

2017年04月24日

云南白药 (000538.SZ)

动态分析

混改进展顺利，后续发展值得期待

投资要点

- ◆ **事件**：公司发布 2016 年年报，公司 2016 年全年实现营业收入 224.11 亿元，同比上升 8.06%，实现归母净利润 29.20 亿元，同比上升 5.38%，EPS 为 2.80 元。同时公司发布利润分配预案，每 10 股派发现金红利 8 元（含税）。
- ◆ **期间费用控制良好，医药商业占比提升拉低毛利率水平**：分行业看，2016 年批发零售实现营业收入 132.76 亿元，同比上升 15.17%，营收占比达 59.24%；工业产品实现收入 90.80 亿元，同比下降 1.09%，营收占比达 40.51%。批发零售增速迅猛，而工业产品出现小幅下滑。毛利率方面，公司 2016 年毛利率水平略有下滑，达到 29.86%，同比下降 0.67PCT，主要由于毛利率较低的医药商业占比逐步提升。分行业看，公司 2016 年工业产品的毛利率达 62.10%（+1.27PCT），而医药商业的毛利率仅为 7.84%（+1.48PCT）。费用率方面，2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.67%（-0.40PCT）、2.16%（-0.22PCT）和 0.40%（+0.34PCT），公司整体费用控制情况良好。
- ◆ **工业板块受药品事业部影响小幅下滑，中药事业部成一大亮点**：2016 年工业板块营业同比下降 1.09%，出现小幅下滑，主要受药品事业部的影响。2016 年药品事业部实现营收 49.18 亿元，同比下降 3.50%，我们预计与产品的去库存有关。健康事业部实现营收 37.57 亿元，同比上升 11.99%。云南白药牙膏的生产一直在昆明金殿制药，目前已处于满产状态，为了解决产能瓶颈问题，公司近期公告拟投入 9.78 亿元（以下金额均为人民币）开展云南白药健康产业项目（一期）建设工程，总面积达 7.5 万平米，用于扩大牙膏产能。中药资源事业部方面，公司实现营收 9.44 亿元，同比上升 44.91%，成为公司 2016 年业绩的一大亮点。2016 年三七价格大幅上升，拉动了公司中药资源事业部的大幅增长。
- ◆ **两票制加速医药流通行业整合，进一步加强公司区域龙头地位**：医药商业板块，公司实现营业收入 134.89 亿元，同比上升 9.94%。主要是由于国家加大两票制的推进力度，医药流通领域行业整合持续加速，未来全国龙头+区域龙头的格局日渐明显。云南省医药有限公司是有大型医药流通企业，排名云南省第一，在全国医药流通 100 强企业位居第 14 位，首先受益于两票制的落地。同时，公司围绕“两票制”等系列医药商业流通的新要求，积极适应业务模式变革，不仅进行了网上售药，还积极探索药房托管的更新模式，我们认为公司商业模块未来有望稳定在 10%左右的增速。
- ◆ **混改基本完成，后续发展值得期待**：目前，混改进展顺利，股权已经完成交割。同时，控股股东领导层人员变动已经确定，选举王建华担任董事长，聘任王明辉担任总经理。通过本次混改，白药控股引入民资资本，由单一国有独资企业变为混合所有制企业，市场化改革值得期待。未来白药控股有望建立完善的现代企业制度，赋予董事会和管理层更充分的权利，避免了原来的系统下重大决策层层审批的问题，提高了决策效率。同时，混改之后，白药控股账上资金充足，未来公司外延并购预

医药 | 中成药 III

投资评级	增持-A(维持)
6 个月目标价	97.5 元
股价(2017-04-24)	85.90 元

交易数据

总市值 (百万元)	89,456.24
流通市值 (百万元)	89,455.61
总股本 (百万股)	1,041.40
流通股本 (百万股)	1,041.39
12 个月价格区间	58.75/91.63 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	6.72	18.89	51.2
绝对收益	-1.39	17.38	51.51

