

中药 III

周锐 S0960207090141

0755-82026719

zhourui@cjis.cn

余方升

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12 个月目标价: 65.00 元

当前股价: 50.49 元

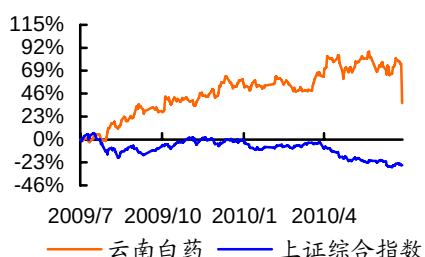
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2475.42
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	629
流通市值(亿)	318
EPS (TTM)	0.95
每股净资产(元)	5.23
资产负债率	39.6%

股价表现

(%)	1M	3M	6M
云南白药	5.10	8.43	11.78
上证综合指数	-1.50	-22.55	-24.81



相关报告

《云南白药-转型期仍保持高速增长》
2009-8-17
《云南白药-业绩符合预期 公司志存高远》
2009-4-24
《云南白药-值得长期投资的优质企业》
2009-2-22

云南白药

000538

强烈推荐

实现突破式发展的中药领军品牌

7 月 19 日, 我们与公司高管就当前医药政策和主营情况进行了交流。

投资要点:

- **公司发展战略比较清晰, 实现传统白药突破式发展。**传统白药市场空间相对有限, 而公司充分发挥百年品牌优势, 将白药和日用品结合起来, 切入到规模潜力巨大的健康产业领域, 成功实现了突破式发展, 这代表了我国中药行业未来发展的一种新趋势;
- **工业加快增长推动中期业绩超市场预期, 预计中期增速可超过 35%。**公司中期预告净利润同比增幅 50%-70%, 这主要得益于工业方面的健康业务和透皮剂快速增长所致, 药品系列则相对平稳, 这正与公司一直推行的“稳中央突两翼”战略相符;
- **药品系列平稳增长。**年初提价使得白药产品系列有所影响, 但总体来说还是带来正面效应的。未来将长期受益于基层放量;
- **健康业务有较大增幅主要来自于牙膏销售翻番。**作为国内功能性牙膏第一品牌, 白药牙膏通过重塑中药消费模式, 迅速抢占市场, 上半年增速翻番, 全年销售收入有望达到 10 亿。此外通过美国 FDA 认证也将带来积极影响。洗护系列等正处于试销阶段, 未来预计逐步向全国拓展。药妆品种也在积极准备中;
- **透皮剂销售情况较为良好。**其中白药膏提价后带来较大增长效应, 创可贴则相对平稳。此外, 急救包销售开始有所突破。
- **医药商业规模较大, 增速平稳。**医药商业集中在云南省内, 预计中期增速 20% 多;
- **增长动力源泉仍然充足, 维持强烈推荐的投资评级。**公司品牌优势突出, 战略规划清晰, 主导产品发展势头良好。此外整体搬迁有望年内基本完成, 产能预计明年下半年开始释放, 未来公司将进入新的发展阶段, 前景值得期待。我们初步预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.33、1.79 和 2.32 元 (除权后), 今后 3 年年均复合增长率可望超过 35%, 维持强烈推荐的投资评级。

主要财务指标

单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7172	9455	11983	14844
同比(%)	25%	32%	27%	24%
归属母公司净利润(百万元)	604	926	1240	1612
同比(%)	30%	53%	34%	30%
毛利率(%)	30.4%	31.9%	32.5%	33.1%
ROE(%)	16.9%	21.4%	23.2%	24.4%
每股收益(元)	0.87	1.33	1.79	2.32
P/E	58.06	37.85	28.27	21.74
P/B	9.79	8.11	6.57	5.30
EV/EBITDA	47	30	22	17

资料来源: 中投证券研究所

表 1: 云南白药主营业务收入及成本预测 (单位: 万)

