

2017年08月24日

王睿哲

C0062@capital.com.tw

目标价(元)

98

公司基本信息

产业别	医药生物
A 股价(2017/8/24)	88.00
深证成指(2017/8/24)	10552.96
股价 12 个月高/低	96.62/69.93
总发行股数(百万)	1041.40
A 股数(百万)	1041.39
A 市值(亿元)	916.43
主要股东	云南白药控股有限公司 (41.52%)
每股净值(元)	15.80
股价/账面净值	5.57
	一个月 三个月 一年
股价涨跌(%)	0.5 0.8 28.3

近期评等

出刊日期	前日收盘	评等
------	------	----

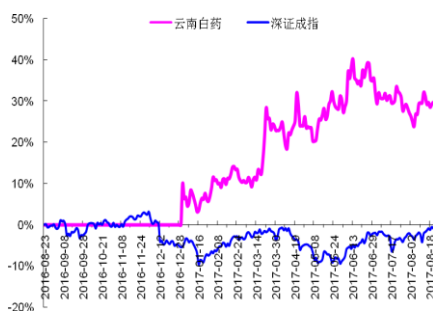
产品组合

工业销售	40.6%
商业销售	59.4%

机构投资者占流通 A 股比例

基金	2.7%
一般法人	63.0%

股价相对大盘走势



云南白药(000538.SZ)

buy 买入

业绩稳健增长，符合预期

结论与建议：

- **公司业绩：**公司2017H1实现营收119.6亿元，YOY+14.3%，录得净利润15.7亿元，YOY+12.8%，扣非后YOY+8.8%，折合EPS为0.7元，公司业绩基本符合预期。其中公司Q2单季实现营收60.5亿元，YOY+14.6%，录得净利润8.4亿元，YOY+9.6%。
- **医药工业继续恢复，销售费用增加较多：**公司医药工业业务上半年实现营收 49.8 亿元，YOY+9.5%，预计药品销售继续恢复，健康事业部在白药牙膏的带动下继续维持 20%以上的增速；医药商业维持稳健增长，上半年实现营收 69.2 亿元，YOY+17.5%。由于提价以及顺应两票制低开转高开，医药工业业务毛利率同比提升 4.8 个百分点至 66.0%，相应的返利增加，使得公司整体销售费用率也同比提升 3 个百分点至 15.3%。预计公司混改后层级架构优化所致，管理费用率同比下降 1.1 个百分点至 1.5%，财务费用率为 0.3%，同比持平。总体来看，整个期间费用率在销售费用增加的影响下同比增加 1.9 个百分点至 17.0%。
- **看好公司的长期发展，混改红利将不断释放：**公司目前在大健康领域不断拓展细分市场，在国家提出“健康中国 2030”规划的大背景下，我们长期看好公司的大健康产业：普药在血塞通、气血通等的推动下不断增长，健康产品在白药牙膏以及新推产品的带动下预计将继续快速增长。而中药资源板块预计将可为逐步打开公司的资源瓶颈。并且，公司医药商业部分作为云南最大的医药流通企业，预计将会在两票制加营改增的政策推进中不断受益。公司控股股东白药控股混改完成，云南省国资委、新华都、江苏鱼跃分别持有 45%、45%、10%的股权，我们认为引入民营企业将会对公司体制机制有所优化，提升公司运营效率，释放更多活力，并且在引入民营企业资本的支持下，预计公司大健康产业版图将会加速拓展。
- **盈利预测及投资建议：**我们预计公司 2017/2018 年实现净利润 32.9 亿元 (YOY+12.6%) / 36.2 亿元 (YOY+10.1%)，EPS 分别为 3.16 元/3.47 元，对应 PE 分别为 28 倍/25 倍。目前估值相对合理，国企改革红利将不断释放，维持“买入”投资建议。

