



云南白药 (000538)

推荐（维持）

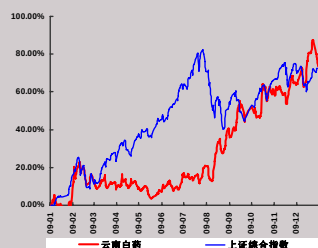
所属行业：医药

行业评级：推荐

股本结构

总市值（亿元）	317.39
流通市值（亿元）	287.67
总股本（亿股）	5.34
流通 A 股（亿股）	4.84

股价表现图



相关报告：

《云南白药（000538）：半年报点评》2009.8.17

《云南白药（000538）：三季度报点评》2009.10.26

齐鲁证券研究所
行业公司部

分析师

许均华
吕国启
胡德军

Tel: (86531) 8177-6395
Fax: (86531) 8128-3791
Email: xujh@qlzq.com.cn

中央与两翼产品比翼齐飞，扩产与提价共促增长

——云南白药调研简报

报告起因：

2010 年 1 月 14 日，我们调研了云南白药，就公司近期的生产经营情况和 2010 年的计划与公司部分高管进行了交流。

投资要点：

◇ **公司 2009 年的业绩增长速度较快。**公司 2009 年前 3 季度实现营业收入 531042.14 万元，同比增长 29.59%；实现营业利润 48215.47 万元，同比增长 31.23%；实现净利润 41171.41 万元，同比增长 32.70%；实现每股收益 0.77 元，实现了较快速增长；第四季度公司订单数量与前面三季度的单季度数量基本持平，因此公司全年有望实现较快的增长速度。

◇ **公司的角色将是云南省医药领军企业。**云南地方政府规划庞大的“云药版图”是公司发展的重要机遇，公司着力于打造白药产业链，逐渐布局白药产业的上中下游，实现公司在白药领域强大的话语权。政府重点扶持云南白药的母公司白药控股公司，公司将利用云药控股这一平台，重点发展云药产业；政府主要从财政税收与产品储备方面对公司进行扶持，政府把公司纳税的一部分返还给云药控股，以作为云药控股的研发经费；云药控股利用其资源优势，不停的开发新产品，源源不断的向上市公司输送新产品；公司成为云南省高新技术企业，公司的企业所得税实际执行税率降为 15%。

◇ **公司继续践行“稳中央突两翼”的战略。**公司自 2005 年提出并实施“稳中央突两翼”的战略，在保证中央产品稳步增长的同时，两翼产品不断扩展，并且两翼产品销售额不断得到突破，2008 年中央产品与两翼产品基本持平，而 2009 年两翼产品销售得到进一步的突破，其占比开始高于中央产品。2009 年，中央产品增长最快的是白药酊；两翼产品中白药牙膏增长最快。中央产品（药品事业部）作为百年品牌具有单独的定价权，一直以来是公司的利润稳定器，未来的发展方向是向产品深度开发，扩大产品系列，进军普药市场、以及销售渠道向基层药品市场下沉。随着医保的扩容，中央产品的增长会得到进一步的突破。公司的两翼逐渐丰满，健康事业部主要是面对高端市场，白药牙膏是最重要的品种，预计能保持 30% 的增长率；沐浴露在云南、北京等地小范围试销，将逐步向全国市场推进；健康事业部未来将向个人护理产品、功能型保健食品、药妆领域发展。透皮事业部的产品系列充实，创可贴销售额突破 3 亿，成为创可贴的国内第一品牌，约占领 60% 的市场，而急救包将是未来



