

员工持股+激励基金组合方案，长期机制理顺

——云南白药 (000538.SZ) 事件点评

公司简报

◆事件：

(1) 公司公布员工持股计划(草案)：计划使用已回购的3,301,001股，占总股本的0.26%，实施本次员工持股计划。购买价格为37.07元/股，不低于回购均价(74.13元/股)的50%。存续期为5年，锁定期为12个月。

(2) 同时公告激励基金管理办法(草案)：激励基金作为与长期业绩挂钩的奖励部分，按(公司当年净利润-上年净利润)×15%，每年提取，约束条件为业绩完成90%至未超过100%酌情计提，完成100%及以上计提。激励基金分配董监高占比70%，其他人员及核心骨干占比30%。

◆点评：

员工持股计划方案终出台，股价压制因素消除。公司于18年11月28日公告拟以不高于74.34元/股回购不超过2000万股用于实施员工持股计划，该回购价格限制被市场视为短期股价压制因素。如今伴随本方案的推出，标志公司继续以原方案限价回购意愿大幅减弱，股价压制因素消除。参与本次员工持股计划总人数不超过485人，董监高13人。其中董事长王明辉先生认购7.9万股，高级副总裁级别认购5.6~6.4万股，董监高获益约400~600万元，员工人均获益约44万元，激励力度不低。

激励基金是后续长期激励的重头戏，董监高可参与项目跟投。结合公司8月29日发布的《董监事等核心人员薪酬与考核管理办法(草案)》，我们可知，高管年度薪酬将由固定薪酬、短期激励、激励基金和长期激励构成，公司拟提取当年净利润的0.55%作为短期激励；拟提取(公司当年净利润-上年净利润)×15%作为激励基金，与长期激励挂钩。激励基金全部留作基金池，用于未来董监事等核心人员跟投公司新兴项目、上市公司股票增持、股权激励或员工持股出资等事项。我们认为，相比员工持股计划，激励基金每年提取、长期有效，力度更大，实现董监高及核心员工与公司利益的一致，将极大激发公司经营活力。

◆盈利预测与评级：自公司混改落地以来，陆续实现了高管薪酬改革、激励与考核方式改革，加上此次员工持股计划落地，对公司意义重大。维持预测19-21年EPS至3.11/3.57/4.09元，对应19-21年PE为25/21/19倍。公司长期战略目标宏伟，员工激励完成后将加速推进外延，未来前景广阔，维持“买入”评级。

◆风险提示：新产品推广进度低于预期，外延并购低于预期。

指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入(百万元)	24,315	26,708	29,048	32,276	36,562
营业收入增长率	8.50%	9.84%	8.76%	11.11%	13.28%
净利润(百万元)	3,145	3,307	3,974	4,556	5,226
净利润增长率	7.71%	5.14%	20.17%	14.65%	14.71%
EPS(元)	2.46	2.59	3.11	3.57	4.09
ROE(归属母公司)(摊薄)	17.44%	16.72%	18.33%	18.79%	19.22%
P/E	32	30	25	21	19

资料来源：Wind，光大证券研究所预测，股价时间为2019年10月13日

买入(维持)

当前价：76.07元

分析师

林小伟 (执业证书编号：S0930517110003)
021-52523871

linxiaowei@ebsecn.com

经煜基 (执业证书编号：S0930517050002)
021-52523870

jingys@ebsecn.com

市场数据

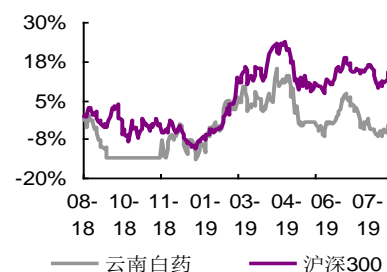
总股本(亿股)：12.77

总市值(亿元)：972

一年最低/最高(元)：66.74/96.35

近3月换手率：17.31%

股价表现(一年)



