



医药行业研究小组 赵冰
021-53519888-1902
zhaobing@sigchina.com

09 年将迎来新的发展机遇

基本数据 (09Q1)

报告日股价 (元)	37.05
12mth A 股价格区间 (元)	30.02/41.80
总股本 (百万股)	534.05
无限售 A 股/总股本	45.85%
流通市值 (百万元)	9071
每股净资产 (元)	5.87
PBR (X)	6.09
DPS (Y08, 元)	0.3

主要股东 (Y08)

云南白药有限公司	41.52%
云南红塔集团	12.32%

收入结构 (Y08)

批发零售产品	62.71%
自产产品	37.03%
酒店	0.1%

最近 6 个月股价与沪深 300 指数比较



报告编号 ZB09-CT04

相关报告

■ 动态事项:

云南白药 (000538) 发布 2008 年年报, 公司 08 年实现营业收入 57.23 亿元, 同比增长 34%; 归属于上市公司股东净利润 4.64 亿元, 同比增长 41%; 每股收益为 0.96 元, 同比增长 41.18%。公司发布 09 年一季报, 第一季营业收入 15.22 亿元, 同比增长 34.54%; 归属于上市公司股东净利润 1.13 亿元, 同比增长 32.96%; 每股收益为 0.21 元, 同比增长 20.45%。本报告对其 2008 年和 2009 年第一季经营业绩以及未来发展趋势进行点评分析。

■ 事项点评:

08 年与 09 年第一季业绩大幅增长

公司公布 08 年年报实现营业收入 57.23 亿元, 同比增长 34%。公司营业收入的增长主要来自于自有药品销售与商业规模的扩大。归属于上市公司股东净利润 4.64 亿元, 同比增长 41%; 每股收益为 0.96 元, 同比增长 41.18%。由于原材料成本的上升, 以及合并了毛利率较低的子公司兴中、云健, 公司 08 年自有产品毛利率从 74.4% 下降到 71.7%。由于对旗下产品营销投入加大, 导致销售费用率由 15% 上升至 17%; 而公司管理费用率则控制较好, 由 4.51% 下降至 3.28%。净利润增长超过收入增长的原因主要在于计入营业外收入的政府补助较上期增加了 2400 万所致。

公司 09 年第一季营业收入与净利润继续保持快速增长势头。实现营业收入 15.22 亿元, 同比增长 34.54%; 归属于上市公司股东净利润 1.13 亿元, 同比增长 32.96%; 每股收益为 0.21 元, 同比增长 20.45%。随着收入大幅增加, 经营活动产生的净现金流增加 186%。值得注意的是由于收入增长, 加之母公司成本结构变化, 公司在第一季的成本增长超过收入增长 6 个百分点。

云南白药是中华医药的瑰宝

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。从 2006 年起, 公司经营业绩跃居中国中医药行业首位, 营运能力和管理效率居于同行业领先水平, 使云南白药从一个地方性的企业成长为一个全国性的企业, 从一个行业的挑战者成长为行业领跑者。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。

“稳中央、突两翼”战略开创新局面

公司董事长王明辉入主白药以来，以其超前的战略眼光，使白药摆脱了只在仿科领域发展的桎梏。2005年底，公司制定“稳中央、突两翼”战略，一方面强化了以白药系列为主的专业治疗药物在企业的核心、主体地位，另一方面明确了企业大举进军健康产品领域和拓展透皮产品业务的决心。这一战略的实施，使白药在较短时间内迅速壮大，并从一个单纯的传统中药企业逐步转变为一个拥有丰富产品线的、横跨制药和个人护理产品领域的专业公司。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战略获得了成功。白药创可贴目前国内市场占有率第一，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%。

09 年业绩持续增长

展望09年，我们认为白药的发展动力依旧充足，新产品包括：急救包推出，透皮类将有新产品上市。在药妆和日化方面：牙膏未来将继续开发细分类产品，包括吸烟者使用的牙膏、防止口腔异味的、小儿换牙期间使用的特殊产品。日化类潜在的品种包括：1、沐浴类产品（植物类中提取保湿、防止搔痒的两种品种，很可能采用新的子品牌）2、护肤类品种（包括与日本公司合作，对方提供配方、生产工艺、人员培训等）。从战略上看，白药将继续深化“药妆+药品”路线。我们将拭目以待新战略给白药带来的业绩变化。

■ 投资建议：

未来六个月内，给予“大市同步”

由于云南白药独特的品牌优势和资源优势，在新医改和基本药物目录公布后将有所受益。预计公司在未来数年中将处于稳步增长阶段。我们预测公司 2009、2010 年（摊薄后）EPS 分别为 1.11 元、1.50 元。公司 08、09、10 年动态 PE 为 38.59、33.38、24.70 倍，公司所处的中药板块的 PE 中值为 08 年 34.10 倍，09 年 28.18 倍。由于公司目前的商业业务主要面向云南省，地方特色比较明显，其他主营业务相对稳定，业绩增长一向比较平稳，我们给予公司“大市同步”评级。

■ 数据预测与估值：

至 12 月 31 日（¥.百万元）	2007A	2008A	2009E	2010E
营业收入	4,263.27	5,723.20	8,103.44	11,342.56
年增长率（%）	33.05%	34.24%	41.59%	39.97%
归属于母公司的净利润	331.60	463.53	593.76	803.44
年增长率（%）	21.32%	40.95%	27.57%	35.31%
每股收益（元）	0.62	0.96	1.11	1.50
PER（X）	59.76	38.59	33.38	24.70

注：有关指标按最新股本摊薄

附表1 云南白药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2007A	2008A	2009E	2010E
营业总收入	4,263.27	5,723.20	8,103.44	11,342.56
营业总成本	3,874.41	5,199.93	7,453.52	10,544.79
营业税金及附加	24.76	30.72	45.28	62.13
营业费用	643.84	983.48	1,491.03	2,234.48
管理费用	192.44	187.93	315.94	407.34
财务费用	-1.99	1.68	0.00	0.00
资产减值损失	79.56	38.13	58.85	48.49
投资收益	2.13	5.61	0.00	0.00
营业外收入	6.09	30.39	18.24	24.31
营业外支出	7.54	4.02	5.78	4.90
利润总额	389.53	555.25	698.54	945.22
所得税费用	57.93	91.72	104.78	141.78
净利润	1.39	-1.89	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	331.60	463.53	593.76	803.44
少数股东权益	330.21	465.42	593.76	803.44
EPS(当年股本)(元)	0.68	0.96	1.11	1.50
EPS(最新股本摊薄)(元)	0.62	0.96	1.11	1.50

数据来源: WIND, 上海证券研究所整理;

分析师承诺

分析师 郭昌盛, 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度, 独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源, 力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外, 本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点直接或间接相关。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及(或)估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级		定义
超强大市	Superperform	股价表现将强于基准指数 20%以上
跑赢大市	Outperform	股价表现将强于基准指数 10%以上
大市同步	In-Line	股价表现将介于基准指数 $\pm 10\%$ 之间
落后大市	Underperform	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级:

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及(或)估值对所研究行业以报告日起 12 个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深 300 指数表现的看法。

投资评级		定义
有吸引力	Attractive	行业基本面看好, 行业指数将强于基准指数 5%
中性	Neutral	行业基本面稳定, 行业指数将介于基准指数 $\pm 5\%$
谨慎	Cautious	行业基本面看淡, 行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明:

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准, 投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告, 以获取比较完整的观点与信息, 投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料, 我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证, 也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考, 并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

在法律允许的情况下, 我公司或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, 还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送, 版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权, 任何机构和人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。