

收购西双版纳制药厂，进军傣药产业

- **事件：**云南白药发布公告称，公司以 1160.61 万元的价格作为股权转让的总价款，收购西双版纳制药有限公司 100% 的股权，上述收购完成后，西双版纳制药有限公司将成为云南白药集团全资子公司

动态点评：

- **收购价格相对于净资产溢价 33.50%，十分便宜：**西双版纳制药有限公司评估价值为 2030 万元，扣除债权及债务，以及所有权归属于西双版纳制药有限公司的存货价值等共计 869.39 万元后，双方确定以人民币 1160.61 万元的价格作为股权转让的总价款，而根据最新的会计师事务所资产审计情况，西双版纳制药有限公司净资产为 869.39 万元。因而收购价格相对于净资产溢价 33.50%，十分便宜。

- **西双版纳制药有限公司以傣药为发展方向：**公司以生产“版纳”、“傣雅叫”为品牌的外用药橡胶膏剂产品为主，形成了以中药保护品种“一枝蒿伤湿祛痛膏”为傣药特色，关节止痛膏、消炎镇痛膏、伤湿止痛膏、麝香伤湿止痛膏等 OTC 系列产品。

一枝蒿伤湿祛痛膏主要用于祛风湿疼痛，是以短柄乌头为主要成份，配以十余种名贵中药特制而成，早在明清年代，民间就广泛利用植物雪上一枝蒿来治疗风湿疼痛、跌打损伤。目前生产厂家只有西双版纳制药有限公司和贵阳卫生材料厂两家。

- **云南白药借机进军傣药产业：**傣医药是我国四大民族医药（藏医药、维吾尔医药、蒙医药和傣医药）之一。相比于已经实现大规模产业化并畅销海内外的藏医药和维吾尔医药，傣药仍处于“久居深巷、亟待开发”的状态。此次收购西双版纳制药有限公司，为公司进军傣药产业提供了一个非常好的窗口，短期来看，公司强大的销售资源和品牌资源可帮助傣药品种迅速打开市场实现快速增长，长期来看，公司今后可能布局“白药、傣药”两大传统中药领域，为公司业绩增长寻找到新的蓝海市场。

- **投资建议：**此次收购对公司业绩影响很小，但考虑到公司今年上半年销售收入同比大幅度增长，同期净利润同比增长在 50%—70%。因此，我们上调对公司全年的盈利预测。预计公司 2010—2012 年实现每股收益 1.60 元、2.08 元、2.60 元，给予该股买入的投资评级。



东方证券
ORIENT SECURITIES

李淑花

医药行业首席分析师

8621-63325888 × 6088

lishuhua@orientsec.com.cn

执业证书编号：S0860208110154

投资评级 **买入** 增持 中性 减持 (维持)

股价 (2010 年 6 月 21 日) 61.55 元

目标价格 75 元

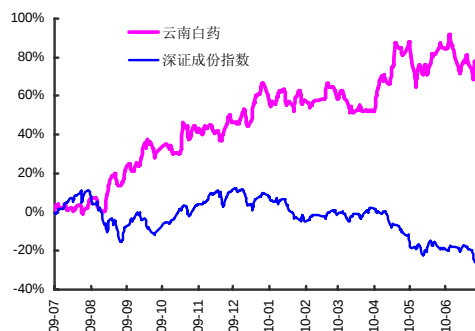
总股本/A 股 (万股) 53405/53405

国家/地区 中国

行业 医药

报告日期 2010 年 7 月 6 日

股价表现



财务预测

重要财务指标	单位:百万元			
主要财务指标	2009A	2010E	2011E	2012E
营业收入	7172	9467	12307	15383
同比(%)	25%	32%	30%	25%
归属母公司净利润	604	854	1109	1389
同比(%)	30%	41%	30%	25%
毛利率(%)	30.4%	31.0%	31.1%	31.1%
ROE(%)	16.9%	19.7%	20.4%	20.5%
每股收益(元)	1.13	1.60	2.08	2.60
P/E(倍)	54.45	38.48	29.65	23.66
P/B (倍)	9.18	7.59	6.05	4.85

