	0	0
支付股利、利息	370	588	9	9	9
其它融资现金流	55	(15)	0	0	0
融资活动现金流	569	(603)	(9)	(9)	(9)
净现金流	(59)	619	(61)	1,613	2,644

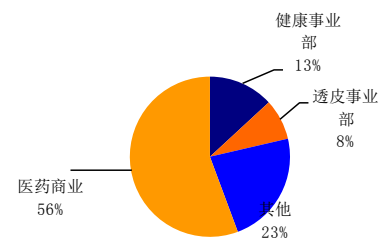
资料来源:申万宏源研究

关键假设

	2015	2016E	2017E	2018E
健康事业部	2719	3138	3765	4518
增速	17%	15%	20%	20%
医药商业	11527	12917	14079	15346
增速	9%	12%	9%	9%
医药工业	9180	9787	10899	12663
增速	12%	7%	11%	16%
医药工业销售费用率		24%	24%	24%
医药商业销售费用率		4%	4%	4%

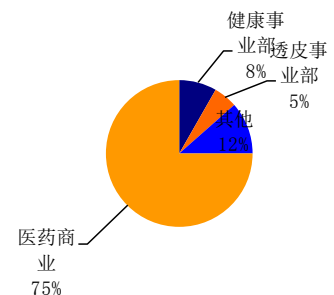
收入结构

2015年收入结构

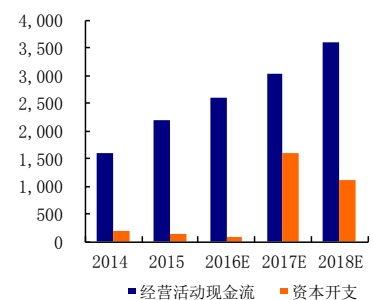


成本结构

2015年成本结构



资本开支与经营活动现金流



合并资产负债表

百万元	2014	2015	2016E	2017E	2018E
流动资产	14,064	16,904	20,332	22,663	26,183
现金及等价物	2,460	5,691	8,371	9,984	12,628
应收款项	6,526	5,066	5,167	5,283	5,437
存货净额	4,983	5,625	6,274	6,875	7,597
其他流动资产	95	521	521	521	521
长期投资	63	129	129	129	129
固定资产	1,802	1,856	1,831	2,711	3,494
无形资产及其他资产	412	402	402	888	888
资产总计	16,341	19,291	22,695	26,392	30,694
流动负债	3,940	4,676	5,107	5,539	6,057
短期借款	20	20	20	20	20
应付款项	3,345	4,077	4,507	4,939	5,458
其它流动负债	0	37	37	37	37
非流动负债	1,106	1,087	1,069	1,069	1,069
负债合计	5,046	5,763	6,176	6,608	7,127
股本	1,041	1,041	1,041	1,041	1,041
资本公积	1,247	1,250	1,250	1,250	1,250
盈余公积	676	770	872	984	1,113
未分配利润	8,221	10,371	13,260	16,431	20,106
少数股东权益	110	95	78	60	39
股东权益	11,295	13,528	16,501	19,766	23,550
负债和股东权益合计	16,341	19,291	22,695	26,392	30,694

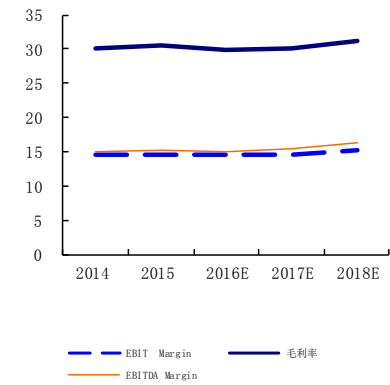
资料来源:申万宏源研究

重要财务指标

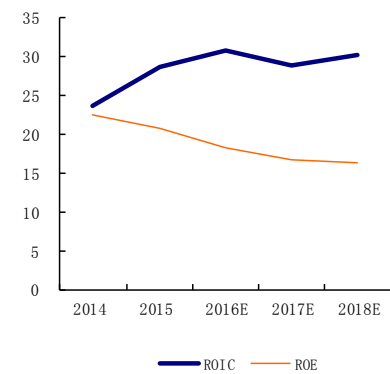
	2014	2015	2016E	2017E	2018E
每股指标(元)					
每股收益	2.41	2.66	2.87	3.15	3.65
每股经营现金流	1.52	2.09	2.50	2.91	3.44
每股红利	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
每股净资产	10.74	12.90	15.77	18.92	22.58
关键运营指标(%)					
ROIC	23.5	28.5	30.8	28.7	30.0
ROE	22.4	20.6	18.2	16.7	16.2
毛利率	30.2	30.5	29.8	30.1	31.1
EBITDA Margin	15.1	15.1	15.0	15.5	16.4
EBIT Margin	14.6	14.5	14.5	14.6	15.2
收入同比增长	19.0	10.2	9.5	10.0	12.1
净利润同比增长	8.0	10.6	7.9	9.8	15.9
资产负债率	30.9	29.9	27.2	25.0	23.2
净资产周转率	1.68	1.54	1.38	1.27	1.19
总资产周转率	1.15	1.08	1.00	0.95	0.91
有效税率	14.7	15.1	15.1	15.1	15.1
股息率	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
估值指标(倍)					
P/E	31.6	28.6	26.5	24.2	20.8
P/B	7.1	5.9	4.8	4.0	3.4
EV/Sale	4.1	3.6	3.2	2.8	2.4
EV/EBITDA	27.6	23.9	21.1	18.2	14.8

资料来源:申万宏源研究

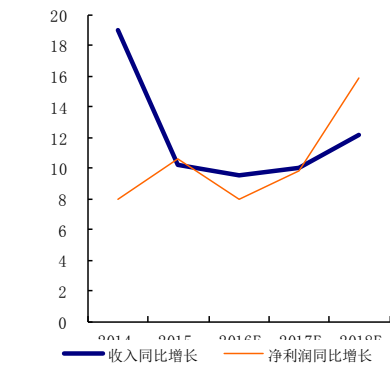
经营利润率(%)



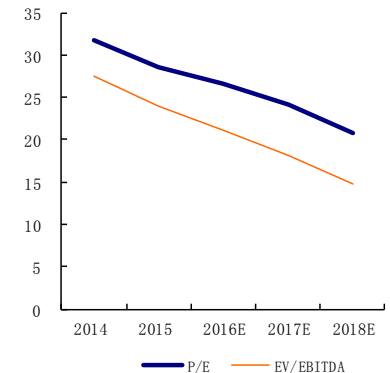
投资回报率趋势(%)



收入与利润增长趋势(%)



相对估值(倍)



信息披露

证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可，资格证书编号为：ZX0065。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 compliance@swsresearch.com 索取有关披露资料或登录 www.swsresearch.com 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

机构销售团队联系人

上海	陈陶	021-23297221	18930809221	chentao@swsresearch.com
北京	李丹	010-66500610	18930809610	lidan@swsresearch.com
深圳	胡洁云	021-23297247	13916685683	hujy@swsresearch.com
海外	张思然	021-23297213	13636343555	zhangsr@swsresearch.com
综合	朱芳	021-23297233	18930809233	zhufang@swsresearch.com

股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的6个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20% 以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5%~20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 -5%~+5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的6个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，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。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及（若有必要）咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。