分析师

徐曼
 SAC 执业证书编号：S0910516020001
 xuman@huajinsec.cn
 021-20655643

报告联系人

郑巧
 zhengqiao@huajinsec.cn
 021-20655738

相关报告

云南白药：混改落地促市场化改革，外延并购值得期待 2017-01-17

期强，有望探索在精准医疗、基因检测等大健康新兴业务领域布局的可能性，加快构建以“药”为本，健康护理、养生养老、医疗服务等为一体的大健康产业平台，公司有望通过外延收购逐步由产业向服务转型。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.30、3.70 和 4.13 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 97.5 元，相当于 2017 年 29.5 倍的市盈率。

◆ **风险提示：**混改效果不达预期，新产品拓展低于预期，外延并购低于预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	20,738.1	22,410.7	25,223.2	28,244.9	31,479.0
同比增长(%)	10.2%	8.1%	12.6%	12.0%	11.5%
营业利润(百万元)	3,168.2	3,319.8	3,930.1	4,414.6	4,930.1
同比增长(%)	12.0%	4.8%	18.4%	12.3%	11.7%
净利润(百万元)	2,770.8	2,919.9	3,441.8	3,854.9	4,301.7
同比增长(%)	10.6%	5.4%	17.9%	12.0%	11.6%
每股收益(元)	2.66	2.80	3.30	3.70	4.13
PE	32.3	30.6	26.0	23.2	20.8
PB	6.7	5.7	4.9	4.2	3.7

数据来源：贝格数据华金证券研究所

内容目录

一、期间费用控制良好，医药商业占比提升拉低毛利率水平	4
二、工业板块受药品事业部影响小幅下滑，中药事业部成一大亮点	6
三、两票制加速医药流通行业整合，进一步加强公司区域龙头地位	7
四、混改基本完成，后续发展值得期待	7
五、盈利预测	7
六、风险提示	7

图表目录

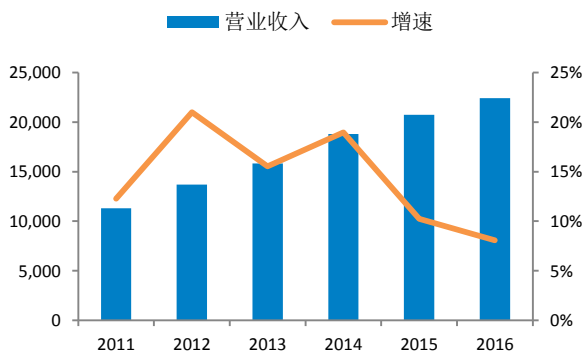
图 1：公司历年营业收入情况（单位：百万元，%）	4
图 2：公司历年净利润情况（单位：百万元，%）	4
图 3：公司营业收入分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 4：公司净利润分季度情况（单位：百万元，%）	4
图 5：公司历年营业收入分行业情况（单位：百万元，%）	5
图 6：2016 年公司营业收入分行业情况（单位：%）	5
图 7：公司四大事业部 2015 与 2016 年营收情况（单位：百万元）	5
图 8：公司历年毛利率分行业情况（单位，%）	6
图 9：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）	6
图 10：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）	6
图 11：公司历年期间费用率情况（单位：%）	6

事件 公司发布2016年年报,公司2016年全年实现营业收入224.11亿元,同比上升8.06%,实现归母净利润29.20亿元,同比上升5.38%,EPS为2.80元。同时公司发布利润分配预案,每10股派发现金红利8元(含税)。

一、期间费用控制良好,医药商业占比提升拉低毛利率水平

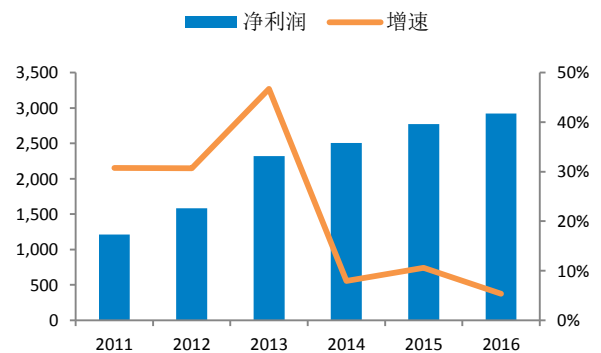
公司2016年全年实现营业收入224.11亿元,同比上升8.06%,实现归母净利润29.20亿元,同比上升5.38%。