资料来源：公司数据，东方证券研究所预测

东方证券股份有限公司及其关联机构在法律许可的范围内正在或将要与本研究报告所分析的企业发展业务关系。因此，投资者应当考虑到本公司可能存在对报告的客观性产生影响的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的唯一因素。

有关分析师的申明，见本报告最后部分。其他重要信息披露见分析师申明之后部分，或请与您的投资代表联系。并请阅读报告最后一页的免责声明。

附表：财务报表预测与比率分析

资产负债表					利润表				
单位:百万元					单位:百万元				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5009	6516	7386	9108	营业收入	7172	9467	12307	15383
现金	2284	3000	2800	3500	营业成本	4995	6532	8479	10607
应收账款	235	284	377	474	营业税金及附加	37	51	65	82
其它应收款	42	148	181	211	营业费用	1237	1605	2086	2615
预付账款	243	392	477	610	管理费用	239	312	406	511
存货	1649	2069	2686	3360	财务费用	-30	-36	-30	-57
其他	556	623	864	953	资产减值损失	6	0	0	0
非流动资产	996	2033	2139	2758	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	35	35	35	投资净收益	4	0	0	0
固定资产	258	1338	1535	2244	营业利润	692	1003	1300	1626
无形资产	377	382	377	372	营业外收入	17	0	0	0
其他	325	278	192	107	营业外支出	3	0	0	0
资产总计	6005	8549	9525	11866	利润总额	706	1003	1300	1626
流动负债	2190	4165	4032	5037	所得税	96	149	191	237
短期借款	10	1209	386	681	净利润	609	854	1109	1389
应付账款	769	980	1272	1591	少数股东损益	5	0	0	0
其他	1412	1976	2375	2765	归属于母公司净利润	604	854	1109	1389
非流动负债	185	7	7	7	EBITDA	697	1050	1415	1768
长期借款	7	7	7	7	EPS (元)	1.13	1.60	2.08	2.60
其他	179	-0	-0	-0	主要财务比率				
负债合计	2375	4171	4039	5044	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	49	49	49	49	成长能力				
股本	534	534	534	534	营业收入	25.3%	32.0%	30.0%	25.0%
资本公积	1397	1397	1397	1397	营业利润	30.8%	45.0%	29.6%	25.1%
留存收益	1650	2397	3506	4842	归属于母公司净利润	29.7%	41.5%	29.8%	25.3%
归属母公司股东权益合计	3581	4329	5437	6773	获利能力				
负债和股东权益	6005	8549	9525	11866	毛利率	30.4%	31.0%	31.1%	31.1%
现金流量表					净利率	8.4%	9.0%	9.0%	9.0%
单位:百万元					ROE	16.9%	19.7%	20.4%	20.5%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROIC	50.0%	37.7%	41.7%	39.4%
经营活动现金流	461	650	845	1219	偿债能力				
净利润	609	854	1109	1389	资产负债率	39.6%	48.8%	42.4%	42.5%
折旧摊销	35	83	145	199	净负债比率				
财务费用	-30	-36	-30	-57	流动比率	2.29	1.56	1.83	1.81
投资损失	-4	0	0	0	速动比率	1.51	1.05	1.14	1.11
营运资金变动	-175	-83	-421	-355	营运能力				
其它	25	-168	42	43	总资产周转率	1.31	1.30	1.36	1.44
投资活动现金流	-335	-1060	-251	-819	应收账款周转率	31	31	32	31
资本支出	502	1100	250	818	应付账款周转率	6.81	7.47	7.53	7.41
长期投资	-3	-1	0	0	每股指标 (元)				
其他	165	39	-1	-1	每股收益	1.13	1.60	2.08	2.60
筹资活动现金流	-178	1127	-794	300	每股经营现金流	0.86	1.22	1.58	2.28
短期借款	-11	1199	-824	296	每股净资产	6.71	8.11	10.18	12.68
长期借款	0	0	0	0	估值比率				
普通股增加	0	0	0	0	P/E	54.45	38.48	29.65	23.66
资本公积增加	0	0	0	0	P/B	9.18	7.59	6.05	4.85
其他	-167	-72	30	4	EV/EBITDA	44	29	22	17
现金净增加额	-52	716	-200	700					

