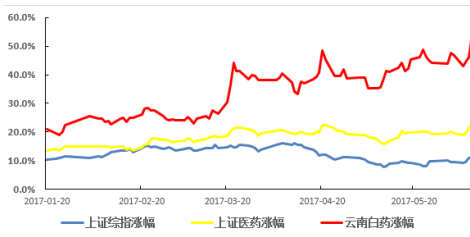


投资评级：买入（首次）
云南白药（000538）
市场数据 2017年6月8日

收盘价(元)	94.97
一年内最低/最高(元)	61.48/94.97
市盈率	33.87
市净率	6.3

基础数据

净资产收益率(%)	18.57
资产负债率(%)	35.56
总股本(亿股)	10.4

最近12月股价走势

联系信息

证券分析师:	沈瑞
SAC 证书编号:	S0160517040001
电话:	0571-87620710
Email:	shenr@ctsec.com

相关报告
长跑健将抗风险，锐意改革常开拓
投资要点：
● 超长期保持稳定快速增长，优秀的长跑健将

公司自从93年上市以来，23年营业收入复合增速为29%。2006年以来医药工业从12亿增加到91亿，十年复合增速23%，毛利率较高，维持60-80%之间。医药商业近十年复合增速20%，毛利率在5-8%之间。细分产品估计来看，中央产品（白药系列）增速从最初20%多下降到5%，成熟产品增速逐渐下降，目前约占工业收入25%；普药复合增速30%，约占15%；透皮产品复合增速22%，约占15%；大健康产品十年复合增速高达38%，约占44%。中药材资源增速49%，约占10%。

● 公司善于不断发掘新的增长点，逐步拓展大健康领域

公司在传统散剂、胶囊、膏剂的基础上，通过给药方式的改变，推出了气雾剂。围绕止血消肿核心概念，成功推出了云南白药牙膏，占据高端市场，还有透皮产品创口贴等。另外公司还不断发掘新产品，如急救箱、卫生巾、洗发水、原生药材等，也获得了不错的增长。

● 混改大胆尝试有利于市场化程度大幅提高

十八届三中全会提出混合所有制改革，在云南白药做了大胆的尝试试点。去年底国资委与新华都各占50%，最近引入鱼跃10%，民营资本占比过半。未来公司在高管薪酬激励，挖掘品牌资源价值，优化内部管理等均可能推进市场化改革。

● 抗通胀防风险，在宏观经济大起大落的风浪中更显价值

公司由于在资源控制、保密配方、终端品牌方面已经形成了固若金汤的价值链，能够有效维持全产业链的高毛利率，即微笑曲线两端+制造领域的国家保密配方。另外在当前宏观经济去杠杆的风险下，优质消费品成为良好的避风港，得到低风险偏好投资者的青睐

● 盈利预测与投资建议

预计公司2017~2019年EPS分别为3.29元、3.84元、4.44元，对应PE分别为28.9倍、24.8倍、21.4倍。给予公司为“买入”评级。

● 风险提示

大健康领域新产品拓展的风险

表 1: 公司财务及预测数据摘要	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入(百万)	20,738	22,411	25,772	29,380	33,494
增长率	10.22%	8.06%	15.00%	14.00%	14.00%
归属母公司股东净利润(百万)	2770.84	2919.88	3424.73	3994.80	4628.76
增长率	10.56%	5.38%	17.29%	16.65%	15.87%
每股收益(元)	2.66	2.80	3.29	3.84	4.44
市盈率(倍)	35.7	33.9	28.9	24.8	21.4

数据来源: Wind, 财通证券研究所

请阅读最后一页的重要声明

以才聚财，财通天下

表 2: 公司财务报表预测

财务和估值数据摘要

单位:百万元	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22,411	25,772	29,380	33,494
增长率(%)	8%	15%	14%	14%
归属母公司股东净利润	2,919.9	3,424.7	3,994.8	4,628.8
增长率(%)	5%	17%	17%	16%
每股收益(EPS)	2.80	3.29	3.84	4.44
每股经营现金流(元)	-0.50	6.21	3.08	3.57
销售毛利率(%)	30%	30%	30%	31%
净资产收益率(%)	19%	19%	18%	18%
市盈率(P/E)	33.9	28.9	24.8	21.4
市净率(P/B)	6.3	5.4	4.6	3.9

