

公司研究/年报点评

2017年04月24日

医药生物/中药 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 89.49
合理价格区间(元): 90-100

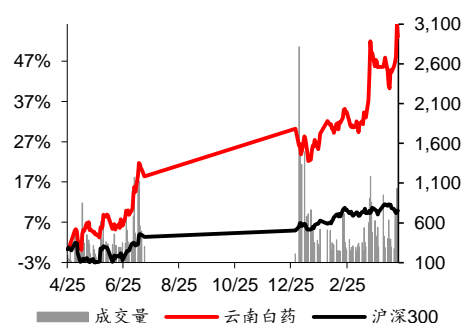
姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

代雯 执业证书编号: S0570516120002
研究员 021-28972078
daiwen@htsc.com

相关研究

- 1《云南白药(000538,增持): 新白药, 新活力, 新征程》2017.02
- 2《云南白药(000538):快消品业务发展迅速, 公司迎来新一轮增长》2011.03
- 3《云南白药(000538):高速增长来自于提价效应显现》2010.08

股价走势图



资料来源: Wind

期待混改释放百年白药新活力

云南白药(000538)

2016 年业绩低于预期

4月22日公司公告2016年报, 实现收入224.11亿元(+8.06%), 归母净利润29.2亿元(+5.38%), 扣非归母净利润27亿元(+3.24%), 16年EPS 2.80元, 略低于我们预期(2.97元), 主要因为药品事业部消化渠道致收入增速放缓, 商业规模扩大整体毛利率略微下滑及相关费用增加(税金及财务费用)。但随着混改逐步推进, 百年白药将重新踏上新征程, 预计2018年公司内生增速将恢复至15%, 同时期待公司外延并购, 维持“增持”评级。

工业板块受药品事业部影响略微下滑, 中药资源是亮点

2016年公司工业板块收入90.8亿元, 同比下降1.09%, 其中主要受药品事业部消化渠道、下滑3.50%的影响, 但未来不排除在品牌中药的提价浪潮中, 公司对白药系列产品(多年未提价)进行提价, 此外公司部分特色药(气血康口服液)培育已初见成效, 步入成长轨道, 进而推动药品事业部未来2-3年增长趋于稳健。健康事业部实现收入37.57亿元(+12%), 其中牙膏占主导(2016年市占率为16.49%), 未来还将继续受益于消费升级与产品线扩容。中药资源事业部收入9.44亿元, 大幅增长45%, 未来三年预计将依托白药品牌、资源优势, 保持30%左右的增速快速成长。

两票制加速省内医药流通整合, 进一步巩固公司省内龙头地位

2016年公司商业板块收入132.76亿元(+15.17%), 略超我们预期, 主要因为国家近年持续加大商业流通领域整合力度(飞检、两票制等), 市场已逐步形成全国龙头+区域龙头的格局, 公司作为云南省龙头将充分受益。我们预计“两票制”今年在云南六市落地, 有望2018年全省推开。公司作为省内龙头, 将持续分享政策红利, 未来2-3年都将保持10%+的增速。

混改逐步推进, 期待百年白药释放新活力

目前公司股东层面的混改进展顺利, 股权已交割完毕, 大股东层面领导层也已确定, 预计此次混改将使公司治理体系更加市场化, 未来两方面最值得期待: 一是对白药品牌的进一步挖掘, 历史业绩已证明管理团队十分优秀, 混改后公司或将推出激励计划, 激发管理层持续挖掘白药品牌价值, 内生增长有望重回15%; 二是外延式并购有望加速, 受限于国企体制, 公司在外延并购上十分谨慎, 混改后公司决策流程有望压缩, 并购步伐或迈得更大, 同时充裕资金储备与新华都增资也为并购提供强力支撑, 未来公司或将在完善自身产业链与大健康领域两个方向进行外延。