发展的一大亮点。

- ◇ **公司重点培育的下一个过亿品种为白药酊与急救包。**2010 年，公司将把白药牙膏、白药酊与急救包等产品作为主要的利润增长点重点突破。公司将调整组织结构，在资源分配、人员保障方面努力来实现；公司已经聘请麦肯锡管理咨询公司进行组织架构的设计，从而从机制上保证公司的管理模式更加科学高效。由于公司产品具有独特性与强大的品牌优势，加上优秀与稳定的管理团队与灵活的管理组织架构，对渠道与终端的强力掌控，公司的过亿品种打造计划最终能够得到有力的保障。
- ◇ **云南白药胶囊等多种剂型进入 2009 年版医保目录甲类，销售有望放量增长。**中央产品中的白药胶囊/片、白药气雾剂与白药酊进入最新的医保目录甲类，公司持积极乐观的态度应对，之前公司产品主要集中在城市的三级医院销售，进入医保目录后，公司另一个重点突破的销售市场将是基层药品市场，包括社区医疗服务站、一级、二级医药、乡镇医院、村卫生室，为此，公司专门成立了一个部门组织进入基本药物目录的药品在各省的招投标工作，以及主抓基层市场的销售，对基层的医护人员进行培训与在基层扩大宣传。
- ◇ **近期公司的多种产品涨价，进一步拉动业绩增长。**公司的产品历次提价对公司的销售量产生积极的影响，大多数时候是价量齐升（除了第一次提价外），对业绩的影响是极其有利。2009 年 12 月 30 日，公司中央产品白药胶囊、白药散剂、白药气雾剂、白药酊剂与宫血宁全线提价，除了白药酊剂的 30ml 与 50ml 规格提价幅度较大，分别为 24%与 19%，其余品种提价幅度均较小，这种全系列的小幅度提价一方面可以减少短期对销售量的冲击，另一方面可以消除单个产品之间的替代效应。虽然本次提价后，多种产品的价格已经接近国家发改委的最高零售指导价，可能会影响渠道商的积极性，但我们依旧认为，按照历史经验，由于公司产品具有独特性与强大的品牌优势，提价后公司通过人为调整停产一段时间，以饥饿市场的方式来降低产品价格上升的压力，因此价格上调后，公司的产品仍然会价量齐升，为 2010 年的业绩增长打下铺垫。
- ◇ **公司搬迁扩产以解决主导产品产能饱和难题。**2009 年第四季度药品、透皮与健康事业部的多个生产线产能已经达到饱和，公司 2010 年将搬新厂区，设计产能是扩大一倍，为此，公司将分批调整，调整幅度较大的是主导产品（药品）。公司解决产能瓶颈后，将会为盈利快速增长打下基础，从而扭转近年 ROE 的下降趋势。
- ◇ **研发聚焦特色，夯实新药储备，努力拓宽产品系列。**近几年的研发费用占销售收入的 3-5%左右，可能会有所提高；公司与多家研究机构 and 大学有研发领域的合作，研发主要侧重于中药（云南本地植物药）与生物药，研发方向将是扩大产品系列；2010 年主推急救包。除此之外，公司有很多新药的储备，公司视市场的情况来决定何时



推出，一旦推出，公司对新推产品都必须在销售上是成功的。

- ◇ **公司并购文山七花迈出白药产品控制权与话语权的实质性步伐。**
 2009 年 12 月 19 日，公司与文山州政府签订《合作开发文山三七产业战略协议》，双方共同合作开发文山州三七资源，以提高三七产业资源的规模开发效益，实现互利共赢。文山州政府将文山州制药厂所持云南白药集团文山七花公司的股权，以及文山州制药厂的其他资产全部无偿转让给公司。公司将以七花公司为平台，与文山州在三七种植、三七原生药材的物流贸易、三七有效成分的提取、三七保健品和药品的开发、三七研发平台的建设等方面进行深度合作。此次合作是继 2007-2008 收购大理药业和丽江药业剩余股权后，公司再次迈出了白药产品控制权与话语权的实质性步伐。
- ◇ **近期三七涨价对公司的原料成本和盈利能力影响不大。** 2009 年下半年三七涨价幅度较大，主要是由于一些经销商的炒作与种植面积减少的原因，但是对公司 2009 年的盈利能力有限，主要是因为：一方面，公司与文山州签订合作开发三七资源的协议后，公司将要成为控制三七资源的领军企业，公司基本控制 70% 左右的三七原料供应；另一方面，公司对三七药材有一定的储备，三七涨价正好可以消耗库存，可以缓解三七涨价的压力。
- ◇ **公司的成长性较好，具备积极的投资价值。** 预计 2009 年——2011 年的每股收益分别为 1.11 元、1.58 元和 1.97 元，对应的动态 PE 分别为 53.54 倍、37.61 倍和 30.17 倍，鉴于公司的成长性较好，认为公司具备积极的投资价值，维持公司“推荐”的投资评级。