收益表现

%	一个月	三个月	十二个月
相对	0.46	-6.43	-12.94
绝对	0.49	-0.12	1.96

资料来源：Wind

相关研报

业绩增速如期恢复，静待激励落地后全面起航——云南白药(000538.SZ)2019年一季报点评

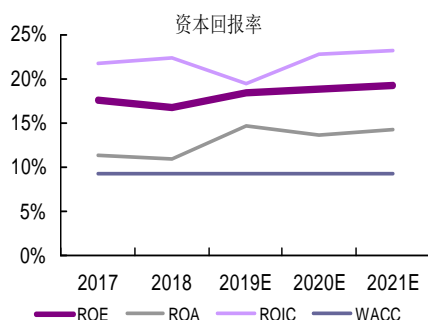
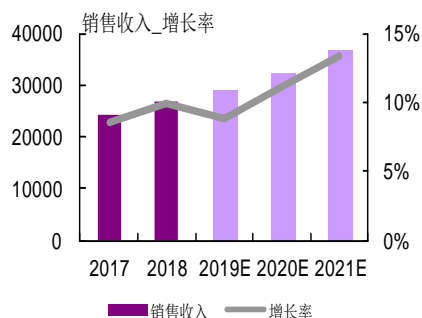
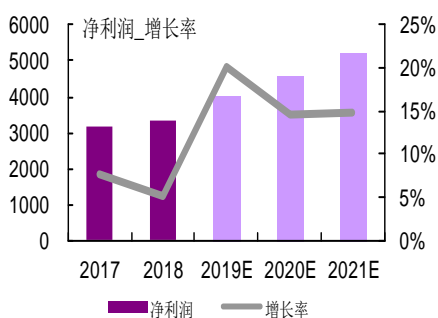
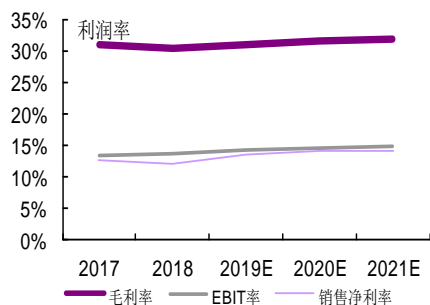
.....2019-04-30

下半年回升明显，吸并即将完成大有可为——云南白药(000538.SZ)2018年年报点评

.....2019-03-22

吸收合并事项获审核通过，体制改革深化再启航——云南白药(000538.SZ)跟踪报告

.....2019-03-06



利润表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,315	26,708	29,048	32,276	36,562
营业成本	16,732	18,549	20,028	22,060	24,869
折旧和摊销	133	138	254	272	291
营业税费	170	176	200	223	252
销售费用	3,684	3,922	4,299	4,712	5,393
管理费用	387	312	349	484	534
财务费用	73	163	-90	-188	-247
公允价值变动损益	0	42	0	0	0
投资收益	277	282	251	270	268
营业利润	3,621	3,832	4,559	5,230	6,003
利润总额	3,622	3,826	4,591	5,263	6,037
少数股东损益	-12	-17	2	2	2
归属母公司净利润	3,145	3,307	3,974	4,556	5,226

资产负债表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
总资产	27,703	30,378	27,402	33,465	36,989
流动资产	25,104	27,284	24,262	30,250	33,699
货币资金	2,666	3,017	6,102	9,749	10,649
交易型金融资产	6,749	7,265	0	0	0
应收帐款	1,234	1,853	1,601	1,885	2,229
应收票据	4,293	3,174	4,564	4,869	5,201
其他应收款	139	237	167	219	261
存货	8,663	9,994	10,049	11,500	12,958
可供出售投资	125	125	0	0	0
持有到期金融资产	0	0	0	0	0
长期投资	1	1	26	53	80
固定资产	1,745	1,715	1,768	1,794	1,800
无形资产	319	312	345	376	416
总负债	9,560	10,455	5,587	9,080	9,655
无息负债	7,760	8,654	5,584	9,077	9,653
有息负债	1,800	1,802	3	3	3
股东权益	18,143	19,922	21,815	24,385	27,334
股本	1,041	1,041	1,277	1,277	1,277
公积金	2,188	2,295	2,059	2,059	2,059
未分配利润	14,809	16,445	18,336	20,904	23,851
少数股东权益	105	140	142	144	146