维持“增持”评级

由于2016年公司业绩低预期, 我们根据公司最新的经营情况及对未来公司趋势的判断, 调整公司2017-2019年的净利润分别为33.0亿元、38.0亿元、43.7亿元, 对应EPS 3.17元、3.65元、4.19元, 同比增长13%、15%、15%。考虑混改将带来的积极变化、白药品牌价值以及当下市场环境, 维持公司“增持”评级。

风险提示: 混改效果不达预期, 业务进展不达预期。

公司基本资料

总股本(百万股)	1,041
流通A股(百万股)	1,041
52周内股价区间(元)	59.08-91.35
总市值(百万元)	93,195
总资产(百万元)	24,587
每股净资产(元)	15.10

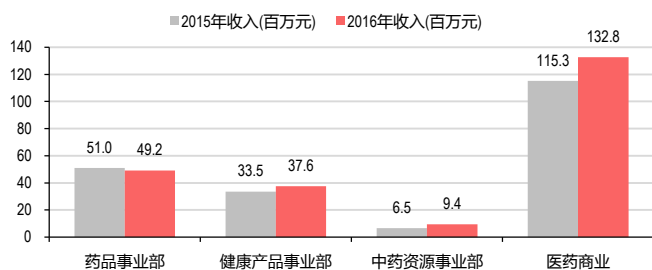
资料来源: 公司公告

经营预测指标与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,738	22,411	25,032	28,088	31,507
+/-%	10.22	8.06	11.70	12.21	12.17
归母净利润(百万元)	2,771	2,920	3,303	3,802	4,365
+/-%	10.56	5.38	13.11	15.13	14.80
EPS(元)	2.66	2.80	3.17	3.65	4.19
PE(倍)	33.63	31.92	28.22	24.51	21.35

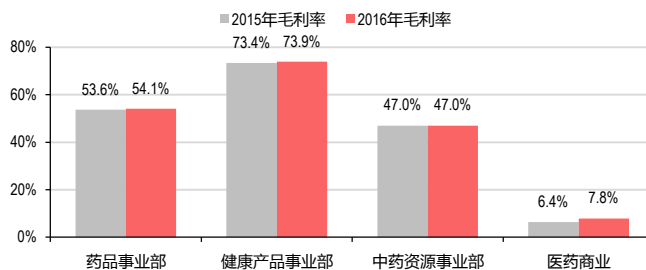
资料来源: 公司公告, 华泰证券研究所预测

图表1: 2015-2016年营业收入分部变化



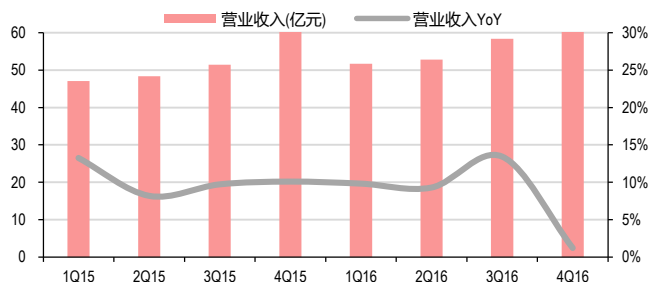
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表2: 2015-2016年毛利率分部变化



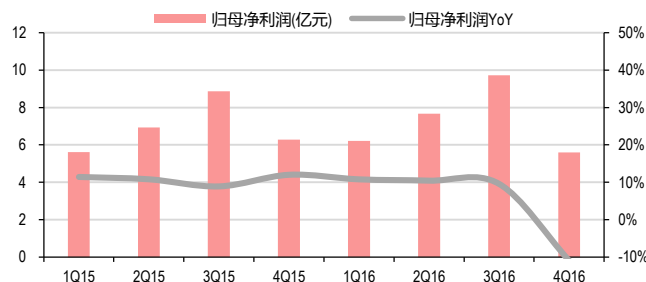
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表3: 2015-2016年单季度营业收入



