



分析师

孙伟娜

电话: 010-62294623

Email: sunweina@ehongyuan.com.cn

云南白药 (000538)
增持 (首次)

医药行业/公司点评

5000 万股非公开发行股票点评

事件:

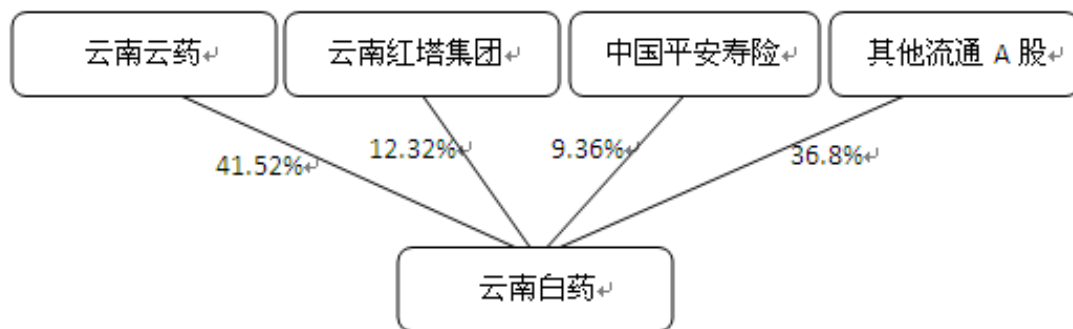
云南白药昨日公告, 向中国平安人寿保险股份有限公司非公开发行的 A 股今日上市。云南白药以 27.87 元/股的价格发行 50,000,000 股, 募集资金总额 1,393,500,000 元, 本次发行全部由中国平安人寿保险股份有限公司以现金认购, 认购股份的锁定期限为 36 个月, 上市当日不设涨跌幅限制。锁定期自 2008 年 12 月 31 日开始计算, 公司将向深圳证券交易所申请本次非公开发行的股票于 2011 年 12 月 31 日上市流通。按照 2007 年经审计的净利润, 发行前每股收益为 0.699 元/股, 发行后为 0.633 元/股。

点评:

平安寿险成第三大股东, 进一步完善治理结构

中国平安人寿保险股份有限公司是由中国平安保险(集团)股份有限公司控股 99% 的子公司, 此次定向增发后, 中国平安寿险与其实际控制人平安集团及关联方平安养老险将共计持有云南白药 5132.18 万股, 占总股本 9.36%, 成为云南白药的第三大股东。云南白药有限公司仍为第一大股东, 持股 41.52%。本次发行后, 发行人的实际控制人仍为云南省国资委, 平安寿险作为战略投资者, 可以优化公司治理结构。

图 1: 云南白药增发后的股东结构图



资料来源: Wind, 宏源证券

搬迁后产能增加, 壮大药妆产业

此次募集的资金 13.9 亿元主要有三个投向:

首先, 10.8 亿用于厂区整体搬迁至呈贡。今年 6 月份新厂土地的法律程序已经完备; 8 月份已全面开始施工; 09 年底将全面搬迁。新厂占地面积 1029 亩, 将包括 14 个剂型的新生产线, 预计投资 10.8 亿元。搬迁后公司自产

产品的产能将得到极大提高，产能瓶颈得到解决，不再需要委托其他企业生产，高毛利率产品的收入占总营业收入之比预计将得到提高。

其次，壮大药妆产业。以白药散剂、白药胶囊和宫血宁胶囊为主的“白药中央型产品”均属于加入国家甲类医保目录的处方药，享有国家保密品种的提价能力，保持年均 10%~15%的平稳增长；“一翼产品”透皮剂从 05 年就快速增长，2008 年销售额超过 5 亿没什么问题；“另一翼产品”就是药妆系列，包括牙膏、面膜、沐浴露和洗发水等，产品大多定位高端，2007 年，白药牙膏实现销售额 2.6 亿元，2008 年实现 4 亿元也没什么问题。目前牙膏已比较成熟，在牙膏的基础上，再推出药妆系列就具有一定的经验了。中国药妆的市场需求正在以每年 8%以上的速度增长，需求者年龄段宽，预计 2010 年将达到 80 亿美元，零售药店的化妆品经营在化妆品整体市场消费总额中仅占 2%，药店经营化妆品的空间还很大。

最后，30 万元增资其全资子公司云南省医药公司。医药批发与零售业务占了营业收入的大部分，2005 年至 2007 年，批发与零售业务收入的比例分别为 70%、63%和 64%。同时云南省医药有限公司是省内最大的医药商业公司，在医改过程中将有利于优先占据西南市场。

09 年投资亮点

2007 年云南白药为准备整体搬迁，计提了资产减值损失 8500 万元，2008 年资产减值损失将很小；

2007 年推出醒脑贴和小儿退热贴，已经过两年的培育，09 年有望占稳市场；

2008 年 9 月白药系列进入泰国市场，09 年将显现增量；

2008 年 9 月急救包上市，为 09 年带来新的增长点；

近期 11 种中央型药品平均提价 3%~4%，其中利胆止痛片提价幅度高达 47%，白药酊剂提价幅度达 10~15%。

盈利预测与估值

预测 08 和 09 年每股收益分别为 0.94、1.24，PE 为 33、25 倍，给予“增持”评级。

风险提示

搬迁进度可能不如预期顺利；药妆产品市场竞争激烈。

销售经理：蒋全、万玮
联系电话：010-62294633
电子信箱：jiangquan@ehongyuan.com.cn

免责声明：

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果，本公司概不负责。

本公司所隶属机构及关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

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、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为宏源证券研究所，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

宏源证券评级说明	类别	评级	定义
投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6-12 个月的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。	公司评级	买入	未来 6-12 个月跑赢上证综指+15%以上
		增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%~+15%
		持有	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上
	行业评级	增持	未来 6-12 个月跑赢上证综指+5%以上
		中性	未来 6-12 个月与上证综指偏离-5%~+5%
		减持	未来 6-12 个月跑输上证综指 5%以上