

云南白药 (000538)

推出员工持股和激励基金，落实市场化激励

——激励草案点评

	丁丹 (分析师)	赵峻峰 (分析师)
	0755-23976735	0755-23976629
	dingdan@gtjas.com	zhaojunfeng@gtjas.com
证书编号	S0880514030001	S0880519080017

本报告导读:

公司公布员工持股计划和激励基金两项草案，进一步推动市场化激励措施落地，未来有望推动增长重回快车道，维持增持评级。

投资要点:

落实市场化激励改革，维持增持评级。公司混改后沿市场化改革方案逐步实施落地相关政策，后续随着药品事业部调整企稳，健康事业部稳步发展并拓展新品类，并有望内生外延并举重回增长快车道。维持 2019-2021 年 EPS 预测 2.83/3.20/3.66 元，维持目标价 96.00 元，对应 2020 年 PE 30 X，维持增持评级。

本次公告的《员工持股计划（草案）》为前期方案的执行落地。公司曾于 2018 年 11 月 2 日公告，拟使用自有资金回购公司股份用于实施员工持股计划。彼时未确定员工持股的具体方案如价格、对象等，授权董事会及董事会授权人士后续依据有关法律法规制定持股计划的具体方案。方案经股东大会审议通过，公司 2019.1.5 发布首次回购公告，后续一共发布 9 次回购进展公告，截至 2019 年 9 月末，公司通过回购专用证券账户已累计回购股份数量 3,301,001 股，占总股本的 0.26%，本次员工持股计划股票来源即为上述专用账户已回购的股份。员工持股计划购买回购股票价格为 37.07 元/股，不低于公司回购股份均价（74.13 元/股）的 50%。

新增公布《激励基金管理办法（草案）》，进一步提升激励力度。设立激励基金 = (公司当年净利润 - 上年净利润) × 15% (公司 2018 年净利润为 33 亿元)，基金激励对象的总人数为不超过 485 人，其中董事、监事及高级管理人员 13 人。该项激励基金直接与上市公司业绩挂钩，且受益面较广，若能实施，则有望进一步提升激励效果。以上方案尚需股东大会审议。

风险提示：新品拓展不及预期；外延并购进度不及预期。

财务摘要 (百万元)	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业收入	24,315	26,708	29,100	32,922	37,500
(+/-)%	8%	10%	9%	13%	14%
经营利润 (EBIT)	3,357	3,671	3,352	3,804	4,508
(+/-)%	4%	9%	-9%	13%	19%
净利润 (归母)	3,145	3,307	3,612	4,089	4,675
(+/-)%	8%	5%	9%	13%	14%
每股净收益 (元)	2.46	2.59	2.83	3.20	3.66
每股股利 (元)	1.50	2.00	2.00	2.00	2.00

利润率和估值指标	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
经营利润率 (%)	13.8%	13.7%	11.5%	11.6%	12.0%
净资产收益率 (%)	17.4%	16.7%	16.9%	17.5%	18.0%
投入资本回报率 (%)	27.9%	27.9%	30.6%	31.1%	32.8%
EV/EBITDA	22.6	20.6	21.6	18.9	15.8
市盈率	31.1	29.6	27.1	23.9	20.9
股息率 (%)	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%

请务必阅读正文之后的免责条款部分

评级: **增持**

上次评级: 增持

目标价格: **96.00**

上次预测: 96.00

当前价格: 76.07

2019.10.12

交易数据

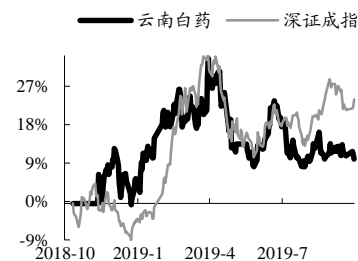
52 周内股价区间 (元)	68.50-98.88
总市值 (百万元)	97,172
总股本/流通 A 股 (百万股)	1,277/609
流通 B 股/H 股 (百万股)	0/0
流通股比例	48%
日均成交量 (百万股)	3.99
日均成交值 (百万元)	307.09

资产负债表摘要

股东权益 (百万元)	35,817
每股净资产	28.04
市净率	2.7
净负债率	-55.51%

EPS (元)	2018A	2019E
Q1	0.63	0.66
Q2	0.99	1.10
Q3	0.52	0.57
Q4	0.45	0.50
全年	2.59	2.83