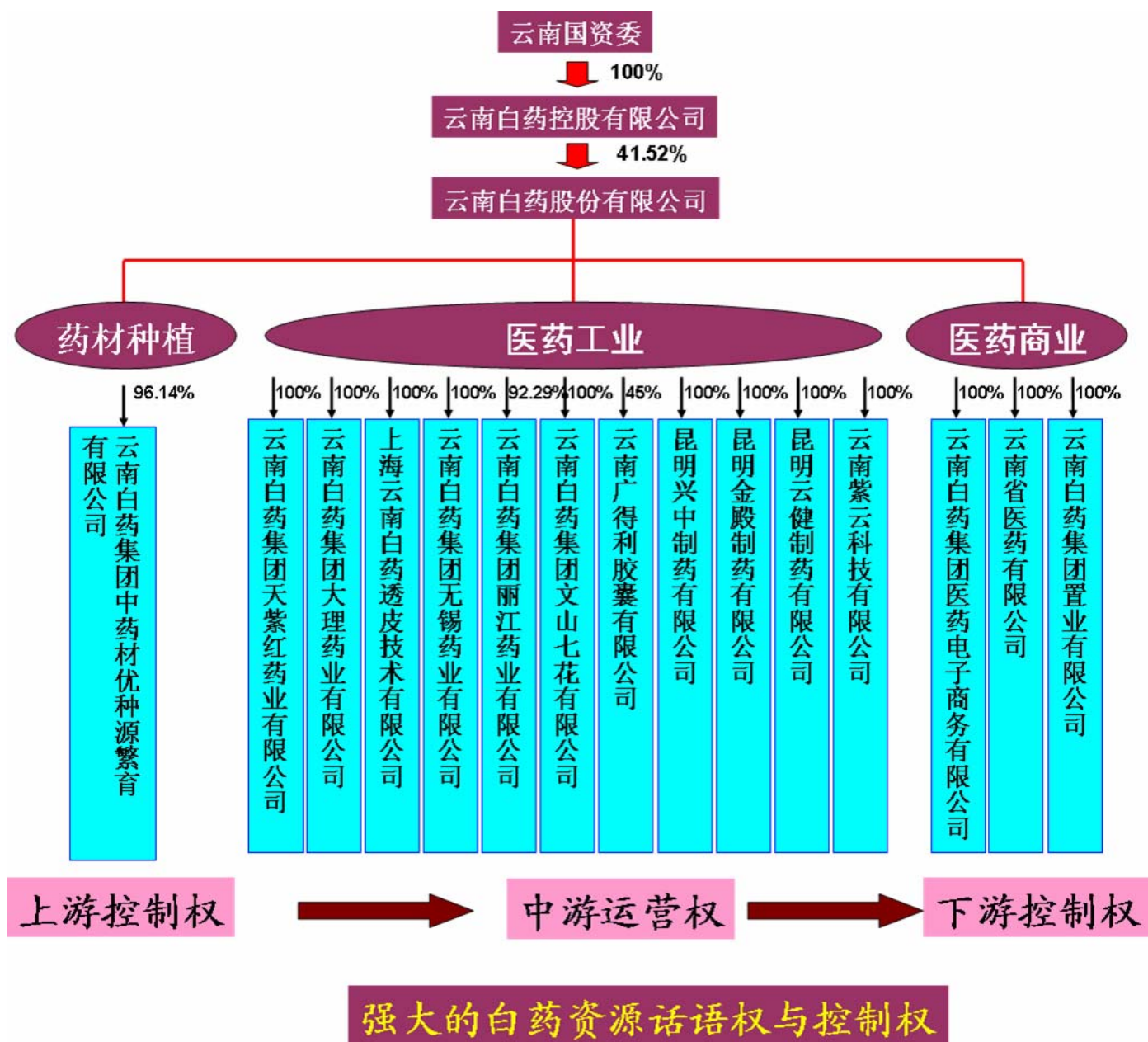
盈利预测及估值简表(单位：百万)

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入	4263.27	5723.20	7080.56	8850.70	11063.38
同比	33.05%	34.24%	23.72%	25.00%	25.00%
归属母公司净利润	330.21	465.42	593.72	841.59	1050.59
EPS(摊薄，元/股)	0.68	0.87	1.11	1.58	1.97