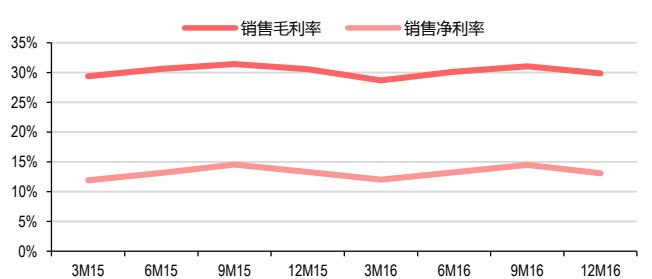
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表4: 2015-2016年单季度归母净利润



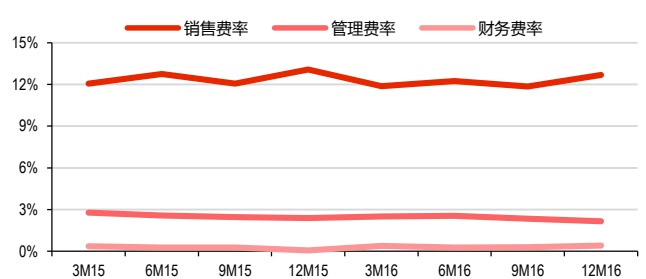
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表5: 3M15-12M16 利润率变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

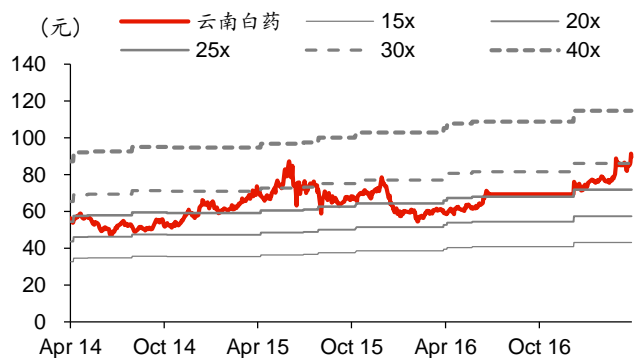
图表6: 3M15-12M16 三项费率变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