52 周内股价走势图



升幅 (%)	1M	3M	12M
绝对升幅	-1%	-6%	0%
相对指数	1%	-11%	-28%

相关报告

《短期受吸并表影响，期待后续回升》
2019.09.01

《经营平稳，有望重回快车道》2019.03.22

《混改稳步推进，期待激励优化释放潜力》
2019.01.13

《混改延续，有望重回快车道》2018.11.25

《收入增速持续环比提升，业绩符合预期》
2018.10.29

模型更新时间: 2019.10.12

股票研究

必需消费
医药

云南白药 (000538)

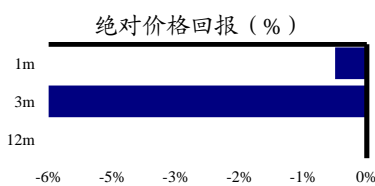
评级: **增持**
上次评级: 增持
目标价格: **96.00**
上次预测: 96.00
当前价格: 76.07

公司网址
www.yunnanbaiyao.com.cn

公司简介

公司是我国知名中成药生产企业,公司现拥有全资、控股、参股企业 18 家,是云南大型工商医药企业,是中国中成药五十强之一,1997 年被确定为云南省首批重点培育的四十家大企业大集团之一。

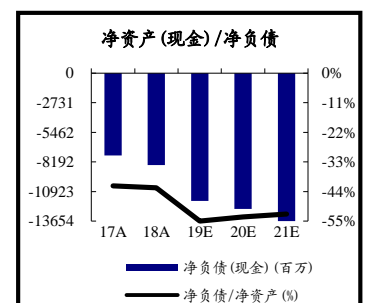
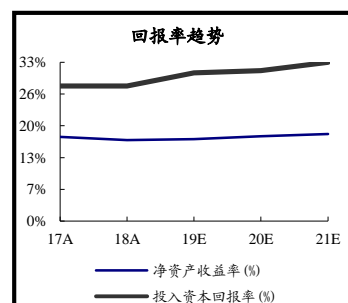
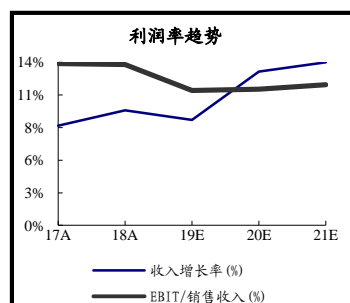
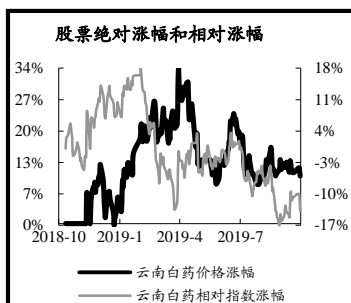
公司主要经营化学原料药、化学药制剂、中成药、中药材、生物制品等,公司产品以云南白药系列、三七系列和云南民族特色药品系列为主,共 17 种剂型 200 余个产品,产品畅销国内市场及东南亚一带,并逐渐进入日本、欧美等发达国家市场。



52 周价格范围 68.50-98.88
市值 (百万) 97,172

财务预测 (单位: 百万元)