图1:公司历年营业收入情况(单位:百万元,%)



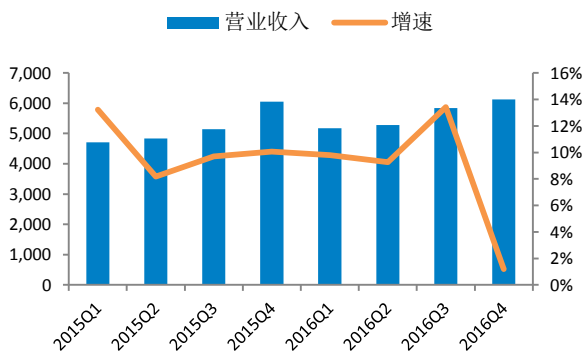
资料来源:wind,华金证券研究所

图2:公司历年净利润情况(单位:百万元,%)



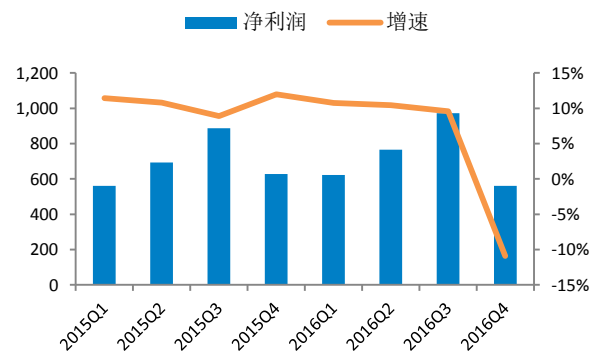
资料来源:wind,华金证券研究所

图3:公司营业收入分季度情况(单位:百万元,%)



资料来源:wind,华金证券研究所

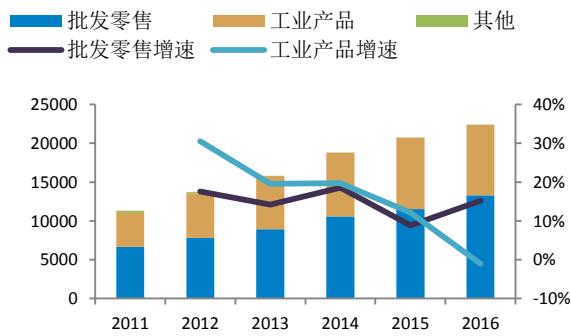
图4:公司净利润分季度情况(单位:百万元,%)



资料来源:wind,华金证券研究所

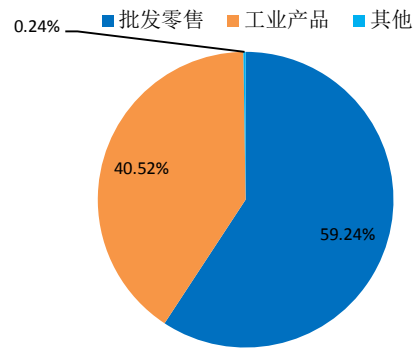
分行业看,2016年批发零售实现营业收入132.76亿元,同比上升15.17%,营收占比达59.24%;工业产品实现收入90.80亿元,同比下降1.09%,营收占比达40.51%。批发零售增速迅猛,而工业产品出现小幅下滑。

