

中药 III

李昱

0755-82026737

liyu@cjis.cn

云南白药

000538

强烈推荐

值得长期投资的优质企业

我们近日调研了云南白药，认为公司产业链延伸的战略非常成功，是市场上最有可能成长为大药企的中药企业，值得长期投资。

投资要点：

6-12 个月目标价： 44.40 元

当前股价： 38.80 元

评级调整： 维持

基本资料

上证综合指数	2261.48
总股本(百万)	534
流通股本(百万)	245
流通市值(亿)	95
EPS (TTM)	0.78
每股净资产(元)	2.67
资产负债率	50.2%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
云南白药	18.62	32.51	18.98
上证综合指数	13.41	14.00	-10.38



相关报告

2008 1227 政府投入推动行业成长，终端变化揭示投资机会——医药行业 2009 年投资策略

20080828 云南白药 (000538) ——营销结构调整完成未来加速增长可期

- 在过去的五年，云南白药是中国最优秀的中药企业，年销售收入保持 30% 的增速，其核心竞争力在于独特的资源优势、出色的管理能力以及超前的战略眼光。我们认为，云南白药将保持其竞争优势，是中药领域中最有可能成长为大药企的公司。
- 白药的资源优势包括：1、百年白药作为伤科圣药的品牌影响力，以及国家一级中药保护品种所带来的定价能力；2、云南省丰富的植物禀赋所带来可筛选的众多天然药物品种。资源优势是白药稳定发展的硬件基础。
- 而公司董事长王明辉入主白药以来，以其超前的战略眼光，使白药摆脱了只在伤科领域发展的桎梏，在稳定传统药品业务的同时，向透皮、日化等领域延伸，而管理团队给白药带来的高效执行力与突出的销售能力突出使得公司这一“稳中央，突两翼”的战略获得了成功。白药创可贴目前国内市场占有率第 1，而牙膏业务也在短短 4 年之内，做到了 5 亿规模，在竞争激烈的牙膏领域跻身前五。公司两翼产品 4 年增长 4 倍，目前在公司工业收入中占比达到 40%。
- 白药未来的发展在于：1、生产基地整体搬迁，各种剂型产能将有 3-5 倍的放大，从而解决透皮剂等产品的产能瓶颈。我们预计搬迁将于 2010 年一季度完成，2010 年后将进入产能释放期。2、在天然药物系列，通过自主研发、与科研单位合作以及外购等方式，获取新的产品，目前已有进展。3、继续向其他领域扩张，以白药的药效作为切入点开发新产品。急救包和沐浴露将成为 09 年白药新的增长点，后续药妆、面膜等将给公司成长带来更广阔的空间。4、对省商业公司投入 3 亿元，扩大在云南省内的领先优势，在未来的政府配送上获得更多机会。
- 近日白药对其橡皮贴膏提价获得江苏省发改委通过，我们预计，短期内会对销售造成一定压力，而在市场消化提价的影响之后，毛利率较高的油性与水性贴膏的销售会有明显提升，增厚公司利润。
- 在未考虑产能释放及后续药妆产品的情况下，我们预测公司 08-10 年 EPS 为 0.86、1.11、1.40 元，公司是国内领先的中药企业，向日化等领域的延伸已经成功，业绩增长处在稳定的高速增长期，维持强烈推荐的投资评级，未来 6-12 月的目标价格为 44.40 元。

主要财务指标

单位：百万元	2007	2008E	2009E	2010E
营业收入(百万元)	4116	5341	6718	8143
同比(%)	28%	30%	26%	21%
归属母公司净利润(百万元)	337	460	595	749
同比(%)	24%	36%	29%	26%
毛利率(%)	31.0%	29.0%	28.9%	29.3%
ROE(%)	25.0%	14.7%	16.0%	16.8%
每股收益(元)	0.70	0.86	1.11	1.40
P/E	55.77	45.08	34.83	27.68
P/B	13.94	6.64	5.57	4.64
EV/EBITDA	48	35	27	21

