

云南白药 (000538.SZ)

业绩维持稳定增长，看好混改红利

核心观点：

● 事件：公司发布 2016 年年报

公司发布年报，2016 年全年实现营业收入 224.11 亿元，同比增长 8.06%，实现净利润 29.20 亿元，同比增长 5.38%。2016 年第四季度单季度，公司实现营业收入 61.23 亿元，同比增长 1.20%，实现净利润 5.60 亿元，同比下降 10.92%。第四季度相比前三季度业绩有所下滑，我们预计和白药控股混改有一定关系，依然看好 2017 年的业绩增长。

● 工商业协同，业务板块稳定增长

医药工业全年实现营收 90.80 亿元，同比下降 1.09%。板块中中药资源事业部全年实现营业收入 9.44 亿元，同比增长 44.91%，预计核心中药材三七全年价格对业绩影响较大。健康产品事业部全年实现收入 37.57 亿元，同比增长 11.99%，主要产品是白药牙膏。药品事业部全年实现收入 49.18 亿元，普药受行业整体政策影响较大同比下降 3.50%，影响了工业板块的整体增速。医药商业全年实现营收 132.76 亿元，同比增长 15.17%，主要负责商业的医药公司实现收入 134.93 亿元，实现利润 3.63 亿元。

● 白药控股混改稳步推进，看好市场化机制红利

2016 年 12 月底，白药控股公布混改方案，新华都增资 254 亿入股白药控股 50% 股权，混改力度超市场预期。2017 年 4 月份，白药控股召开股东大会和董事会，对董事人选进行变动，总共 4 位董事，新华都和国资委各 2 位，其中代表新华都的王建华出任董事长，新华都董事会分量更重，并且所有人员均以市场化原则进行推选、聘任和管理，所有人员均不具有公务员或参照公务员管理的人员之身份。有望打破原本国有企业的机制僵局，未来可以期待更为市场化的激励和管理机制。

● 17-19 年业绩分别为 3.29 元/股、3.77 元/股、4.23 元/股

公司是国内中药行业龙头企业，医药产品和健康产品未来依然看点颇多，本次国企混改后有望突破发展瓶颈。我们预计公司 17/18/19 年 EPS 至 3.29/3.77/4.23 元（2016 年 EPS 为 2.80 元），目前股价对应 PE 27/24/21 倍，维持“买入”评级。

● 风险提示

政策不稳定风险；国企改革后机制不稳定风险；

盈利预测：

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万元)	20,738.13	22,410.65	25,151.48	28,076.59	31,209.94
增长率(%)	10.22%	8.06%	12.23%	11.63%	11.16%
EBITDA(百万元)	3,150.41	3,333.82	3,934.06	4,537.47	5,125.15
净利润(百万元)	2,770.84	2,919.88	3,423.81	3,922.89	4,408.49
增长率(%)	10.56%	5.38%	17.26%	14.58%	12.38%
EPS(元/股)	2.661	2.804	3.288	3.767	4.233
市盈率(P/E)	27.29	27.16	27.22	23.76	21.14
市净率(P/B)	5.63	5.04	4.87	4.04	3.39
EV/EBITDA	23.46	23.34	22.28	18.76	16.03

数据来源：公司财务报表，广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格

89.49 元

前次评级

买入

报告日期

2017-04-24

相对市场表现



分析师：吴文华 S0260516090001

021-60750628

wuwenhua@gf.com.cn

分析师：罗佳荣 S0260516090004

021-60750612

luojiarong@gf.com.cn

相关研究：

云南白药 (000538.SZ)：白 2017-04-20

药控股董事会变动，市场化聘

任董事

云南白药 (000538.SZ)：混 2016-12-30

改方案公布，有望引入市场化

机制

云南白药 (000538.SZ)：药 2015-04-29

品日化稳健增长，中药龙头有

待重估

资产负债表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
流动资产	16904	22068	23548	27712	32443
货币资金	2650	3293	7333	9885	12856
应收及预付	5065	5480	7719	8614	9575
存货	5625	6918	6494	7210	8010
其他流动资产	3564	6377	2002	2002	2002
非流动资产	2387	2519	2648	2975	3280
长期股权投资	5	0	0	0	0
固定资产	1640	1782	2077	2351	2604
在建工程	216	137	167	207	247
无形资产	258	254	272	285	298
其他长期资产	269	345	131	131	131
资产总计	19291	24587	26196	30687	35724
流动负债	4676	6735	5113	5680	6309
短期借款	20	0	0	0	0
应付及预收	4610	6696	5113	5680	6309
其他流动负债	46	39	0	0	0
非流动负债	1069	1994	1801	1801	1801
长期借款	6	6	6	6	6
应付债券	897	1795	1795	1795	1795
其他非流动负债	166	192	0	0	0
负债合计	5745	8728	6914	7482	8110
股本	1041	1041	1041	1041	1041
资本公积	1250	1247	1247	1247	1247
留存收益	11142	13437	16861	20784	25192
归属母公司股东权益	13433	15726	19149	23072	27481
少数股东权益	95	118	118	118	118
负债和股东权益	19291	24587	26196	30687	35724