图 5：公司历年营业收入分行业情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

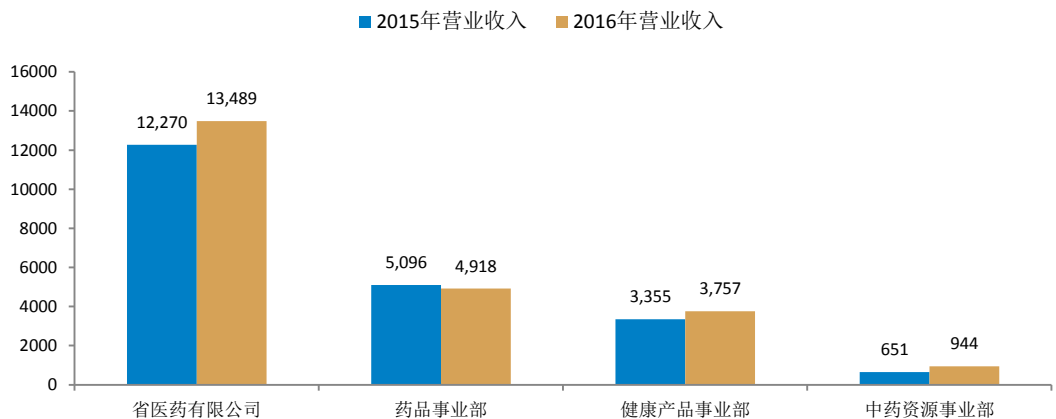
图 6：2016 年公司营业收入分行业情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

从公司四大事业部来看，省医药公司、药品事业部、健康产品事业部和中药资源事业部 2016 年分别实现营业收入 134.89 亿元 (+9.94%)、49.18 亿元 (-3.50%)、37.57 亿元 (+11.99%) 和 9.44 亿元 (+44.91%)。

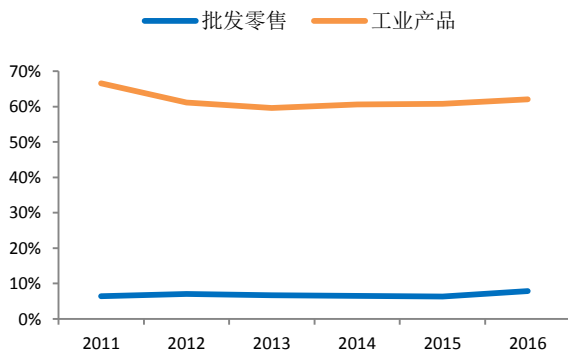
图 7：公司四大事业部 2015 与 2016 年营收情况（单位：百万元）



资料来源：公司公告，华金证券研究所

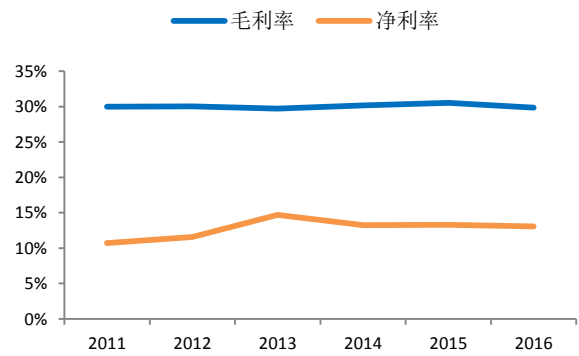
毛利率方面，公司 2016 年毛利率水平略有下滑，达到 29.86%，同比下降 0.67PCT，主要由于毛利率较低的医药商业占比逐步提升。分行业看，公司 2016 年工业产品的毛利率达 62.10% (+1.27PCT)，而医药商业的毛利率仅为 7.84% (+1.48PCT)。

图 8：公司历年毛利率分行业情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

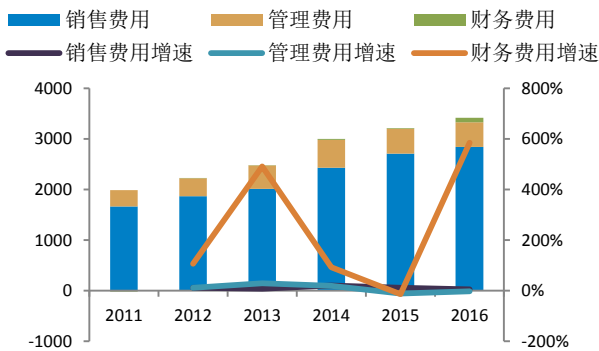
图 9：公司历年毛利率与净利率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

