

公司研究/季报点评

2017年05月02日

医药生物/中药 II

投资评级：增持（维持评级）

当前价格(元): 85.7
合理价格区间(元): 90-100

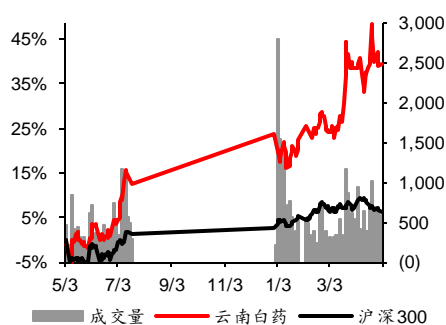
姚艺 执业证书编号: S0570513070008
研究员 0755-82125057
yaoyi@htsc.com

戴雯 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): 期待混改释放百年白药新活力》2017.04
- 2《云南白药(000538,增持): 新白药,新活力,新征程》2017.02
- 3《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

股价走势图



资料来源: Wind

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)	89,248
总资产(百万元)	25,266
每股净资产(元)	15.80

资料来源: 公司公告

1Q 略超预期, 核心品种增长强劲

云南白药(000538)

1Q17 业绩略超预期

公司4月28日公告1Q17业绩,实现营业收入59.1亿元,同比增长14.3%,归母净利7.3亿元,同比增长16.6%,扣非归母净利6.9亿元,同比增长15.2%,略高于预期,我们推测是药品部的收入快速增长所致。随着集团混改的逐步推进,管理层大概率引入股权激励,未来1-2年公司内生增速有望重回15%左右,同时混改带来强烈并购预期,大健康领域的外延并购值得期待,维持公司“增持”评级。

母公司收入增速超20%, 核心品种白药系列增长强劲

1Q17业绩超预期,我们推测系药品部收入快速增长所致。负责白药系列(包括白药膏、创可贴等透皮产品)及宫血宁等二线品种的母公司1Q17表现靓丽,实现营业收入12.4亿元,同比增长20.7%,毛利率47.7%,同比增长4.7pct,其中我们推测毛利率升高系药品部陆续转高开所致。此外,预收账款的确认带来收入增量,1Q17母公司口径降至1.3亿元(vs 16年5.9亿元)。我们认为,经历2016年药品的渠道调整,公司将继续推进药品的商业模式转变,并围绕气血康口服液打造上亿级别的产品群,协同推动药品部收入端2017年增速重回两位数。

白药牙膏、省医药公司稳健增长, 中药资源值得期待

健康产品部中,牙膏正在新建工厂以解决产能瓶颈,预计于19年建成,目前暂以代工的形式缓解产能问题,代工比例约在20%,价格方面,由于牙膏的快消品属性,公司更倾向于增量高价策略而非存量提价策略,此外健康产品部的新品将通过电商、海外等新渠道完成市场推广。省医药公司方面,公司存货相较16年上升9.5%至75.8亿元,其中主要是商业库存的增加。中药资源部作为中药产业链的关键一环,将着手打造云南中药生态系统,在满足自身药材储备之外,继续探索药材的种植现代化、贸易现代化。

混改推进略超市场预期, 期待百年白药释放新活力

目前集团混改推进顺利,白药控股的董事会中新华都占半数席位,董事长由新华都方面的王建华担任,总经理由白药方面的王明辉担任,这体现了国资委的混改决心、新华都对白药管理层的认可。预计此次混改将优化公司治理体系,未来两方面最值得期待:一是对白药品牌的进一步挖掘,混改后公司大概率推出股权激励,激发管理层持续挖掘白药品牌,内生增长有望重回15%;二是外延式并购有望加速,受限於国企业制,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,同时充裕资金储备可提供强力支撑,未来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

根据公司经营近况,维持公司17/18/19年净利润33.0/38.0/43.7亿元,对应EPS 3.17/3.65/4.19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。