利润表

单位: 百万元

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
营业收入	20738	22411	25151	28077	31210
营业成本	14406	15718	17558	19494	21657
营业税金及附加	104	154	126	140	156
销售费用	2710	2840	3106	3425	3745
管理费用	493	484	543	618	687
财务费用	13	90	0	0	0
资产减值损失	19	-1	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资净收益	175	194	100	100	100
营业利润	3168	3320	3918	4500	5066
营业外收入	75	89	80	80	80
营业外支出	28	12	8	8	8
利润总额	3215	3398	3990	4572	5138
所得税	460	467	566	649	729
净利润	2756	2931	3424	3923	4408
少数股东损益	-15	11	0	0	0
归属母公司净利润	2771	2920	3424	3923	4408
EBITDA	3150	3334	3934	4537	5125
EPS (元)	2.66	2.80	3.29	3.77	4.23

现金流量表

单位: 百万元

	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	2180	2985	4514	2845	3264
净利润	2756	2931	3424	3923	4408
折旧摊销	125	119	116	138	160
营运资金变动	-598	120	949	-1044	-1132
其它	-103	-185	25	-172	-172
投资活动现金流	-962	-3987	-271	-293	-293
资本支出	-136	-134	-371	-393	-393
投资变动	-826	-2442	100	100	100
其他	0	-1411	0	0	0
筹资活动现金流	-599	230	-203	0	0
银行借款	20	897	0	0	0
债券融资	-20	-20	-202	0	0
股权融资	0	12	0	0	0
其他	-599	-658	-1	0	0
现金净增加额	619	-772	4040	2552	2971
期初现金余额	2024	2650	3293	7333	9885
期末现金余额	2643	1878	7333	9885	12856

主要财务比率

至12月31日	2015A	2016A	2017E	2018E	2019E
成长能力(%)					
营业收入增长	10.2	8.1	12.2	11.6	11.2
营业利润增长	12.0	4.8	18.0	14.8	12.6
归属母公司净利润增长	10.6	5.4	17.3	14.6	12.4
获利能力(%)					
毛利率	30.5	29.9	30.2	30.6	30.6
净利率	13.3	13.1	13.6	14.0	14.1
ROE	20.6	18.6	17.9	17.0	16.0
ROIC	30.1	22.7	28.2	29.1	29.6
偿债能力					
资产负债率(%)	29.8	35.5	26.4	24.4	22.7
净负债比率	-0.4	-0.2	-0.4	-0.4	-0.5
流动比率	3.61	3.28	4.61	4.88	5.14
速动比率	2.34	2.18	3.26	3.53	3.80
营运能力					
总资产周转率	1.16	1.02	0.99	0.99	0.94
应收账款周转率	25.72	21.66	34.43	34.43	34.43
存货周转率	2.72	2.51	2.70	2.70	2.70
每股指标(元)					
每股收益	2.66	2.80	3.29	3.77	4.23
每股经营现金流	2.09	2.87	4.33	2.73	3.13
每股净资产	12.90	15.10	18.39	22.16	26.39
估值比率					
P/E	27.3	27.2	27.2	23.8	21.1
P/B	5.6	5.0	4.9	4.0	3.4
EV/EBITDA	23.5	23.3	22.3	18.8	16.0

广发医药行业研究小组

- 罗佳荣：首席分析师，上海财经大学管理学硕士，2016年进入广发证券发展研究中心。
吴文华：分析师，华东师范大学金融硕士，2014年进入广发证券发展研究中心。
冯 鹏：分析师，北京大学化学生物学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
马 帅：研究助理，上海交通大学医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
蔡 强：联系人，中南大学基础医学硕士，2015年进入广发证券发展研究中心。
葛媛媛：联系人，香港科技大学生物化学硕士，2017年进入广发证券发展研究中心。

广发证券—行业投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10%以上。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10%~+10%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10%以上。

广发证券—公司投资评级说明

- 买入：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 15%以上。
谨慎增持：预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 5%-15%。
持有：预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-5%~+5%。
卖出：预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 5%以上。

联系我们

	广州市	深圳市	北京市	上海市
地址	广州市天河区林和西路9号耀中广场A座1401	深圳福田区益田路6001号太平金融大厦31楼	北京市西城区月坛北街2号月坛大厦18层	上海市浦东新区富城路99号震旦大厦18楼
邮政编码	510620	518000	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线				

免责声明

广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，任何机构或个人不得以任何形式翻版、复制、刊登、转载和引用，否则由此造成的一切不良后果及法律责任由私自翻版、复制、刊登、转载和引用者承担。