资料来源：公司年报、齐鲁证券研究所



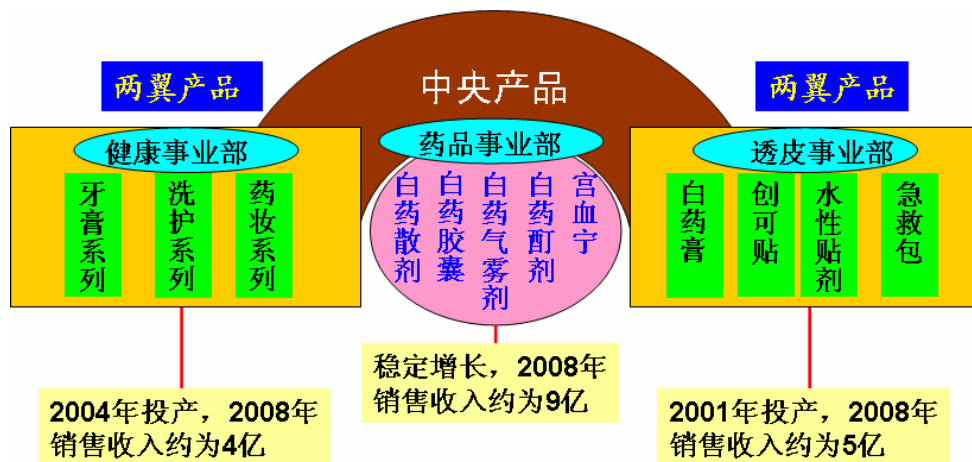
图1: 公司股权结构及其产业链布局战略



数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

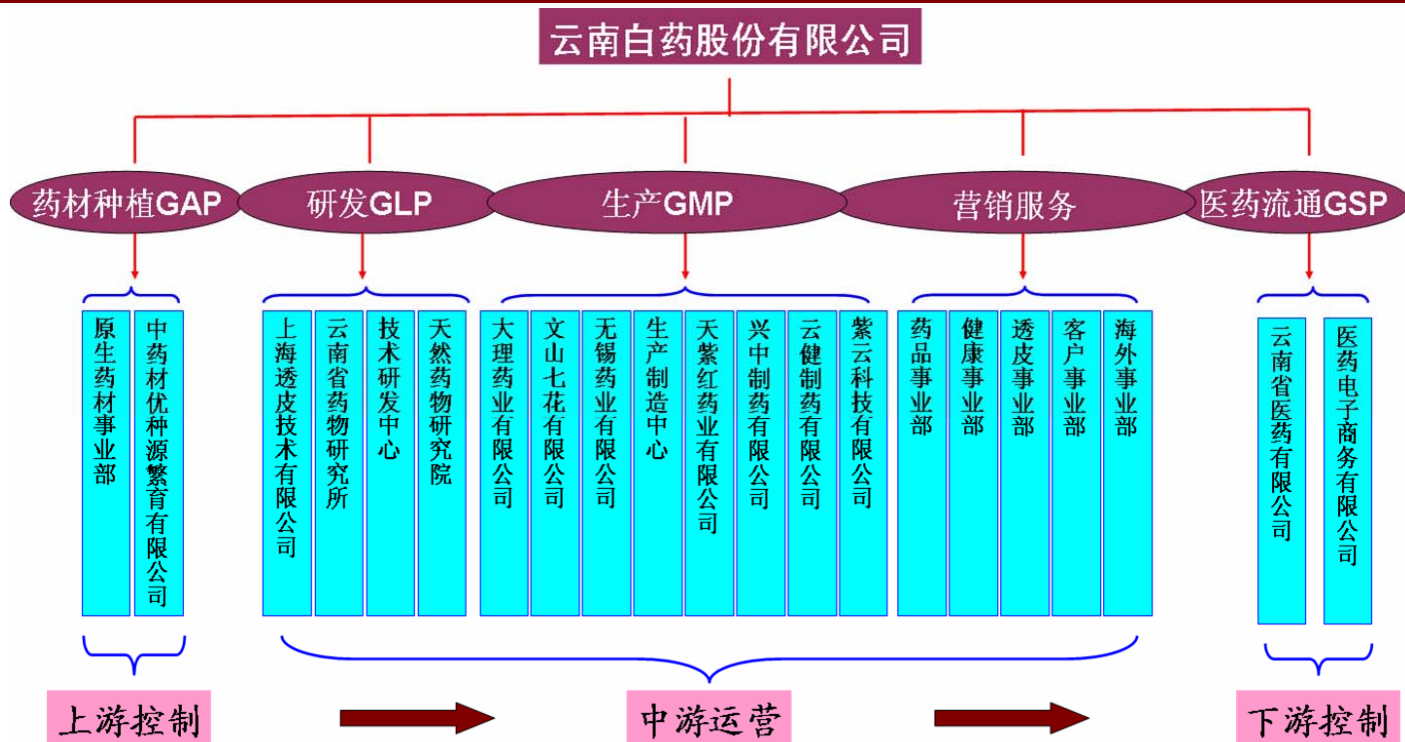


图2: 公司稳中央、突两翼的战略



数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

图3: 云南白药打造上中下游一体化的天然植物药产业链

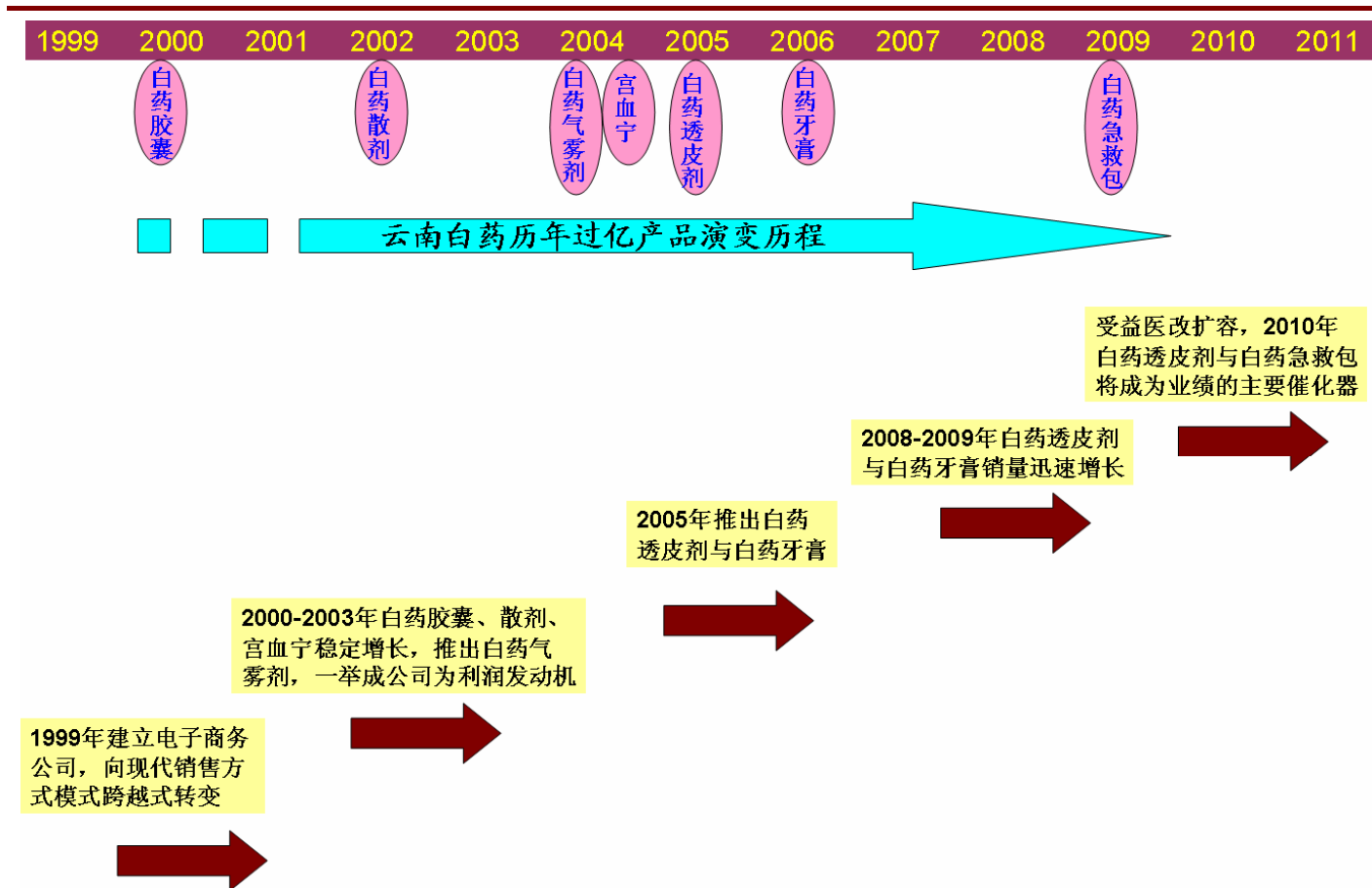