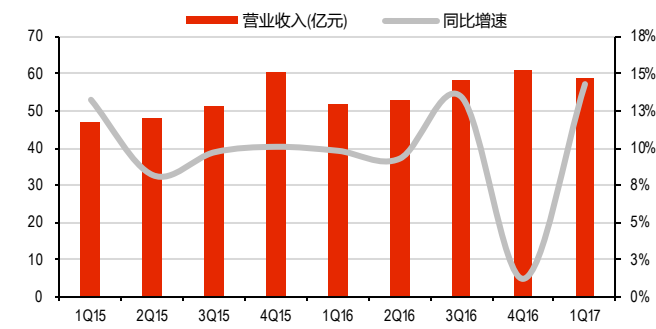
风险提示:混改效果不达预期,业务进展不达预期。

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
归属母公司净利润(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,最新摊薄)	2.66	2.80	3.17	3.65	4.19
PE(倍)	33.63	31.92	28.22	24.51	21.35

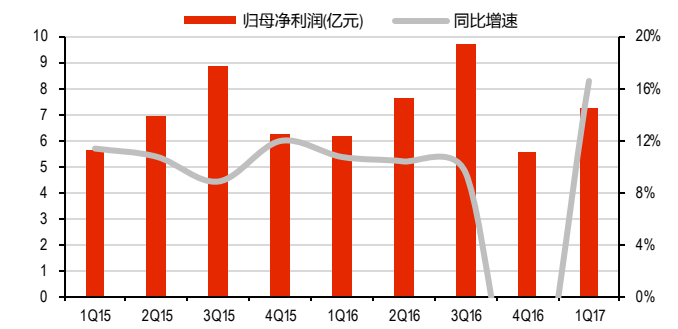
资料来源:公司公告,华泰证券研究所预测

图表1: 1Q15-1Q17 公司营业收入变化



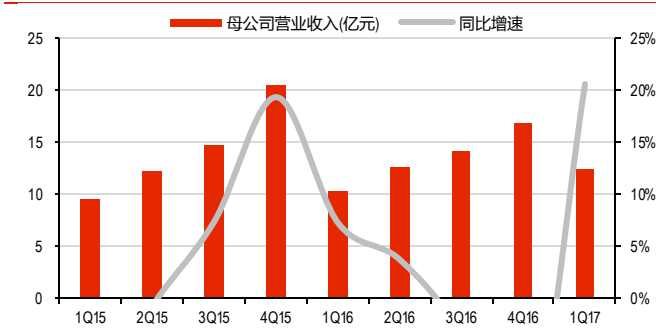
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表2: 1Q15-1Q17 公司归母净利润变化



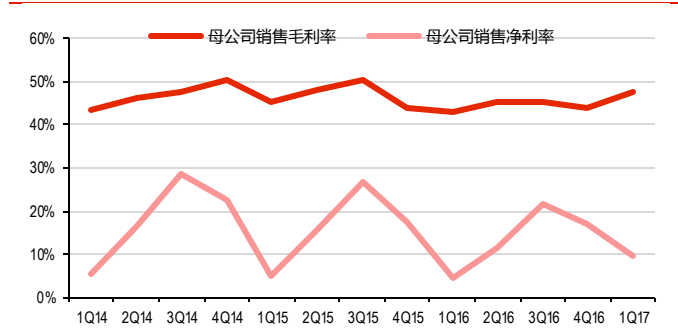
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表3: 1Q15-1Q17 母公司营业收入变化



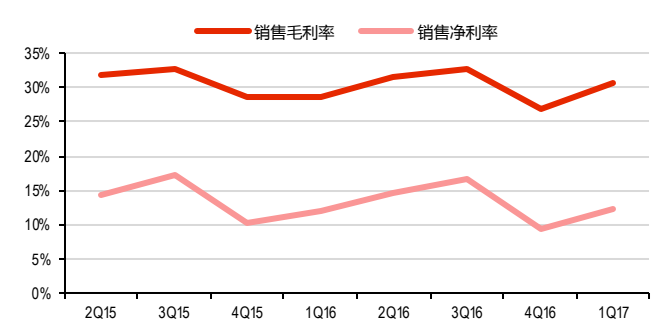
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表4: 1Q15-1Q17 母公司利润率变化



