

2017年05月01日

公司研究

评级：买入（首次覆盖）

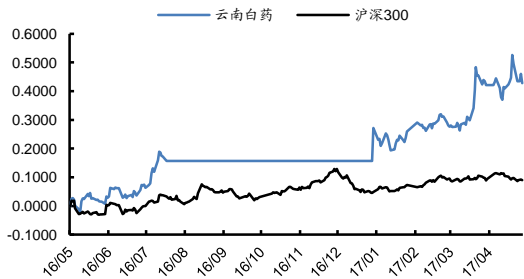
研究所

证券分析师：谭倩 S0350512090002  
0755-83473923 tanq@ghzq.com.cn  
联系人：盛丽华  
021-68591551 shenglh@ghzq.com.cn

## 业绩增长平稳，混改打开发展新篇章

### ——云南白药（000538）事件点评

最近一年走势



相对沪深300表现

表现	1M	3M	12M
云南白药	0.4	13.4	42.8
沪深300	-0.5	1.5	9.0

市场数据 2017-04-28

当前价格（元）	85.50
52周价格区间（元）	58.19 - 91.63
总市值（百万）	89039.68
流通市值（百万）	89039.05
总股本（万股）	104139.97
流通股（万股）	104139.24
日均成交额（百万）	181.10
近一月换手（%）	9.22

合规声明

国海证券股份有限公司持有该股票未超过该公司已发行股份的1%。

## 事件：

公司公布2017年1季报，收入59.08亿元，同比增14.28%，归属于母公司净利润7.25亿元，同比增16.6%，扣非6.94亿元，同比增15.24%，EPS 0.70元。

## 投资要点：

- **业绩平稳增长，符合预期。** 预收账款减少6亿元，剔除此影响，预计药品和健康事业部保持平稳。经营性现金流净额-8.62亿元，由正转负，主要是票据贴现减少和经营性现金流出大幅增加。2017年Q1为混改后第一个财务季度，深层次改革有待落实推进，整体业绩表现平稳。
- **药品事业部有望增长恢复。** 预计2017年Q1商业增长10%+，工业增长20%+，预收减少，发货确认收入，健康事业部和药品事业部预计增长20%+。药品事业部销售调整已基本到位，实现价格理顺，2017年有望恢复增长。牙膏受益于消费升级和非KA渠道拓展，仍有较大的市场拓展空间。
- **控股混改落地，市场化改革是必然方向。** 截至目前，白药控股已完成董事、监事和高管调整，选举董事4名，监事3名，王明辉任总经理。董监高按照市场化原则进行推选、聘任，均无公务员身份。预计后续上市公司管理和激励改革将延续市场化方向，有望为经营管理换来更大进取空间。
- **盈利预测和投资评级：** 目前白药控股混改已完成管理层调整，预计改革继续推进，机制更趋市场化。随着混改的深入推进，云南白药的品牌和品种资源潜力有望逐步发掘，我们预测2017-2019年EPS分别为3.27元、3.78元和4.38元，对应当前股价的PE为26、23和20倍，首次覆盖，给予“买入”评级。
- **风险提示：** 1) 混改效果不及预期，3) 业绩不及预期。

	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入（百万元）	22411	25493	28722	32370
增长率(%)	8%	14%	13%	13%
净利润（百万元）	2920	3406	3939	4557
增长率(%)	5%	17%	16%	16%
摊薄每股收益（元）	2.80	3.27	3.78	4.38
ROE(%)	18.43%	18.16%	17.81%	17.52%