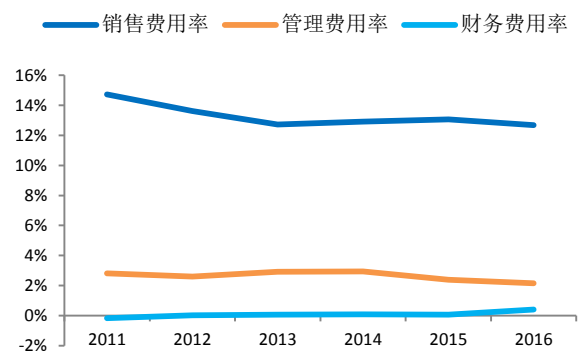
期间费用方面，公司 2016 年销售费用、管理费用和财务费用分别为 28.40 亿元(+4.83%)、4.84 亿元 (-1.96%) 和 8,96.83 万元 (+583.97%)，销售费用和管理费用无明显变化，而财务费用出现大幅增长，主要由于本期应收票据贴现增加，导致新增公司债利息增加。费用率方面，2016 年公司销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 12.67% (-0.40PCT)、2.16% (-0.22PCT) 和 0.40% (+0.34PCT)，公司整体费用控制情况良好。

图 10：公司历年期间费用情况（单位：百万元，%）



资料来源：wind，华金证券研究所

图 11：公司历年期间费用率情况（单位：%）



资料来源：wind，华金证券研究所

二、工业板块受药品事业部影响小幅下滑，中药事业部成一大亮点

2016 年工业板块营业同比下降 1.09%，出现小幅下滑，主要受药品事业部的影响。2016 年药品事业部实现营收 49.18 亿元，同比下降 3.50%，我们预计与产品的去库存有关。

健康事业部实现营收 37.57 亿元，同比上升 11.99%。口腔护理类，如云南白药牙膏产品，销售占全国牙膏市场份额 16.49%，位居同类产品市场份额第二、民族品牌第一。云南白药牙膏的生产一直在昆明金殿制药，目前已处于满产状态，为了解决产能瓶颈问题，公司近期公告拟投入 9.78 亿元（以下金额均为人民币）开展云南白药健康产业项目（一期）建设工程，总面积达 7.5 万平米，用于扩大牙膏产能。同时，在国家供给侧改革和消费升级背景下，公司积极探索个人护理领域，2016 年养元青洗护发系列产品和采之汲面膜系列产品等销售持续增长，健康产品梯队建设成效初显。

中药资源事业部方面，公司实现营收 9.44 亿元，同比上升 44.91%，成为公司 2016 年业绩的一大亮点。2016 年三七价格大幅上升，拉动了公司中药资源事业部的大幅增长。

三、两票制加速医药流通行业整合，进一步加强公司区域龙头地位

医药商业板块，公司实现营业收入 134.89 亿元，同比上升 9.94%。主要是由于国家加大两票制的推进力度，医药流通领域行业整合持续加速，未来全国龙头+区域龙头的格局日渐明显。云南省医药有限公司是有大型医药流通企业，排名云南省第一，在全国医药流通 100 强企业中位居第 14 位，首先受益于两票制的落地。同时，公司围绕“两票制”等系列医药商业流通的新要求，积极适应业务模式变革，不仅进行了网上售药，还积极探索药房托管的更新模式，我们认为公司商业模块未来有望稳定在 10%左右的增速。

四、混改基本完成，后续发展值得期待

新华都通过向白药控股增资的方式获得白药控股 50%股权，混改完成后，云南省国资委和新华都分别持有白药控股 50%的股权。目前，混改进展顺利，股权已经完成交割。同时，控股股东领导层人员变动已经确定，选举王建华担任董事长，聘任王明辉担任总经理。通过本次混改，白药控股引入民资资本，由单一国有独资企业变为混合所有制企业，市场化改革值得期待。未来白药控股有望建立完善的现代企业制度，赋予董事会和管理层更充分的权利，避免了原来的系统下重大决策层层审批的问题，提高了决策效率。同时，混改之后，白药控股账上资金充足，未来公司外延并购预期强，有望探索在精准医疗、基因检测等大健康新兴业务领域布局的可能性，加快构建以“药”为本，健康护理、养生养老、医疗服务等为一体的大健康产业平台，公司有望通过外延收购逐步由产业向服务转型。