资料来源：东方证券研究所

附图：云南白药近期资金流向



注： 超级资金(>50 万股或 100 万元)：体现了超大户或者机构当日的净买卖方向；
 散户资金(<1 万股或 5 万元)：体现了散户当日的净买卖方向；
 当日净量：红柱为净买入，绿柱为净卖出，数值为当日净量占流通盘的百分比；
 60 日累计：当日净量的 60 日累计值；
 10 日均值：60 日累计线的 10 日平滑。

资料来源：益盟，东方证券研究所

分析师申明

每位负责撰写本研究报告全部或部分内容的研究分析师在此作以下声明：

分析师在本报告中对所提及的证券或发行人发表的任何建议和观点均准确地反映了其个人对该证券或发行人的看法和判断；分析师薪酬的任何组成部分无论是在过去、现在及将来，均与其在本研究报告中所表述的具体建议或观点无任何直接或间接的关系。

投资评级和相关定义

报告发布日后的 12 个月内的公司的涨跌幅相对同期的上证指数/深证成指的涨跌幅为基准；

公司投资评级的量化标准

买入：相对强于市场基准指数收益率 15%以上；

增持：相对强于市场基准指数收益率 5%~15%；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

减持：相对弱于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该股票不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该股票的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：根据监管制度及本公司相关规定，研究报告发布之时该投资对象可能与本公司存在潜在的利益冲突情形；亦或是研究报告发布当时该股票的价值和价格分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确投资评级；分析师在上述情况下暂停对该股票给予投资评级等信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该股票的投资评级、盈利预测及目标价格等信息不再有效。

行业投资评级的量化标准：

看好：相对强于市场基准指数收益率 5%以上；

中性：相对于市场基准指数收益率在-5%~+5%之间波动；

看淡：相对于市场基准指数收益率在-5%以下。

未评级：由于在报告发出之时该行业不在本公司研究覆盖范围内，分析师基于当时对该行业的研究状况，未给予投资评级等相关信息。

暂停评级：由于研究报告发布当时该行业的投资价值分析存在重大不确定性，缺乏足够的研究依据支持分析师给出明确行业投资评级；分析师在上述情况下暂停对该行业给予投资评级信息，投资者需要注意在此报告发布之前曾给予该行业的投资评级信息不再有效。

免责声明

本报告由东方证券股份有限公司（以下简称“本公司”）制作及发布。

本研究报告仅供本公司的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本研究报告是基于本公司认为可靠的且目前已公开的信息撰写，本公司力求但不保证该信息的准确性和完整性，客户也不应该认为该信息是准确和完整的。同时，本公司不保证文中观点或陈述不会发生任何变更，在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。本公司会适时更新我们的研究，但可能会因某些规定而无法做到。除了一些定期出版的报告之外，绝大多数研究报告是在分析师认为适当的时候不定期地发布。

在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议，也没有考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需求。客户应考虑本报告中的任何意见或建议是否符合其特定状况，若有必要应寻求专家意见。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。

本报告中提及的投资价格和价值以及这些投资带来的收入可能会波动。过去的表现并不代表未来的表现，未来的回报也无法保证，投资者可能会损失本金。外汇汇率波动有可能对某些投资的价值或价格或来自这一投资的收入产生不良影响。

那些涉及期货、期权及其它衍生工具的交易，因其包括重大的市场风险，因此并不适合所有投资者。

在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任，投资者需自行承担风险。

本报告主要以电子版形式分发，间或也会辅以印刷品形式分发，所有报告版权均归本公司所有。未经本公司事先书面授权，任何机构或个人不得以任何形式复制、转发或公开传播本报告的全部或部分内容，不得将报告内容作为诉讼、仲裁、传媒所引用之证明或依据，不得用于营利或用于未经允许的其它用途。

如需引用、刊发或转载本报告，需注明出处为东方证券研究所，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

东方证券研究所

地址：上海市中山南路 318 号东方国际金融广场 26 楼

联系人：王骏飞

电话：021-63325888*1131

传真：021-63326786

网址：www.dfzq.com.cn

Email：wangjunfei@orientsec.com.cn