环环相扣, 浑然天成, 打造紧密贯穿上中下游的天然植物药产业链

数据来源: 公司报告、齐鲁证券研究所

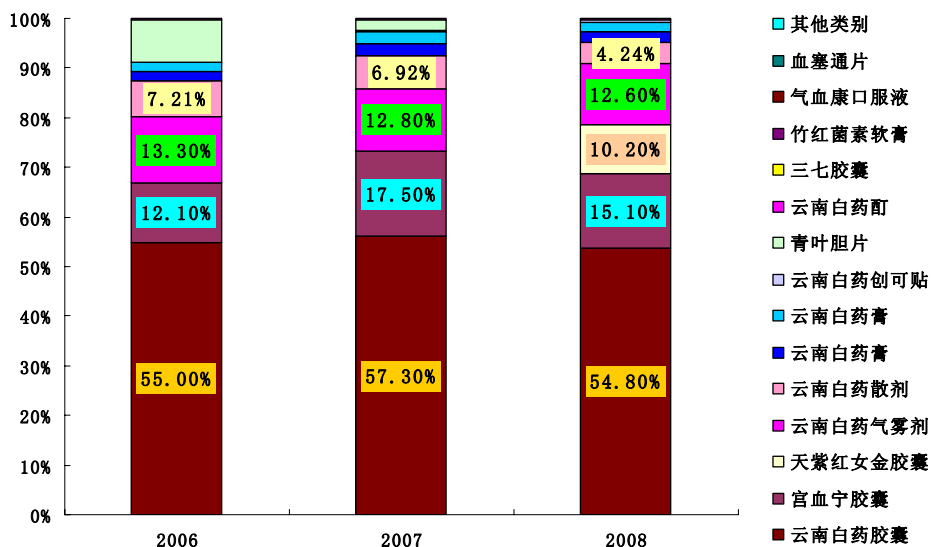


图4: 云南白药历年过亿产品（2009年为推测数）演变历程与经营大事时钟



数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所

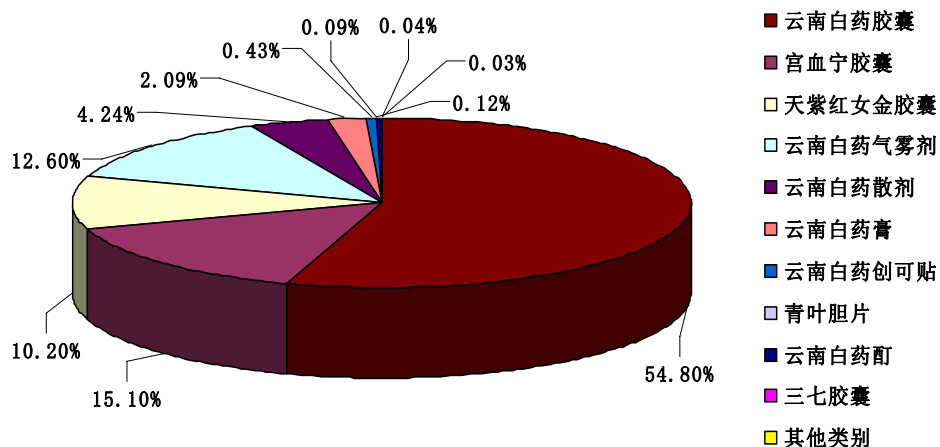
图5: 公司2006-2008年产品格局变化



资料来源：SFDA 南方医药经济研究所、齐鲁证券研究所

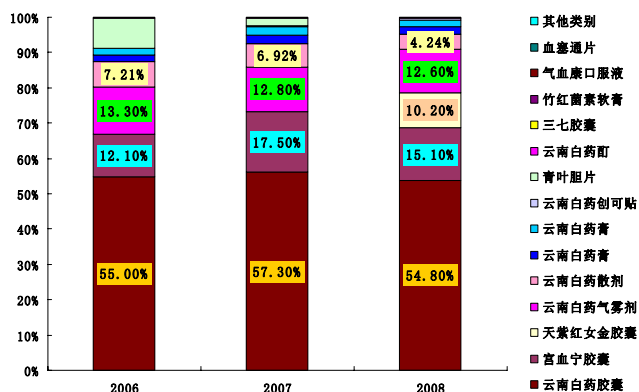


图6: 云南白药2008年销售品种份额