五、盈利预测

我们预测公司 2017 年至 2019 年每股收益分别为 3.30、3.70 和 4.13 元。维持增持-A 建议，6 个月目标价为 97.5 元，相当于 2017 年 29.5 倍的市盈率。

六、风险提示

混改效果不达预期，新产品拓展低于预期，外延并购低于预期。

财务报表预测和估值数据汇总

利润表						财务指标					
(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E	(百万元)	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	20,738.1	22,410.7	25,223.2	28,244.9	31,479.0	年增长率					
减:营业成本	14,405.9	15,718.0	17,609.0	19,716.3	22,009.4	营业收入增长率	10.2%	8.1%	12.6%	12.0%	11.5%
营业税费	104.5	153.8	141.2	164.8	192.0	营业利润增长率	12.0%	4.8%	18.4%	12.3%	11.7%
销售费用	2,709.6	2,840.5	3,165.5	3,544.7	3,919.1	净利润增长率	10.6%	5.4%	17.9%	12.0%	11.6%
管理费用	493.2	483.5	627.9	661.4	733.3	EBITDA 增长率	12.6%	6.7%	13.2%	11.6%	10.7%
财务费用	13.1	89.7	-52.1	-73.8	-113.0	EBIT 增长率	11.8%	7.2%	13.7%	11.9%	11.0%
资产减值损失	18.6	-0.8	-40.2	-7.5	-16.2	NOPLAT 增长率	11.7%	7.9%	13.3%	12.0%	11.1%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.1%	41.5%	15.0%	3.8%	4.9%
投资和汇兑收益	175.0	193.9	158.1	175.7	175.9	净资产增长率	19.8%	17.1%	16.3%	15.7%	14.9%
营业利润	3,168.2	3,319.8	3,930.1	4,414.6	4,930.1	盈利能力					
加:营业外净收支	47.1	77.7	68.4	64.4	70.1	毛利率	30.5%	29.9%	30.2%	30.2%	30.1%
利润总额	3,215.3	3,397.5	3,998.4	4,479.0	5,000.3	营业利润率	15.3%	14.8%	15.6%	15.6%	15.7%
减:所得税	459.8	466.6	562.7	628.6	697.4	净利润率	13.4%	13.0%	13.6%	13.6%	13.7%
净利润	2,770.8	2,919.9	3,441.8	3,854.9	4,301.7	EBITDA/营业收入	15.9%	15.7%	15.8%	15.8%	15.7%
						EBIT/营业收入	15.3%	15.2%	15.4%	15.4%	15.3%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	29.9%	35.6%	24.1%	29.4%	25.5%
货币资金	2,649.8	3,292.6	3,545.7	5,995.2	8,609.6	负债权益比	42.6%	55.2%	31.7%	41.7%	34.2%
交易性金融资产	3,041.5	2,002.3	2,002.3	2,002.3	2,002.3	流动比率	3.61	3.28	4.84	3.69	4.43
应收帐款	1,125.8	1,070.1	2,859.9	1,847.6	2,564.3	速动比率	2.41	2.25	3.39	2.41	3.26
应收票据	3,606.1	3,943.4	4,650.3	5,157.0	5,596.2	利息保障倍数	242.63	38.02	-74.38	-58.81	-42.64
预付帐款	333.3	466.1	389.1	651.5	465.2	营运能力					
存货	5,625.0	6,918.0	6,439.8	9,442.8	7,887.0	固定资产周转天数	29	27	25	21	17
其他流动资产	522.2	4,375.1	1,665.3	2,187.5	2,742.6	流动营业资本周转天数	124	133	154	149	140
可供出售金融资产	124.2	124.6	102.6	117.1	114.8	流动资产周转天数	269	313	311	311	327
持有至到期投资	-	-	-	-	-	应收帐款周转天数	32	18	28	30	25
长期股权投资	5.2	-	-	-	-	存货周转天数	92	101	95	101	99
投资性房地产	7.0	6.7	6.7	6.7	6.7	总资产周转天数	309	352	349	347	361
固定资产	1,640.2	1,782.3	1,679.7	1,577.1	1,474.5	投资资本周转天数	157	165	184	179	168
在建工程	215.6	137.4	537.4	837.4	1,037.4	费用率					
无形资产	238.8	231.0	221.6	212.3	202.9	销售费用率	13.1%	12.7%	12.6%	12.6%	12.5%
其他非流动资产	156.2	236.9	180.5	187.6	195.7	管理费用率	2.4%	2.2%	2.5%	2.3%	2.3%