年度截止 12 月 31 日		2014	2015	2016E	2017E	2018E
纯利 (Net profit)	RMB 百万元	2506	2771	2920	3286	3617
同比增减	%	7.95	10.56	5.38	12.55	10.05
每股盈余 (EPS)	RMB 元	2.41	2.66	2.80	3.16	3.47
同比增减	%	-27.84	10.37	5.26	12.70	10.05
市盈率(P/E)	X	36.51	33.08	31.43	27.89	25.34
股利 (DPS)	RMB 元	0.50	0.60	0.80	0.38	0.42
GON 股息率 (Yield)	%	0.57	0.68	0.91	0.43	0.47

预期报酬(Expected Return: ER)为准，说明如下：

强力买入 Strong Buy (ER ≥ 30%)；买入 Buy (30% > ER ≥ 10%)

中性 Neutral (10% > ER > -10%)

卖出 Sell (-30% < ER ≤ -10%)；强力卖出 Strong Sell (ER ≤ -30%)

附一：合并损益表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
营业收入	18814	20738	22411	25195	28122
经营成本	13139	14406	15718	17613	19693
营业税金及附加	92	104	154	139	155
销售费用	2430	2710	2840	3208	3571
管理费用	552	493	484	543	605
财务费用	15	13	90	102	112
资产减值损失	-138	19	-1	0	0
投资收益	106	175	194	150	150
营业利润	2830	3168	3320	3741	4135
营业外收入	90	75	89	85	80
营业外支出	10	28	12	10	10
利润总额	2910	3215	3398	3815	4205
所得税	413	460	467	536	589
少数股东损益	-9	-15	11	-7	0
归属于母公司所有者的净利润	2506	2771	2920	3286	3617

附二：合并资产负债表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
货币资金	2024	2650	3293	3787	4354
应收账款	555	1058	1012	1214	1457
存货	4983	5625	6918	6572	6244
流动资产合计	14064	16904	22068	26481	31777
长期股权投资	4	5	0	0	0
固定资产	1652	1640	1782	1961	2157
在建工程	150	216	137	165	198
非流动资产合计	2277	2387	2519	2897	3331
资产总计	16341	19291	24587	29378	35109
流动负债合计	3940	4676	6735	8082	9698
非流动负债合计	1106	1087	2008	2089	2172
负债合计	5046	5763	8743	10170	11870
少数股东权益	110	95	118	153	352
股东权益合计	11185	13433	15726	19054	22886
负债及股东权益合计	16341	19291	24587	29378	35109

附三：合并现金流量表

百万元	2,014	2,015	2,016	2017E	2018E
经营活动产生的现金流量净额	1587	2180	2985	3,283	3,612
投资活动产生的现金流量净额	-2215	-962	-3987	-1400	-1400
筹资活动产生的现金流量净额	569	-603	225	-2000	-2000
现金及现金等价物净增加额	-59	619	-772	-117	212

1

此份报告由群益证券(香港)有限公司编写,群益证券(香港)有限公司的投资和由群益证券(香港)有限公司提供的投资服务,不是个人客户而设。此份报告不能复制或再分发或印刷报告之全部或部份内容以作任何用途。群益证券(香港)有限公司相信以编写此份报告之资料可靠,但此报告之资料没有被独立核实审计。群益证券(香港)有限公司,不对此报告之准确性及完整性作任何保证,或代表或作出任何书面保证,而且不会对此报告之准确性及完整性负任何责任或义务。群益证券(香港)有限公司,及其分公司及其联营公司或许在阁下收到此份报告前使用或根据此份报告之资料或研究推荐作出任何行动。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员不会对此份报告后招致之任何损失负任何责任。此份报告内容之数据和意见可能会或会在没有事前通知前变更。群益证券(香港)有限公司及其任何一位董事或其代表或雇员或会对此份报告内描述之证i @持意见或立场, 或会买入, 沽出或提供销售或出价此份报告内描述之证券。群益证券(香港)有限公司及其分公司及其联营公司可能以其户口, 或代他人之户口买卖此份报告内描述之证i @。此份报告,不是用作推销或促使客人交易此报告内所提及之证券。