现金流量表 (百万元)	2017	2018	2019E	2020E	2021E
经营活动现金流	1,156	2,630	-214	5,427	2,902
净利润	3,145	3,307	3,974	4,556	5,226
折旧摊销	133	138	254	272	291
净营运资金增加	-1,675	714	4,542	-700	2,573
其他	-447	-1,529	-8,983	1,299	-5,187
投资活动产生现金流	-352	-859	7,025	-77	-99
净资本支出	-131	-539	-310	-320	-340
长期投资变化	1	1	-25	-27	-27
其他资产变化	-222	-320	7,360	270	268
融资活动现金流	-912	-1,620	-3,727	-1,703	-1,903
股本变化	0	0	236	0	0
债务净变化	-12	2	-1,799	0	0
无息负债变化	828	894	-3,069	3,493	576
净现金流	-113	153	3,085	3,647	900

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

关键指标	2017	2018	2019E	2020E	2021E
成长能力 (%YoY)					
收入增长率	8.50%	9.84%	8.76%	11.11%	13.28%
净利润增长率	7.71%	5.14%	20.17%	14.65%	14.71%
EBITDA 增长率	2.29%	12.25%	16.79%	12.82%	14.56%
EBIT 增长率	1.95%	12.58%	14.28%	13.14%	15.00%
估值指标					
PE	32	30	25	21	19
PB	6	5	5	4	4
EV/EBITDA	22	20	22	19	16
EV/EBIT	23	21	23	20	17
EV/NOPLAT	27	24	27	23	20
EV/Sales	3	3	3	3	3
EV/IC	6	5	5	5	5
盈利能力 (%)					
毛利率	31.19%	30.55%	31.05%	31.65%	31.98%
EBITDA 率	14.03%	14.34%	15.39%	15.63%	15.81%
EBIT 率	13.48%	13.82%	14.52%	14.79%	15.01%
税前净利润率	14.90%	14.33%	15.80%	16.31%	16.51%
税后净利润率 (归属母公司)	12.93%	12.38%	13.68%	14.11%	14.29%
ROA	11.31%	10.83%	14.51%	13.62%	14.13%
ROE (归属母公司) (摊薄)	17.44%	16.72%	18.33%	18.79%	19.22%
经营性 ROIC	21.68%	22.26%	19.34%	22.79%	23.04%
偿债能力					
流动比率	3.34	2.68	4.61	3.49	3.70
速动比率	2.18	1.70	2.70	2.17	2.28
归属母公司权益/有息债务	10.02	10.98	8669.09	9696.21	10874.96
有形资产/有息债务	15.08	16.52	10775.45	13187.94	14581.83
每股指标(按最新预测年度股本计算历史数据)					
EPS	2.46	2.59	3.11	3.57	4.09
每股红利	1.22	1.63	1.56	1.78	2.05
每股经营现金流	0.90	2.06	-0.17	4.25	2.27
每股自由现金流(FCFF)	3.58	1.66	-0.78	3.76	1.69
每股净资产	14.12	15.49	16.97	18.98	21.28
每股销售收入	19.03	20.91	22.74	25.27	28.62

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测

行业及公司评级体系

评级	说明
买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15% 以上；
增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5% 至 15%；
中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差 -5% 至 5%；
减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5% 至 15%；
卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15% 以上；
无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。

基准指数说明：A 股主板基准为沪深 300 指数；中小盘基准为中小板指；创业板基准为创业板指；新三板基准为新三板指数；港股基准指数为恒生指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师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、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不会与，不与，也将不会与本报告中具体的推荐意见或观点有直接或间接的联系。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）创建于 1996 年，系由中国光大（集团）总公司投资控股的全国性综合类股份制证券公司，是中国证监会批准的首批三家创新试点公司之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见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。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。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意見或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。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。

光大证券股份有限公司 2019 版权所有。

联系我们

上海	北京	深圳
静安区南京西路 1266 号恒隆广场 1 号写字楼 48 层	西城区月坛北街 2 号月坛大厦东配楼 2 层 复兴门外大街 6 号光大大厦 17 层	福田区深南大道 6011 号 NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