资产总额	19,290.9	24,586.6	24,280.8	30,222.2	32,899.1	财务费用率	0.1%	0.4%	-0.2%	-0.3%	-0.4%
短期债务	20.0	-	-	-	-	三费/营业收入	15.5%	15.2%	14.8%	14.6%	14.4%
应付帐款	3,003.2	3,976.2	3,166.2	4,451.0	4,616.8	投资回报率					
应付票据	751.7	1,184.3	698.8	1,272.8	1,149.0	ROE	20.6%	18.6%	18.8%	18.2%	17.6%
其他流动负债	901.2	1,574.1	588.7	1,672.3	980.8	ROA	14.3%	11.9%	14.2%	12.7%	13.1%
长期借款	6.1	6.1	-	-	-	ROIC	28.6%	34.7%	27.8%	27.0%	28.9%
其他非流动负债	1,080.9	2,002.4	1,394.4	1,492.6	1,629.8	分红指标					
负债总额	5,763.1	8,743.1	5,848.1	8,888.7	8,376.4	DPS(元)	0.60	0.80	0.79	0.93	1.07
少数股东权益	94.8	117.9	111.8	107.3	108.4	分红比率	22.6%	28.5%	24.0%	25.0%	25.8%
股本	1,041.4	1,041.4	1,041.4	1,041.4	1,041.4	股息收益率	0.7%	0.9%	0.9%	1.1%	1.2%
留存收益	12,391.6	14,684.2	17,279.5	20,184.8	23,372.9						
股东权益	13,527.8	15,843.5	18,432.7	21,333.5	24,522.7						
						业绩和估值指标					
现金流量表						EPS(元)	2.66	2.80	3.30	3.70	4.13
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	BVPS(元)	12.90	15.10	17.59	20.38	23.44
净利润	2,755.6	2,930.9	3,441.8	3,854.9	4,301.7	PE(X)	32.3	30.6	26.0	23.2	20.8
加:折旧和摊销	125.4	119.0	112.0	112.0	112.0	PB(X)	6.7	5.7	4.9	4.2	3.7
资产减值准备	18.6	-0.8	-	-	-	P/FCF	23.3	310.7	87.1	26.1	24.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	P/S	4.3	4.0	3.5	3.2	2.8
财务费用	64.9	83.3	-52.1	-73.8	-113.0	EV/EBITDA	25.6	24.3	21.3	18.5	16.2
投资损失	-175.0	-193.9	-158.1	-175.7	-175.9	CAGR(%)	11.8%	13.7%	11.2%	11.8%	13.7%
少数股东损益	-15.3	11.0	-6.1	-4.5	1.2	PEG	2.7	2.2	2.3	2.0	1.5
营运资金的变动	-748.7	-3,740.4	-1,457.4	-347.0	-622.5	ROIC/WACC	2.7	3.3	2.6	2.5	2.7
经营活动产生现金流量	2,179.5	2,984.8	1,880.1	3,365.9	3,503.4						
投资活动产生现金流量	-962.1	-3,987.2	-219.8	-138.9	-21.8						
融资活动产生现金流量	-603.1	225.3	-1,407.2	-777.4	-867.4						

资料来源: 贝格数据华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

徐曼声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“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。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息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。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及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或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司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，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。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“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）30 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsec.cn