资料来源：公司数据、国海证券研究所

表 1: 云南白药盈利预测表

证券代码:	000538.SZ				股价:	85.50				投资评级:	买入				日期:	2017-04-28			
财务指标	2016	2017E	2018E	2019E	每股指标与估值	2016	2017E	2018E	2019E										
<b>盈利能力</b>					<b>每股指标</b>														
ROE	18%	18%	18%	18%	EPS	2.80	3.27	3.78	4.38										
毛利率	30%	30%	30%	31%	BVPS	15.10	17.88	21.10	24.81										
期间费率	16%	16%	15%	15%	<b>估值</b>														
销售净利率	13%	13%	14%	14%	P/E	45.74	26.14	22.60	19.54										
<b>成长能力</b>					P/B	5.66	4.78	4.05	3.45										
收入增长率	8%	14%	13%	13%	P/S	3.97	3.49	3.10	2.75										
利润增长率	5%	17%	16%	16%															
<b>营运能力</b>					<b>利润表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
总资产周转率	0.91	0.90	0.88	0.86	营业收入	22411	25493	28722	32370										
应收账款周转率	4.47	4.47	4.47	4.47	营业成本	15718	17844	20011	22434										
存货周转率	2.27	2.27	2.27	2.27	营业税金及附加	154	175	197	222										
<b>偿债能力</b>					销售费用	2840	3238	3651	4116										
资产负债率	36%	34%	33%	31%	管理费用	484	515	555	606										
流动比	3.28	3.43	3.51	3.69	财务费用	90	8	(26)	(60)										
速动比	2.25	2.38	2.49	2.65	其他费用 / (-收入)	195	180	180	180										
					<b>营业利润</b>	<b>3320</b>	<b>3893</b>	<b>4513</b>	<b>5232</b>										
<b>资产负债表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>	营业外净收支	78	70	70	70										
现金及现金等价物	3293	6678	8951	11197	<b>利润总额</b>	<b>3398</b>	<b>3963</b>	<b>4583</b>	<b>5302</b>										
应收款项	5013	5703	6425	7242	所得税费用	467	544	629	728										
存货净额	6918	7931	8895	9972	<b>净利润</b>	<b>2931</b>	<b>3419</b>	<b>3954</b>	<b>4574</b>										
其他流动资产	6844	7509	8207	8995	少数股东损益	11	13	15	17										
<b>流动资产合计</b>	<b>22068</b>	<b>25819</b>	<b>30476</b>	<b>35403</b>	<b>归属于母公司净利润</b>	<b>2920</b>	<b>3406</b>	<b>3939</b>	<b>4557</b>										
固定资产	1782	1693	1621	1563															
在建工程	137	167	127	77	<b>现金流量表 (百万元)</b>	<b>2016</b>	<b>2017E</b>	<b>2018E</b>	<b>2019E</b>										
无形资产及其他	231	231	208	186	<b>经营活动现金流</b>	<b>2985</b>	<b>1994</b>	<b>2879</b>	<b>2945</b>										
长期股权投资	0	0	0	0	净利润	2931	3419	3954	4574										
<b>资产总计</b>	<b>24587</b>	<b>28279</b>	<b>32800</b>	<b>37597</b>	少数股东权益	11	13	15	17										
短期借款	0	0	0	0	折旧摊销	117	142	136	129										
应付款项	4380	5021	5631	6313	公允价值变动	0	0	0	0										
预收帐款	1070	1217	1765	1989	营运资金变动	(74)	(1580)	(1226)	(1775)										
其他流动负债	1285	1285	1285	1285	<b>投资活动现金流</b>	<b>(3987)</b>	<b>59</b>	<b>113</b>	<b>108</b>										
<b>流动负债合计</b>	<b>6735</b>	<b>7523</b>	<b>8681</b>	<b>9587</b>	资本支出	(64)	59	113	108										
长期借款及应付债券	1801	1798	1798	1798	长期投资	5	0	0	0										
其他长期负债	207	207	207	207	其他	(3929)	0	0	0										
<b>长期负债合计</b>	<b>2008</b>	<b>2005</b>	<b>2005</b>	<b>2005</b>	<b>筹资活动现金流</b>	<b>4388</b>	<b>(514)</b>	<b>(591)</b>	<b>(684)</b>										
<b>负债合计</b>	<b>8743</b>	<b>9528</b>	<b>10686</b>	<b>11592</b>	债务融资	878	(4)	0	0										
股本	1041	1041	1041	1041	权益融资	12	0	0	0										
股东权益	15844	18751	22114	26005	其它	3498	(511)	(591)	(684)										
<b>负债和股东权益总计</b>	<b>24587</b>	<b>28279</b>	<b>32800</b>	<b>37597</b>	<b>现金净增加额</b>	<b>3386</b>	<b>1538</b>	<b>2401</b>	<b>2369</b>										

资料来源: 公司数据、国海证券研究所

## 【分析师承诺】

谭倩，本人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，独立、客观地出具本报告。本报告清晰准确地反映了本人的研究观点。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。

## 【国海证券投资评级标准】

### 行业投资评级

推荐：行业基本面向好，行业指数领先沪深 300 指数；  
中性：行业基本面稳定，行业指数跟随沪深 300 指数；  
回避：行业基本面向淡，行业指数落后沪深 300 指数。

### 股票投资评级

买入：相对沪深 300 指数涨幅 20%以上；  
增持：相对沪深 300 指数涨幅介于 10%~20%之间；  
中性：相对沪深 300 指数涨幅介于-10%~10%之间；  
卖出：相对沪深 300 指数跌幅 10%以上。

## 【免责声明】

本报告仅供国海证券股份有限公司（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，需以本公司的完整报告为准，本公司接受客户的后续问询。

本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告中的信息均来源于公开资料及合法获得的相关内部外部报告资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证，不保证其中的信息已做最新变更，也不保证相关的建议不会发生任何变更。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。报告中的内容和意见仅供参考，在任何情况下，本报告中所表达的意见并不构成对所述证券买卖的出价和征价。本公司及其本公司员工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。本公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。

## 【风险提示】

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告为作出投资决策的唯一参考因素，亦不应认为本报告可以取代自己的判断。在决定投资前，如有需要，投资者务必向本公司或其他专业人士咨询并谨慎决策。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。投资者务必注意，其据此做出的任何投资决策与本公司、本公司员工或者关联机构无关。

若本公司以外的其他机构（以下简称“该机构”）发送本报告，则由该机构独自为此发送行为负责。通过此途径获得本报告的投资者应自行联系该机构以要求获悉更详细信息。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议。

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、本公司员工或者关联机构亦不为该机构之客户因使用本报告或报告所载内容引起的任何损失承担任何责任。

### 【郑重声明】

本报告版权归国海证券所有。未经本公司的明确书面特别授权或协议约定，除法律规定的情况外，任何人不得对本报告的任何内容进行发布、复制、编辑、改编、转载、播放、展示或以其他方式非法使用本报告的部分或者全部内容，否则均构成对本公司版权的侵害，本公司有权依法追究其法律责任。