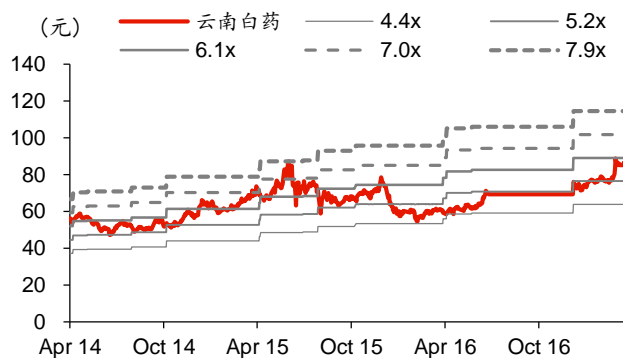
PE/PB - Bands

图表7: 云南白药历史 PE-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

图表8: 云南白药历史 PB-Bands



资料来源: Wind, 华泰证券研究所

盈利预测

资产负债表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	16,904	22,068	25,228	28,999	32,106
现金	2,650	3,293	5,064	7,043	8,162
应收账款	1,058	1,012	1,196	1,401	1,622
其他应收账款	68.04	58.08	64.88	72.80	81.66
预付账款	333.30	466.14	515.60	581.37	654.31
存货	5,625	6,918	7,607	8,585	9,670
其他流动资产	7,170	10,321	10,780	11,317	11,917
非流动资产	2,387	2,519	2,584	2,645	3,951
长期投资	5.24	0.00	0.00	0.00	0.00
固定投资	1,640	1,782	1,864	1,932	2,216
无形资产	238.84	230.96	223.39	216.13	209.15
其他非流动资产	503.05	505.68	497.52	496.14	1,526
资产总计	19,291	24,587	27,813	31,644	36,056
流动负债	4,676	6,735	7,466	8,415	9,469
短期借款	20.00	0.00	0.00	0.00	0.00
应付账款	2,470	3,196	3,535	3,986	4,486
其他流动负债	2,186	3,539	3,931	4,429	4,983
非流动负债	1,087	2,008	2,011	2,011	2,065
长期借款	6.10	6.10	8.11	8.24	62.87
其他非流动负债	1,081	2,002	2,002	2,002	2,002
负债合计	5,763	8,743	9,477	10,425	11,534
少数股东权益	94.80	117.86	128.87	139.88	150.90
股本	1,041	1,041	1,041	1,041	1,041
资本公积	1,250	1,247	1,259	1,271	1,283
留存公积	11,142	13,437	15,907	18,766	22,047
归属母公司股	13,433	15,726	18,207	21,079	24,371
负债和股东权益	19,291	24,587	27,813	31,644	36,056

现金流量表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金	2,180	2,985	2,687	2,980	3,440
净利润	2,771	2,920	3,303	3,802	4,365
折旧摊销	125.43	118.99	127.75	136.19	149.67
财务费用	13.11	89.68	125.37	98.06	69.94
投资损失	(174.99)	(193.86)	(187.57)	(189.67)	(188.97)
营运资金变动	(577.90)	78.31	(592.79)	(778.68)	(867.77)
其他经营现金	23.01	(28.25)	(88.00)	(88.00)	(88.00)
投资活动现金	(962.05)	(3,987)	(5.43)	(6.37)	(1,266)
资本支出	135.80	140.63	186.96	189.99	1,449
长期投资	990.01	2,542	0.00	0.00	0.00
其他投资现金	(163.76)	1,305	(181.53)	(183.62)	(182.93)
筹资活动现金	(603.14)	225.35	(915.99)	(999.77)	(1,060)
短期借款	0.00	(20.00)	0.00	0.00	0.00
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
普通股增加	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
资本公积增加	3.22	(2.64)	0.00	0.00	0.00
其他筹资现金	(606.36)	247.99	(915.99)	(999.77)	(1,060)
现金净增加额	614.31	(777.09)	1,766	1,974	1,114

利润表

会计年度 (百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,738	22,411	25,032	28,088	31,507
营业成本	14,406	15,718	17,386	19,603	22,063
营业税金及附加	104.47	153.83	171.83	192.80	216.27
营业费用	2,710	2,840	3,179	3,483	3,781
管理费用	493.21	483.54	650.83	617.94	630.15
财务费用	13.11	89.68	125.37	98.06	69.94
资产减值损失	18.62	(0.82)	(66.92)	(66.92)	(66.92)
公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	174.99	193.86	187.57	189.67	188.97
营业利润	3,168	3,320	3,774	4,350	5,003
营业外收入	74.97	89.26	84.50	86.08	85.55
营业外支出	27.87	11.58	17.01	15.20	15.81
利润总额	3,215	3,398	3,841	4,420	5,073
所得税	459.75	466.62	527.55	607.10	696.70
净利润	2,756	2,931	3,314	3,813	4,376
少数股东损益	(15.26)	11.01	11.01	11.01	11.01
归属母公司净利润	2,771	2,920	3,303	3,802	4,365
EBITDA (倍)	3,147	3,331	3,770	4,325	4,964
EPS (元)	2.66	2.80	3.17	3.65	4.19