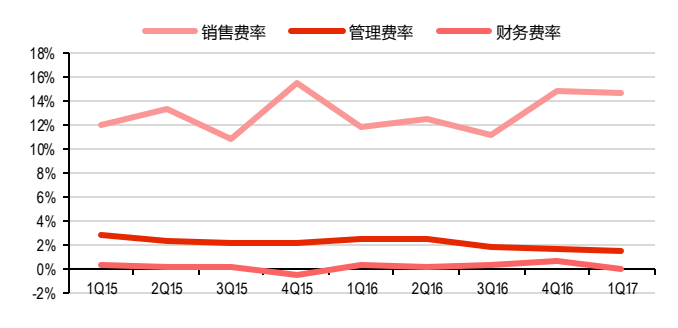
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表5: 1Q15-1Q17 公司利润水平变化



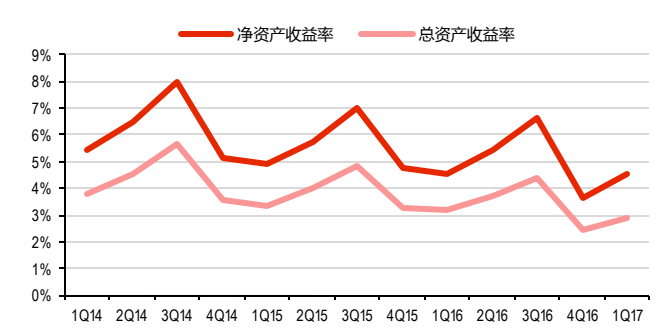
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表6: 1Q15-1Q17 公司期间费率变化



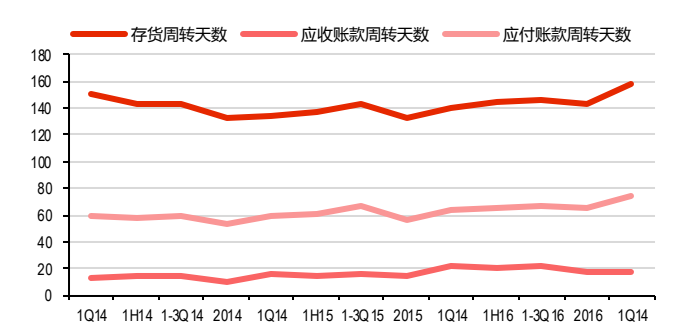
资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

图表7: 1Q15-1Q17 公司盈利能力变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

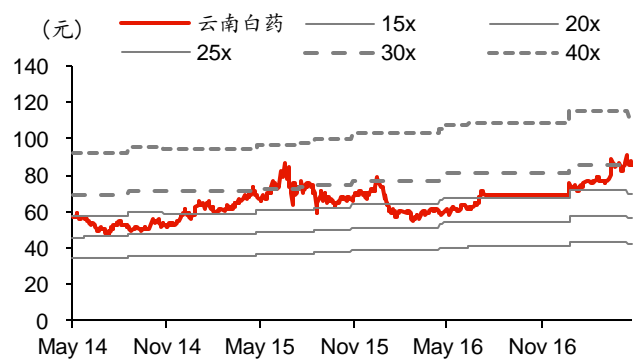
图表8: 1Q15-1Q17 公司营运能力变化



资料来源: Wind 资讯, 华泰证券研究所

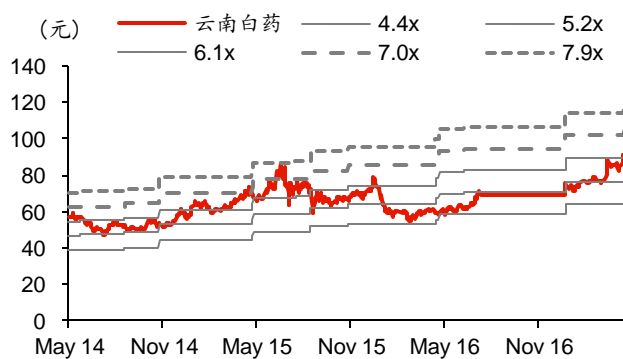
PE/PB - Bands

图表9: 云南白药历史 PE-Bands



资料来源: Wind、华泰证券研究所

图表10: 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
固定资产投资	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	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：AOK809

©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 1063211166/传真：86 1063211275

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