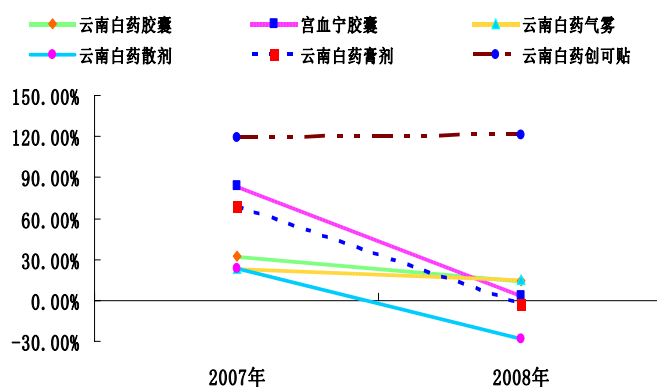
数据来源: SFDA 南方医院经济研究所、齐鲁证券研究所

图7: 云南白药近三年销售品种份额变化



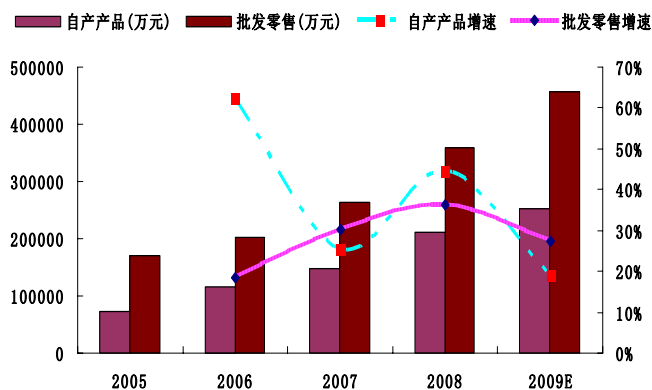
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图8: 云南白药医院终端销售增长情况



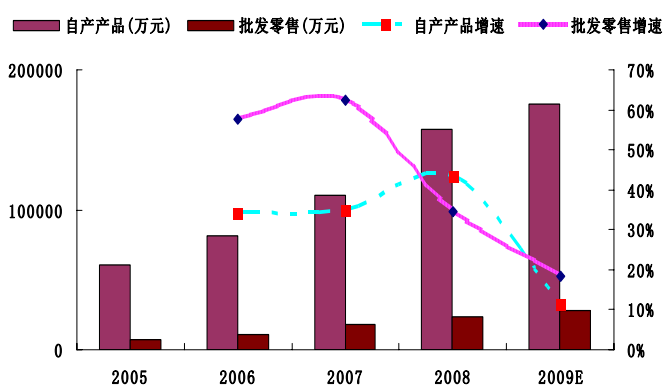
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图9: 云南白药2005-2009年营业收入及其增速