资料来源：中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
流动资产	2519	4809	5520	6631	营业收入	4116	5341	6718	8143
现金	644	1726	1915	2276	营业成本	2840	3792	4776	5756
应收账款	194	416	523	634	营业税金及附加	24	27	34	41
其它应收款	66	192	302	366	营业费用	617	801	1008	1221
预付账款	160	214	270	325	管理费用	163	160	202	244
存货	1013	1459	1838	2215	财务费用	-4	-4	-8	-10
其他	441	801	672	814	资产减值损失	85	25	0	0
非流动资产	344	463	1012	1088	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	42	41	41	41	投资净收益	3	7	0	0
固定资产	190	285	703	842	营业利润	393	546	707	890
无形资产	40	44	45	47	营业外收入	5	0	0	0
其他	71	93	222	159	营业外支出	2	0	0	0
资产总计	2863	5272	6532	7719	利润总额	397	546	707	890
流动负债	1401	2029	2688	3118	所得税	59	82	106	134
短期借款	48	10	10	10	净利润	338	464	601	757
应付账款	505	910	1433	1727	少数股东损益	1	5	6	8
其他	848	1109	1245	1382	归属母公司净利润	337	460	595	749
非流动负债	37	38	38	38	EBITDA	421	577	753	956
长期借款	2	2	2	2	EPS (元)	0.70	0.86	1.11	1.40
其他	35	36	36	36	主要财务比率				
负债合计	1438	2067	2726	3157	会计年度	2007	2008E	2009E	2010E
少数股东权益	78	82	89	97	成长能力				
股本	484	534	534	534	营业收入	28.4%	29.8%	25.8%	21.2%
资本公积	64	1378	1378	1378	营业利润	18.1%	38.9%	29.4%	25.9%
留存收益	799	1211	1805	2554	归属于母公司净利润	23.7%	36.5%	29.4%	25.9%
归属母公司股东权益	1347	3122	3717	4466	获利能力				
负债和股东权益	2863	5272	6532	7719	毛利率	31.0%	29.0%	28.9%	29.3%
现金流量表					净利率	8.2%	8.6%	8.9%	9.2%
会计年度	2007	2008E	2009E	2010E	ROE	25.0%	14.7%	16.0%	16.8%
经营活动现金流	61	-53	790	509	ROIC	56.2%	40.7%	40.1%	41.2%
净利润	338	464	601	757	偿债能力				
折旧摊销	32	34	54	76	资产负债率	50.2%	39.2%	41.7%	40.9%
财务费用	-4	-4	-8	-10	净负债比率				
投资损失	-3	-7	0	0	流动比率	1.80	2.37	2.05	2.13
营运资金变动	-387	-582	104	-348	速动比率	1.05	1.62	1.34	1.39
其它	84	41	39	34	营运能力				
投资活动现金流	-41	-145	-608	-158	总资产周转率	1.63	1.31	1.14	1.14
资本支出	17	150	600	150	应收账款周转率	22	16	13	13
长期投资	-27	-6	0	0	应付账款周转率	6.84	5.36	4.08	3.64
其他	-51	-2	-8	-8	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-20	1280	8	10	每股收益(最新摊薄)	0.63	0.86	1.11	1.40
短期借款	35	-38	0	0	每股经营现金流(最新摊薄)	0.11	-0.10	1.48	0.95
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	2.52	5.85	6.96	8.36
普通股增加	0	50	0	0	估值比率				
资本公积增加	8	1314	0	0	P/E	55.77	45.08	34.83	27.68
其他	-63	-46	8	10	P/B	13.94	6.64	5.57	4.64
现金净增加额	0	1082	189	360	EV/EBITDA	48	35	27	21

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30%
中性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

李昱, 中投证券研究所医药行业分析师, 理学硕士。2008 年度卖方分析师水晶球奖"医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖生物医药、传统中药、医疗器械: 云南白药、三九医药、康美药业、通化东宝、天坛生物、科华生物、达安基因等。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434