

2017年08月24日

公司研究·证券研究报告

云南白药 (000538.SZ)

公司快报

业绩增长稳健，期待混改释放活力

投资要点

◆ **事件：**公司发布 2017 年半年报，公司 2017 年 1-6 月实现营业收入 119.60 亿元，同比上升 14.43%，实现归母净利润 15.65 亿元，同比上升 12.75%。

◆ **业绩增长稳健，加大市场推广拉升销售费用：**分季度看，公司 2017 年 Q2 单季实现营业收入 60.52 亿元，同比上升 14.57%，实现归母净利润 8.40 亿元，同比上升 9.62%。公司 2017 年上半年增长稳健，业绩基本符合预期。公司报告期毛利率水平达到 31.78%，同比上升 1.67PCT，其中工业部分毛利率 66.02% (+4.79PCT)、商业部分毛利率 7.07% (+1.06PCT)。但由于费用的拖累，公司净利率小幅下降 0.25PCT，达到 13.00%。期间费用方面，销售费用 18.24 亿元，同比上升 42.68%，主要公司加大了市场推广；管理费用 1.73 亿元，同比下降 35.04%，主要由于存货盘亏损失较上年同期下降 95.48%；财务费用 3,048 万元，同比上升 6.43%。对应的销售费用率、管理费用率和财务费用率分别为 15.25% (+3.02PCT)、1.45% (-1.10PCT) 和 0.25% (-0.02PCT)。由于销售费用的大幅上升，公司 2017 年上半年期间费用率达 16.95%，同比上升 1.90PCT，短期拖累净利率水平。

◆ **中药资源维持高增长，商业板块增长稳健：**报告期内公司工业板块收入 49.76 亿元，同比上升 9.50%。其中（1）健康事业部上半年营收增速预计接近 20%左右，据 AC 尼尔森最新市场调研数据显示，公司牙膏系列市场份额为 17.8%，位列第二，发展态势良好。为了解决产能瓶颈问题，公司近期公告拟投入 9.78 亿元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，公司积极探索个人护理领域，养元青、卫生巾、面膜等其他个人护理产品培育情况良好。（2）中药资源事业部充分利用云南省的资源优势，构建集中药材种植贸易、中药材中间产品提取贸易和中药材健康养生产品等三大平台为一体的中药材产品链发展体系，预计上半年中药事业部营收和净利同比增长 50%左右。（3）药品板块在持续强化自身治疗类产品布局的同时，针对药用消费需求增长的趋势，推动药品消费品体系建设。报告期内公司行业板块实现营收 69.24 亿元，同比上升 17.53%。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，目前已基本实现云南县级以上及部分发达乡镇医院的全覆盖，有望首先受益于两票制的落地。

◆ **混改基本完成，后续发展值得期待：**白药控股在引入新华都之后，江苏鱼跃入股白药控股。目前云南省国资委、新华都和江苏鱼跃分别持有白药控股 45%、45% 和 10% 股权，云南省国资委持股比例下降至 50% 以下，决策机制更为完善。白药控股通过引入民营资本，由单一国有独资企业变为混合所有制企业，后续改革和发展值得期待。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。

◆ **投资建议：**我们预测公司 2017 年至 2019 每股收益分别为 3.28、3.71 和 4.22 元。

医药 | 中成药 III

增持-A(维持)

投资评级

6 个月目标价

95 元

股价(2017-08-24)

88.00 元

交易数据

总市值 (百万元)

92,351.33

流通市值 (百万元)

92,350.68

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

69.23/97.49 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	-5.08	-8.59	35.74
绝对收益	-2.03	-2.31	29.71

分析师

徐曼
SAC 执业证书编号：S0910516020001
xuman@huajinsec.cn
021-20377088

报告联系人

郑巧
zhengqiao@huajinsec.cn
021-20377052

相关报告

云南白药：引入江苏鱼跃，混改持续深入
2017-06-07

云南白药：混改进展顺利，后续发展值得期待
2017-04-24

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

维持增持-A 建议，6 个月目标价为 95 元，相当于 2017 年 29 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	3,904.2	4,425.6	5,038.8
同比增长(%)	12.0%	4.8%	17.6%	13.4%	13.9%
净利润(百万元)	2,770.8	2,919.9	3,419.5	3,864.4	4,395.2
同比增长(%)	10.6%	5.4%	17.1%	13.0%	13.7%
每股收益(元)	2.66	2.80	3.28	3.71	4.22
PE	33.3	31.6	27.0	23.9	21.0
PB	6.9	5.9	5.0	4.4	3.8

