



2009 年 9 月 17 日

云南白药（000538）

回避	中性	推荐（维持）
----	----	--------

王军
021-68604866-8310
Jun.wang@bocigroup.com

中银大厦 40 层
银城中路 200 号
上海市浦东新区

药品降价预期小，股权转让顺利

——云南白药（000538）投资跟踪报告

事件一：基本药物降价预期

基本药物降价预期强烈。8月18日卫生部下发《关于建立国家基本药物制度的实施意见》（下称《实施意见》）、《国家基本药物目录管理办法（暂行）》和《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》三个文件。《实施意见》表明，基本药物将全部纳入政府定价范围。基本药物定价既考虑企业有合理的利润空间，鼓励企业生产基本药物，同时也要切实降低基本药物价格。我们预计近期关于基本药物定价的细则可能出台。

点评

公司的主导产品云南白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）进入 09 版《国家基本药物目录（基层医疗卫生机构配备使用部分）》。一方面，云南白药是我国仅有的几种中药一级保护品种之一，受国家中药产业政策扶持；另一方面，公司进入目录的产品是独家品种，因此公司的白药（胶囊、膏、酊、气雾剂）降价压力小，也存在不降价可能。与市场普遍对降价的担心不同，我们更看好白药进入目录对公司挖掘基层市场的推动作用。

事件二：股权转让

云南白药日前公告：第二大股东云南红塔集团9月10日与陈发树签订了《股份转让协议》，将其持有的本司国有股6581万股（占总股本的12.32%）转让给陈发树，每股转让价格为人民币33.543元，转让总价款为人民币22.076亿元。《股份转让协议》自签订之日起生效，但须获得国有资产监督管理机构的批准同意后方可实施。

点评

- ◆ 红塔集团退出意在专注烟草行业，并非不看好云南白药发展前景。此前，云南白药发布公告称，接到红塔集团通知，按照烟草企业退出非烟投资的要求，红塔集团拟退出在云南白药的二股东地位。红塔1999年介入白药，成本6859万元，10年增值32倍，获利丰厚。
- ◆ 陈发树高价接手并承诺锁定股份，显示其看好云南白药发展前景。此次转让价格每股33.543元，总价款22亿元，为8月14日红塔集团公开征集股份受让方时股价（36.83元）的91%。受让人陈发树所持云南白药股票需锁定18个月。

陈发树本人和其控股的新华都（陈发树拥有新华都集团96%的股份）在过去的30多年中，先后投资了矿业、零售、地产、旅游和IT等产业。从其近期投资看，多集中在与民生相关的产业，尤其是产业中国资控股的前三名企业，典型实例是其对青岛啤酒和云南白药的投资。两家公司虽处不同行业，但两者共性是同为行业龙头，同样成长性良好，并兼具防御性。

- ◆ 目前来看，陈发树虽以财务投资者的身份介入云南白药，但不排除其旗下众多企业和云南白药可能产生协同效应。

资料来源：公司网站、上海证券报网站

维持“推荐”的投资评级

公司的股权按照既定价格和锁定期顺利转让，以及公司进入基本药物目录的产品降价预期较小，两者均对公司的股价形成正面影响。我们维持8月24日在《国之瑰宝，价值天成——云南白药投资价值分析》的观点：预测公司2009年-2011年EPS为1.13元、1.52元、1.97元，同比增长约30%、35%、30%，2009-2011年预测市盈率为36倍、27倍、20倍。鉴于公司今后在白药衍生品业务方面业绩超预期的可能性较大，加之公司具有强劲的现金流以及卓越的品牌优势，我们给以公司32倍的2010年业绩对应市盈率，目标价50元，推荐评级。

风险提示

- 1、相关行业的研究、应用前景可能和我们预测出现不一致，从而导致结论出现较大错误。
- 2、公司的业务发展、变化可能和我们预测出现不一致，从而导致结论出现较大错误。
- 3、国家政策变化对行业发展具有重大影响，政策因素的变化难以预计，可能会导致我们原有的判断出现偏离。

免责声明

本报告是机密的，只有收件人才能使用。

本报告的编写和发布严格遵守中华人民共和国(为本免责声明的目的不包括香港、澳门特别行政区和台湾地区)的适用法律、法规和监管部门的规定。未经中银国际证券有限责任公司(以下简称“本公司”)事先书面允许，收件人不得更改或以任何方式传送、复印或向任何其他人士发放此报告的材料、内容或复印件。本公司保留对任何侵权行为和有悖本报告原意的引用行为进行追究的权利。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为本公司或本公司关联公司的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给收件人作参考之用，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的邀请，亦并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况、特殊需要或个别人士。本报告中提及的投资产品未必适合所有投资者。任何人收到或阅读本报告均须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括投资人的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求财务顾问的意见。本报告中发表看法、描述或提及的任何投资产品或策略，其可行性将取决于投资者的自身情况及目标。投资者须在采取或执行该投资(无论有否修改)之前咨询独立专业顾问。本公司不一定采取任何行动，确保本报告涉及的证券适合个别投资者。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议，或保证任何投资或策略适用于收件人的个别情况，本报告不能作为收件人私人咨询的建议，而收件人不会因为收到本报告而成为本公司的客户。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员从相信可靠的来源取得或达到，但本公司不能保证它们的准确性或完整性。除非法律或规则规定必须承担的责任外，本公司不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。收件人不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到本公司本身网站以外的资料，本公司未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接(包括连接到本公司网站的地址及超级链接)的目的，纯粹为了收件人的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。收件人须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测只是反映本公司及本公司零售经纪部研究团队研究员在本报告所载日期的判断，可随时更改，毋须提前通知。这些报告反映分析员在编写报告时不同的设想、见解及分析方法。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表本公司的立场。

本公司 2008 版权所有。保留一切权利。