利润表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	22411	25772	29380	33494
营业成本	15718	18041	20478	23245
营业税金及附加	153.83	141.75	161.59	184.21
销售费用	2840.5	3350.4	3819.4	4354.2
管理费用	483.5	550.5	626.2	712.6
财务费用	89.7	-28.2	-87.7	-124.6
资产减值损失	0.82	0.00	0.00	0.00
公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	193.86	200.00	200.00	200.00
营业利润	3319.8	3917.3	4582.7	5322.6
营业外收支净额	77.7	80.0	80.0	80.0
利润总额	3397.5	3997.3	4662.7	5402.6
所得税	466.6	559.6	652.8	756.4
净利润	2930.9	3437.7	4009.9	4646.3
少数股东损益	11.0	13.0	15.1	17.5
归属母公司股东净利润	2919.9	3424.7	3994.8	4628.8
每股收益(元)	2.80	3.29	3.84	4.44

资产负债表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
货币资金	3292.6	8922.8	11192.5	13840.0
应收和预付款项	5013.5	5648.7	6439.5	7341.1
存货	6918.0	6902.5	7840.0	8906.2
其他流动资产	4841.3	1288.6	1469.0	1674.7
长期股权投资	0.0	0.0	0.0	0.0
投资性房地产	368.3	368.3	368.3	368.3
固定资产和在建工程	1919.7	1873.3	1813.6	1744.5
无形资产和开发支出	231.0	221.7	212.5	203.2
其他非流动资产	0.0	0.0	0.0	0.0
资产总计	24586.6	27228.3	31337.8	36080.2
短期借款	10.0	0.0	0.0	0.0
应付和预收款项	4380.0	4437.3	5040.0	5725.4
长期借款	1801.4	1801.4	1801.4	1801.4
其他负债	207.1	207.1	207.1	207.1
负债合计	8743.1	8634.6	9536.2	10561.6
股本	1041.4	1041.4	1041.4	1041.4
资本公积	1247.2	1247.2	1247.2	1247.2
留存收益	12587.6	16176.8	19372.7	23075.7
归属母公司股东权益	15725.7	18465.5	21661.3	25364.3
少数股东权益	117.9	128.2	140.3	154.3
股东权益合计	15843.5	18593.7	21801.6	25518.6
负债及权益合计	24586.6	27228.3	31337.8	36080.2

现金流量表

科目	2016	2017E	2018E	2019E
经营性现金净流量	-524.9	6465.1	3208.6	3713.3
投资性现金净流量	892.2	-140.0	-140.0	-140.0
筹资性现金净流量	275.6	-694.9	-799.0	-925.8
现金流量净额	642.8	5630.2	2269.7	2647.5

数据来源: Wind, 财通证券研究所

信息披露

分析师承诺

作者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，具备专业胜任能力，保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于作者的职业理解。本报告清晰地反映了作者的研究观点，力求独立、客观和公正，结论不受任何第三方的授意或影响，作者也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。

资质声明

财通证券股份有限公司具备中国证券监督管理委员会许可的证券投资咨询业务资格。

公司评级

买入：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅在 15%以上；
增持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于 5%与 15%之间；
中性：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅介于-5%与-15%之间；
卖出：我们预计未来 6 个月内，个股相对大盘涨幅低于-15%。

行业评级

增持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报高于市场整体水平 5%以上；
中性：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报介于市场整体水平-5%与 5%之间；
减持：我们预计未来 6 个月内，行业整体回报低于市场整体水平-5%以下。

免责声明

本报告仅供财通证券股份有限公司的内部客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司不保证该等信息的准确性、完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的邀请或向他人作出邀请。

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。

本公司通过信息隔离墙对可能存在利益冲突的业务部门或关联机构之间的信息流动进行控制。因此，客户应注意，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。在法律许可的情况下，本公司的员工可能担任本报告所提到的公司的董事。

本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。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。在任何情况下，本公司不对任何人使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告仅作为客户作出投资决策和公司投资顾问为客户提供投资建议的参考。客户应当独立作出投资决策，而基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前应咨询所在证券机构投资顾问和服务人员的意见；

本报告的版权归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表或引用，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。