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

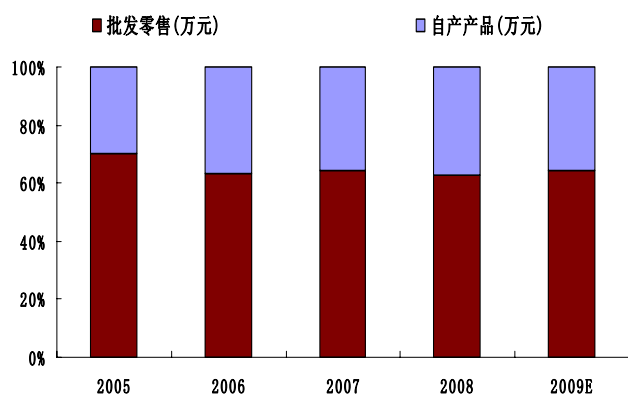
图10: 云南白药2005-2009年营业利润及其增速



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

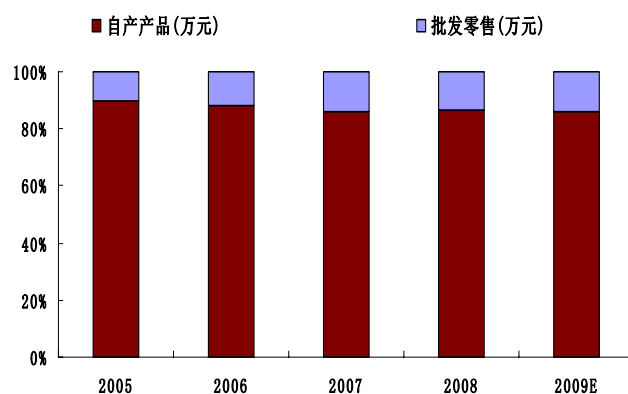


图11: 公司销售收入结构



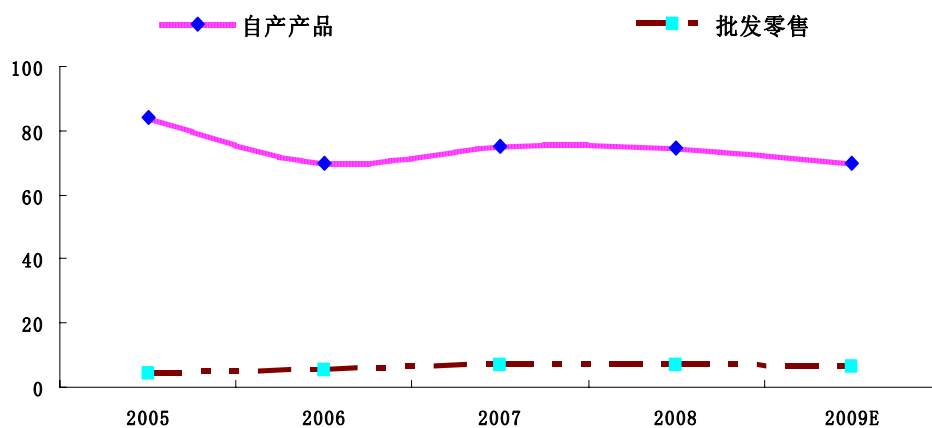
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图12: 公司销售毛利结构



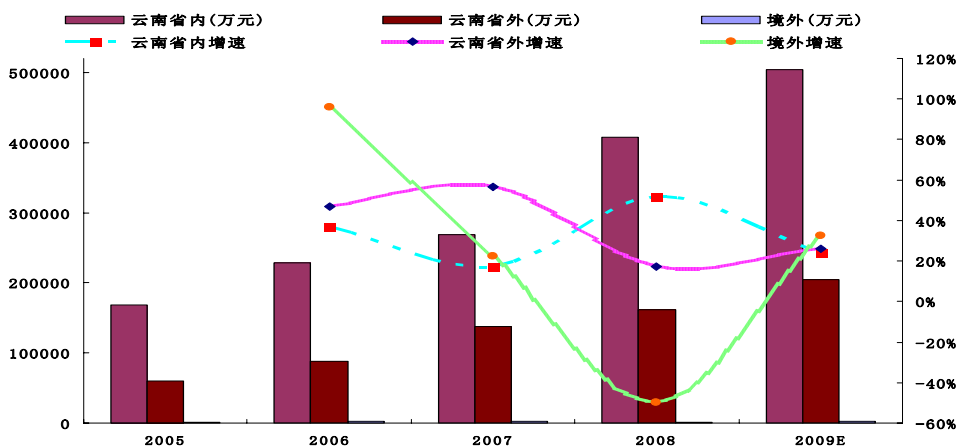
资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图13: 公司各项业务毛利率变化



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所

图14: 云南白药2005-2009年销售区域分布及其增速



资料来源: WIND 资讯、齐鲁证券研究所



表 1、公司进入 2009 年医保甲类品种的最高零售指导价格变动及收入占比

品种	原价(元)	现价(元)	变动	08 年产品销售收入	销售收入占比	分产品占比
云南白药胶囊	40.4	40.4	0			84.8%
云南白药气雾剂	33.2	34.2	3.01%	8.5 亿元	40%	12.6%
云南白药膏	4.8	5.1	6.25%			2.09%
云南白药酊	12.1	12.1	0			0.09%