主要财务比率

会计年度 (%)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
成长能力					
营业收入	10.22	8.06	11.70	12.21	12.17
营业利润	11.96	4.78	13.67	15.26	15.03
归属母公司净利润	10.56	5.38	13.11	15.13	14.80
获利能力 (%)					
毛利率	30.53	29.86	30.55	30.21	29.98
净利率	13.36	13.03	13.19	13.54	13.85
ROE	22.51	20.03	19.47	19.36	19.21
ROIC	25.40	23.43	24.13	26.10	26.92
偿债能力					
资产负债率 (%)	29.87	35.56	34.07	32.95	31.99
净负债比率 (%)	0.45	0.18	0.19	0.17	0.63
流动比率	3.61	3.28	3.38	3.45	3.39
速动比率	2.41	2.25	2.36	2.43	2.37
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.02	0.96	0.94	0.93
应收账款周转率	25.72	21.66	22.67	21.63	20.85
应付账款周转率	6.37	5.55	5.17	5.21	5.21
每股指标 (元)					
每股收益(最新摊薄)	2.66	2.80	3.17	3.65	4.19
每股经营现金流(最新摊薄)	2.09	2.87	2.58	2.86	3.30
每股净资产(最新摊薄)	12.90	15.10	17.48	20.24	23.40
估值比率					
PE (倍)	33.63	31.92	28.22	24.51	21.35
PB (倍)	6.94	5.93	5.12	4.42	3.82
EV_EBITDA (倍)	34.65	29.62	27.97	24.72	21.55

资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

免责声明

本报告仅供华泰证券股份有限公司（以下简称“本公司”）客户使用。本公司不因接收人收到本报告而视其为客户。

本报告基于本公司认为可靠的、已公开的信息编制，但本公司对该等信息的准确性及完整性不作任何保证。本报告所载的意见、评估及预测仅反映报告发布当日的观点和判断。在不同时期，本公司可能会发出与本报告所载意见、评估及预测不一致的研究报告。同时，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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。本公司对本报告所含信息可在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。

本公司力求报告内容客观、公正，但本报告所载的观点、结论和建议仅供参考，不构成所述证券的买卖出价或征价。该等观点、建议并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求，在任何时候均不构成对客户私人投资建议。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。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。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告所指的证券或投资标的不存在法律禁止的利害关系。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头寸并进行交易，也可能为之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。本公司的资产管理部、自营部门以及其他投资业务部门可能独立做出与本报告中的意见或建议不一致的投资决策。

本报告版权仅为本公司所有。未经本公司书面许可，任何机构或个人不得以翻版、复制、发表、引用或再次分发他人等任何形式侵犯本公司版权。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华泰证券研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。本公司保留追究相关责任的权力。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。

本公司具有中国证监会核准的“证券投资咨询”业务资格，经营许可证编号为：Z23032000。全资子公司华泰金融控股（香港）有限公司具有香港证监会核准的“就证券提供意见”业务资格，经营许可证编号为：A0K809

©版权所有 2017 年华泰证券股份有限公司

评级说明

行业评级体系

一报告发布日后的6个月内的行业涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

增持行业股票指数超越基准

中性行业股票指数基本与基准持平

减持行业股票指数明显弱于基准

公司评级体系

一报告发布日后的6个月内的公司涨跌幅相对同期的沪深300指数的涨跌幅为基准；

一投资建议的评级标准

买入股价超越基准20%以上

增持股价超越基准5%-20%

中性股价相对基准波动在-5%~5%之间

减持股价弱于基准5%-20%

卖出股价弱于基准20%以上

华泰证券研究

南京

南京市建邺区江东中路228号华泰证券广场1号楼/邮政编码：210019

电话：86 25 83389999/传真：86 25 83387521

电子邮件：ht-rd@htsc.com

深圳

深圳市福田区深南大道4011号香港中旅大厦24层/邮政编码：518048

电话：86 755 82493932/传真：86 755 82492062

电子邮件：ht-rd@htsc.com

北京

北京市西城区太平桥大街丰盛胡同28号太平洋保险大厦A座18层

邮政编码：100032

电话：86 10 63211166/传真：86 10 63211275

电子邮件：ht-rd@htsc.com

上海

上海市浦东新区东方路18号保利广场E栋23楼/邮政编码：200120

电话：86 21 28972098/传真：86 21 28972068

电子邮件：ht-rd@htsc.com