

一体两翼, 稳健成长

云南白药 (000538)

评级: 增持

股价: 41.90 元 目标价: 46.50 元

调研报告

2009 年 9 月 3 日 星期四

医药化工研究小组

袁舰波

021-50586660-8628

qy@longone.com.cn

医药/中药行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 46.50 元

升值潜力 (%) 10.98

目标价确定日期: 09/09/02

重要数据

总股本(亿股) 5.34

流通股本(亿股) 4.84

总市值(亿元) 224

流通市值(亿元) 203

市场表现

绝对涨幅 (%) 相对涨幅 (%)

1 个月 14.54 34.97

3 个月 21.75 22.10

6 个月 12.07 -10.17

个股相对上证综指走势图



投资要点

□ 公司概况及基本判断

公司坚持“稳中央、突两翼”的战略,以“白药”系列药品为核心、向透皮制剂以及健康产品拓展。目前药品领域保持平稳增长,而透皮制剂和健康产品发展比较迅速,盈利能力快速增加。

公司是中药领域的白马企业,基本面良好,长期以来受到资本市场的密切关注。公司未来增长比较明确,主要看点在于 5 个独家品种进入基本药物目录后销量的增长以及白药牙膏市场占有率的进一步提升。不过,公司目前总体估值水平不低,建议价值投资者作为行业标配,分享公司稳健成长所带来的收益。

□ 药品领域——稳健增长,机会在于 5 个独家品种入围基本药物目录

公司最初的核心产品是云南白药散剂,也是成就云南白药品牌的核心品种。经过几年的发展,云南白药胶囊、气雾剂以及宫血宁胶囊等产品异军突出,成为支撑公司核心业务的重要组成部分。在公司三大系列产品中,药品领域处于核心地位,保持着平稳增长。

从药品的终端构成看,城市医院大约占总销售的 20%,其余主要通过 OTC 渠道进行销售,基层医院的销量很少。这次公司 5 个独家品种进入基本药物目录,其在基层医院的销售会有一个比较大的增长。目前关于基本药物的系统性风险主要在于定价,但我们认为作为独家品种,其销量的增长应该能抵消价格的下降,从中长期看仍然是利好。

□ 透皮制剂——小品种、高增长

透皮制剂主要包括白药膏和创可贴。今年上半年白药膏的价格有大幅度提升,尽管销量有所下降,但总体上增长较大。创可贴方面,公司凭借独特的含白药创可贴的定位,已成功占据创可贴市场第一品牌的地位。

今年上半年透皮制剂总体增长在 30% 以上,但由于创可贴市场容量不大,

上升空间有限，而白药膏也面临价格提升、销量下降和竞争加剧的困难，未来透皮制剂方面的增长可能放缓。目前在透皮制剂方面，公司对急救包业务期望比较大，不过由于该业务刚刚开展，销售收入很小，未来的市场前景仍需观察。

□ 健康产品——白药牙膏

健康产品主要包括白药牙膏和金口健牙膏。在牙膏产品上，公司执行的是蓝海战略，依托含白药的牙膏属性，定位于高端牙膏市场。经过几年的努力，云南白药牙膏已成功占领牙膏的高端市场，今年上半年牙膏（主要是白药牙膏，金口健定位于中端市场，仍在市场开拓期）销售收入已接近 3 亿元，同比增长超过 100%，净利润达到 8781 万元，是去年同期的十倍。

目前，公司牙膏占据整个牙膏市场 7% 的市场份额，未来仍有较大的提升空间，且利润的增长速度将超过收入增长，为公司提供较好的净现金流。

在药妆领域，公司一直比较慎重，尽管在产品研发和储备方面已作出了相当多的努力，但在营销模式和产品定位等方面仍在进一步探索，预计短期内进入药妆领域的概率不大。

□ 整体搬迁——预计明年 6 月份

公司目前的产能瓶颈比较严重，很多子公司均已转产用于生产公司的产品生产。据了解，如进展顺利，预计在明年 6 月份公司可以正式搬迁，并投入生产。新厂区按照 100 亿元的产值进行规划，产能瓶颈的问题将得到彻底解决。

从新厂区投入看，由于进口设备价格上涨等因素，预计实际投入将超过预算，新开工后，每年折旧也可能会超过 6000 万元，这将在短期内会对公司的盈利能力产生一定压力。

□ 盈利预测及估值

考虑到公司 2010 年新厂区开始计提折旧对公司短期业绩的影响，我们适当调低了公司 2010 年的盈利预测，预计公司 09 年-10 年每股收益分别为 1.15 元和 1.40 元，基于对公司良好基本面和确定性增长的认同，结合当前证券市场的估值情况，我们给予公司未来 6 个月 46.5 元的目标价，予以公司短期“增持”，长期“买入”评级。

表 1: 云南白药盈利预测简表

盈利预测及市 场重要数据	2006	2007	2008	2009E	2010E
营业收入(万元)	320,437	426,327	572,320	734,750	922,146
增长率	30.9%	33.0%	34.2%	28.4%	25.5%
营业利润(万元)					
	33,313	39,099	52,888	72,341	87,716
增长率	20.0%	17.4%	35.3%	36.8%	21.3%
净利润(万元)	27218	33021	46542	61376	74863
增长率	18.1%	21.3%	40.9%	31.9%	22.0%
每股净资产(元)	2.17	2.94	5.87	6.68	7.66
每股收益(元)	0.56	0.68	0.87	1.15	1.40
市盈率(P/E)	44.3	50.8	39.5	36.4	29.9
市净率(P/B)	11.5	11.8	5.9	6.3	5.5
EV/EBITDA	33.0	29.1	29.2	33.0	27.9
息率(%)	0.4%	0.3%	0.9%	0.8%	1.0%

资料来源: 公司年报, 东海证券研究所

□ 风险提示

新厂房搬迁后, 销售收入增长如低于预期, 资产折旧将影响公司利润; 入选基本药物目录的品种降价幅度超过预期。

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

袁舰波: 东海证券医药行业高级分析师, 南京大学理学学士, 复旦大学 MBA, 拥有十多年的医药及证券行业从业经历, 具备丰富的营销、管理及证券分析经验, 对企业的核心竞争能力和投资价值具有独到的研究。

重点跟踪公司: 益佰制药、康缘药业、升华拜克、现代制药、仁和药业、双鹭药业、上海医药等。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责声明

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122