	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
损益表					
营业收入	24,315	26,708	29,100	32,922	37,500
营业成本	16,732	18,549	20,699	23,604	27,010
税金及附加	170	176	160	181	206
销售费用	3,684	3,922	4,220	4,774	5,325
管理费用	303	312	669	560	450
EBIT	3,357	3,671	3,352	3,804	4,508
公允价值变动收益	0	42	0	0	0
投资收益	277	282	1,300	300	300
财务费用	73	163	-151	-196	-233
营业利润	3,621	3,832	4,170	4,663	5,231
所得税	489	536	537	555	575
少数股东损益	-12	-17	-18	-21	-24
净利润	3,145	3,307	3,612	4,089	4,675
资产负债表					
货币资金、交易性金融资产	9,416	10,282	11,789	12,538	13,645
其他流动资产	941	1,141	1,100	1,100	1,100
长期投资	126	126	126	126	126
固定资产合计	1,890	2,326	2,489	2,706	2,908
无形及其他资产	356	398	375	381	384
资产合计	27,703	30,378	32,473	35,685	39,695
流动负债	7,524	10,186	11,038	12,264	13,706
非流动负债	2,035	269	3	3	3
股东权益	18,038	19,782	21,311	23,317	25,909
投入资本(IC)	10,402	11,325	9,520	10,757	12,218
现金流量表					
NOPLAT	2,903	3,157	2,916	3,347	4,012
折旧与摊销	133	138	129	128	126
流动资金增量	-1,615	-243	-8	-1,014	-1,256
资本支出	-131	-539	-310	-391	-336
自由现金流	1,290	2,512	2,728	2,070	2,546
经营现金流	1,156	2,630	2,575	2,922	3,225
投资现金流	-352	-859	990	-91	-36
融资现金流	-912	-1,620	-2,057	-2,083	-2,083
现金流净增加额	-108	151	1,507	749	1,107
财务指标					
成长性					
收入增长率	8.5%	9.8%	9.0%	13.1%	13.9%
EBIT 增长率	4.4%	9.4%	-8.7%	13.5%	18.5%
净利润增长率	7.7%	5.1%	9.2%	13.2%	14.3%
利润率					
毛利率	31.2%	30.5%	28.9%	28.3%	28.0%
EBIT 率	13.8%	13.7%	11.5%	11.6%	12.0%
净利润率	12.9%	12.4%	12.4%	12.4%	12.5%
收益率					
净资产收益率(ROE)	17.4%	16.7%	16.9%	17.5%	18.0%
总资产收益率(ROA)	11.4%	10.9%	11.1%	11.5%	11.8%
投入资本回报率(ROIC)	27.9%	27.9%	30.6%	31.1%	32.8%
运营能力					
存货周转天数	170	184	179	181	180
应收账款周转天数	17	22	20	21	21
总资产周转天数	392	397	394	378	367
净利润现金含量	0.37	0.80	0.71	0.71	0.69
资本支出/收入	1%	2%	1%	1%	1%
偿债能力					
资产负债率	34.5%	34.4%	34.0%	34.4%	34.5%
净负债率	-42.2%	-42.9%	-55.3%	-53.8%	-52.7%
估值比率					
PE	31.1	29.6	27.1	23.9	20.9
PB	4.4	4.0	3.7	3.4	3.1
EV/EBITDA	22.6	20.6	21.6	18.9	15.8
P/S	3.3	3.0	2.7	2.4	2.1
股息率	2.0%	2.6%	2.6%	2.6%	2.6%



本公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格

分析师声明

作者具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格或相当的专业胜任能力，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，本报告清晰准确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，特此声明。

免责声明

本报告仅供国泰君安证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。本报告仅在相关法律许可的情况下发放，并仅为提供信息而发放，概不构成任何广告。

本报告的信息来源于已公开的资料，本公司对该等信息的准确性、完整性或可靠性不作任何保证。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、价值及投资收入可升可跌。过往表现不应作为日后的表现依据。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。本公司不保证本报告所含信息保持在最新状态。同时，本公司对本报告所含信息可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。

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、本公司员工或者关联机构不承诺投资者一定获利，不与投资者分享投资收益，也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。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。

本公司利用信息隔离墙控制内部一个或多个领域、部门或关联机构之间的信息流动。因此，投资者应注意，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。

市场有风险，投资需谨慎。投资者不应将本报告作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，投资者务必向专业人士咨询并谨慎决策。

本报告版权仅为本公司所有，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。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许范围内使用，并注明出处为“国泰君安证券研究”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

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或进而交易本报告中提及的证券。本报告不构成本公司向该机构之客户提供的投资建议，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。

评级说明

	评级	说明
1. 投资建议的比较标准 投资评级分为股票评级和行业评级。以报告发布后的 12 个月内的市场表现为比较标准，报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数涨跌幅为基准。	增持	相对沪深 300 指数涨幅 15%以上
	谨慎增持	相对沪深 300 指数涨幅介于 5%~15%之间
	中性	相对沪深 300 指数涨幅介于 -5%~5%
	减持	相对沪深 300 指数下跌 5%以上
2. 投资建议的评级标准 报告发布日后的 12 个月内的公司股价（或行业指数）的涨跌幅相对同期的沪深 300 指数的涨跌幅。	增持	明显强于沪深 300 指数
	中性	基本与沪深 300 指数持平
	减持	明显弱于沪深 300 指数

国泰君安证券研究所

	上海	深圳	北京
地址	上海市静安区新闻路 669 号博华广场 20 层	深圳市福田区益田路 6009 号新世界商务中心 34 层	北京市西城区金融大街甲 9 号 金融街中心南楼 18 层
邮编	200041	518026	100032
电话	(021) 38676666	(0755) 23976888	(010) 83939888
E-mail:	gtjaresearch@gtjas.com		