数据来源：贝格数据华金证券研究所

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	17,404.0	19,639.8	21,895.7	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%	17.6%	13.4%	13.9%
销售费用	2,709.6	2,840.5	3,326.9	3,544.7	3,919.1	净利润增长率	10.6%	5.4%	17.1%	13.0%	13.7%
管理费用	493.2	483.5	627.9	661.4	733.3	EBITDA 增长率	12.6%	6.7%	14.4%	12.3%	11.3%
财务费用	13.1	89.7	17.3	-8.3	-107.9	EBIT 增长率	11.8%	7.2%	15.0%	12.6%	11.6%
资产减值损失	18.6	-0.8	-40.2	-7.5	-16.2	NOPLAT 增长率	11.7%	7.9%	14.6%	12.7%	11.7%
加:公允价值变动收益	-	-	-	-	-	投资资本增长率	-11.1%	41.5%	11.7%	3.0%	3.6%
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%	16.2%	15.8%	15.3%
营业利润	3,168.2	3,319.8	3,904.2	4,425.6	5,038.8						
加:营业外净收支	47.1	77.7	68.4	64.4	70.1	盈利能力					
利润总额	3,215.3	3,397.5	3,972.6	4,490.0	5,108.9	毛利率	30.5%	29.9%	31.0%	30.5%	30.4%
减:所得税	459.8	466.6	559.1	630.2	712.6	营业利润率	15.3%	14.8%	15.5%	15.7%	16.0%
净利润	2,770.8	2,919.9	3,419.5	3,864.4	4,395.2	净利润率	13.4%	13.0%	13.6%	13.7%	14.0%
						EBITDA/营业收入	15.9%	15.7%	16.0%	16.0%	16.0%
						EBIT/营业收入	15.3%	15.2%	15.5%	15.6%	15.7%
资产负债表						偿债能力					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E	资产负债率	29.9%	35.6%	25.7%	29.6%	25.1%
货币资金	2,649.8	3,292.6	4,540.2	6,503.5	9,387.0	负债权益比	42.6%	55.2%	34.6%	42.0%	33.6%
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	4.50	3.74	4.60
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	3.24	2.46	3.44
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	227.07	-530.12	-45.69
预付帐款	333.3	466.1	379.1	657.4	453.5	营运能力					
存货	5,625.0	6,918.0	6,284.3	9,536.7	7,703.6	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	139
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	317	320	334
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	94	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	352	351	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	181	174	161
在建工程	215.6	137.4	207.4	287.4	387.4						
无形资产	238.8	231.0	221.6	212.3	202.9	费用率					
其他非流动资产	156.2	236.9	180.5	187.6	195.7	销售费用率	13.1%	12.7%	13.2%	12.6%	12.5%
资产总额	19,290.9	24,586.6	24,779.9	30,280.3	32,831.5	管理费用率	2.4%	2.2%	2.5%	2.3%	2.3%
短期债务	20.0	-	621.0	-	-	财务费用率	0.1%	0.4%	0.1%	0.0%	-0.3%
应付帐款	3,003.2	3,976.2	3,083.1	4,504.6	4,516.4	三费/营业收入	15.5%	15.2%	15.7%	14.9%	14.4%
应付票据	751.7	1,184.3	676.9	1,287.1	1,122.2	投资回报率					
其他流动负债	901.2	1,574.1	588.7	1,672.3	980.8	ROE	20.6%	18.6%	18.7%	18.2%	18.0%
长期借款	6.1	6.1	-	-	-	ROA	14.3%	11.9%	13.8%	12.7%	13.4%
其他非流动负债	1,080.9	2,002.4	1,394.4	1,492.6	1,629.8	ROIC	28.6%	34.7%	28.1%	28.3%	30.7%
负债总额	5,763.1	8,743.1	6,364.0	8,956.6	8,249.2	分红指标					
少数股东权益	94.8	117.9	111.8	107.3	108.5	DPS(元)	0.60	0.80	0.79	0.93	1.09
股本	1,041.4	1,041.4	1,041.4	1,041.4	1,041.4	分红比率	22.6%	28.5%	24.0%	25.0%	25.8%
留存收益	12,391.6	14,684.2	17,262.6	20,175.0	23,432.4	股息收益率	0.7%	0.9%	0.9%	1.0%	1.2%
股东权益	13,527.8	15,843.5	18,415.8	21,323.7	24,582.3						
现金流量表						业绩和估值指标					
	2015	2016	2017E	2018E	2019E		2015	2016	2017E	2018E	2019E
净利润	2,770.8	2,919.9	3,419.5	3,864.4	4,395.2	EPS(元)	2.66	2.80	3.28	3.71	4.22
加:折旧和摊销	125.4	119.0	112.0	112.0	112.0	BVPS(元)	12.90	15.10	17.58	20.37	23.50
资产减值准备	18.6	-0.8	-	-	-	PE(X)	33.3	31.6	27.0	23.9	21.0
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	6.9	5.9	5.0	4.4	3.8
财务费用	64.9	83.3	17.3	-8.3	-107.9	P/FCF	24.1	320.8	45.8	31.4	22.9
投资损失	-175.0	-193.9	-158.1	-175.7	-175.9	P/S	4.5	4.1	3.7	3.3	2.9
少数股东损益	-15.3	11.0	-6.0	-4.6	1.2	EV/EBITDA	26.5	25.1	21.7	18.8	16.3
营运资金的变动	-610.0	46.2	-1,397.0	-439.3	-522.7	CAGR(%)	11.9%	14.5%	11.0%	11.9%	14.5%
经营活动产生现金流量	2,179.5	2,984.8	1,987.6	3,348.5	3,701.7	PEG	2.8	2.2	2.5	2.0	1.5
投资活动产生现金流量	-962.1	-3,987.2	110.2	81.1	78.2	ROIC/WACC	2.7	3.2	2.6	2.6	2.9
融资活动产生现金流量	-603.1	225.3	-850.3	-1,466.2	-896.5						

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.huajinsc.cn