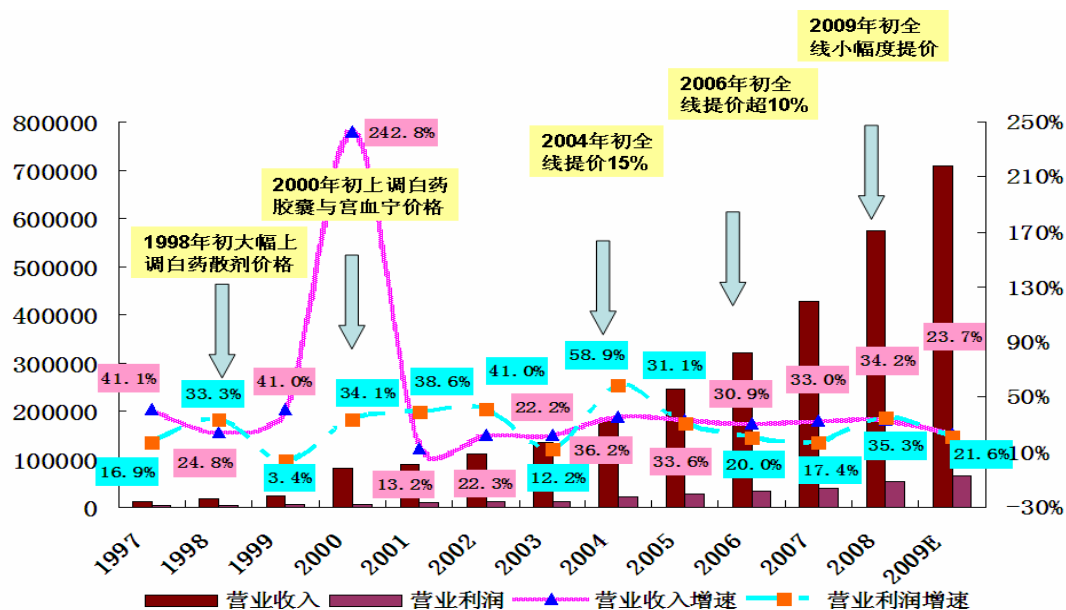
资料来源：齐鲁证券研究所

表 2、公司中央产品提价情况

药品名称	药品规格	原出厂价(元)	调整后出厂价(元)	出厂价上调幅度	最高零售价(元)
云南白药胶囊	0.25 克*32 粒/盒	31.6	33.38	5.63%	40.4
云南白药胶囊	0.25 克*16 粒/盒	16.2	17.1	5.56%	20.7
云南白药气雾剂	50 克*60 克/瓶	28.3	28.31	0.04%	34.2
云南白药气雾剂	85 克*30 克/瓶	28.3	28.5	0.71%	34.5
云南白药气雾剂	85 克*60 克/瓶	27	28.5	5.56%	34.5
云南白药散剂	4 克/袋	9.5	10	5.26%	12.1
云南白药酊	30ml/盒	5.9	7.32	24.07%	8.9
云南白药酊	50ml/盒	9.9	11.81	19.29%	14.3
云南白药酊	60ml/盒	13.6	13.97	2.72%	16.9
云南白药酊	90ml/盒	20.1	20.33	1.14%	24.6
云南白药酊	120ml/盒	26.5	26.51	0.04%	32.1
宫血宁	18 粒*1 板/盒	16.3	17.23	5.71%	20.9

资料来源：齐鲁证券研究所

图 15：云南白药历年产品提价拉动业绩增长情况



医保护容，
价量齐升，
强劲推动
业绩高速
增长

2010年初全线提
价，最高达24%

数据来源：公司报告、齐鲁证券研究所




投资评级说明

类别	级别	定义
股票	推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 20%以上
	谨慎推荐	预计未来 6-12 个月内，股价相对强于市场基准指数 10%—20%
	中性	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数变动幅度为-10%—10%
	回避	预计未来 6-12 个月内，股价相对市场基准指数跌幅为 10%以上
行业	推荐	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对强于市场基准指数
	中性	预计未来 6-12 个月内，行业指数将基本与市场基准指数持平
	回避	预计未来 6-12 个月内，行业指数将相对弱于市场基准指数

重要声明

本报告基于我公司及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研资料，但我公司及其研究人员对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，且本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整。报告中的信息或所表达意见不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议，我公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。在法律允许的情况下，我公司及其我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投资银行、财务顾问和金融产品等各种金融服务。我公司及其我公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之前已经使用或了解其中的信息。

本报告版权归“齐鲁证券研究所”所有。未经事先书面授权，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。如引用、刊发，需注明出处为“齐鲁证券研究所”，且不得对本报告进行有悖原意的删节或修改。

齐鲁证券有限公司研究所

地址：上海浦电路 438 号双鸽大厦 19 层

邮编：200122

电话：(8621) 5820-8334

传真：(8621) 5830-6843

地址：山东济南市经十路 71 号华特广场 B 座 5F

邮编：250061

电话：(86531) 8128-3789

传真：(86531) 8128-3791