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入					
工业:	211941	258308	357851	463510	587443
白药系列产品		105000	126000	151200	181440
透皮剂		55000	77000	100100	130130
牙膏		57400	97580	136612	177596
其它		40908	57271	75598	98277
商业	358904	457786	585966	732458	893598
酒店及其它	564	298	477	715	1073
其它业务收入	911	786	1178	1650	2310
合计	572320	717178	945473	1198333	1484424
营业成本					
工业	59937	68739	91492	118939	151053
商业	334934	429997	550826	688533	840010
酒店及其它	358	236	380	570	855
其它业务收入	514	571	853	1194	1672
合计	395743	499543	643551	809236	993589
毛利率					
工业	71.72%	73.39%	74.43%	74.34%	74.29%
商业	6.68%	6.07%	6.00%	6.00%	6.00%
酒店及其它	36.52%	20.81%	20.31%	20.31%	20.31%
其它业务收入	43.55%	27.38%	27.62%	27.62%	27.62%
合计	30.85%	30.35%	31.93%	32.47%	33.07%

数据来源: 中投证券研究所

附：财务预测表

资产负债表					利润表				
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
流动资产	5009	5630	7011	8737	营业收入	7172	9455	11983	14844
现金	2284	1958	2397	3143	营业成本	4995	6436	8092	9936
应收账款	235	329	385	492	营业税金及附加	37	47	60	74
其它应收款	42	143	177	178	营业费用	1237	1607	2037	2524
预付账款	243	399	521	580	管理费用	239	293	365	445
存货	1649	2104	2646	3249	财务费用	-30	-10	-3	-11
其他	556	698	885	1096	资产减值损失	6	22	14	18
非流动资产	996	1392	1558	1609	公允价值变动收益	0	0	0	0
长期投资	36	38	37	37	投资净收益	4	4	5	4
固定资产	258	707	933	1042	营业利润	692	1063	1422	1862
无形资产	377	372	367	362	营业外收入	17	18	22	19
其他	325	274	221	168	营业外支出	3	5	4	4
资产总计	6005	7022	8569	10345	利润总额	706	1076	1440	1877
流动负债	2190	2462	2980	3469	所得税	96	147	197	257
短期借款	10	10	19	10	净利润	609	929	1243	1620
应付账款	769	990	1245	1529	少数股东损益	5	3	3	8
其他	1412	1461	1715	1930	归属母公司净利润	604	926	1240	1612
非流动负债	185	185	185	185	EBITDA	697	1110	1502	1951
长期借款	7	7	7	7	EPS (元)	0.87	1.33	1.79	2.32
其他	179	179	179	179	主要财务比率				
负债合计	2375	2647	3165	3654	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	49	52	55	63	成长能力				
股本	534	694	694	694	营业收入	25.3%	31.8%	26.7%	23.9%
资本公积	1397	1189	1189	1189	营业利润	30.8%	53.7%	33.8%	30.9%
留存收益	1650	2440	3466	4745	归属于母公司净利润	29.7%	53.4%	33.9%	30.1%
归属母公司股东权益	3581	4324	5349	6628	获利能力				
负债和股东权益	6005	7022	8569	10345	毛利率	30.4%	31.9%	32.5%	33.1%
现金流量表					净利率	34.4%	37.2%	39.7%	38.1%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	16.9%	21.4%	23.2%	24.4%
经营活动现金流	461	274	888	1227	ROIC	50.0%	43.6%	47.1%	52.3%
净利润	609	932	1252	1626	偿债能力				
折旧摊销	35	56	83	99	资产负债率	39.6%	38.6%	38.2%	35.4%
财务费用	-30	-14	-14	-18	净负债比率				
投资损失	-4	-4	-5	-4	流动比率	2.29	2.17	2.22	2.47
营运资金变动	-175	-764	-466	-519	速动比率	1.51	1.32	1.35	1.49
其它	25	68	38	41	营运能力				
投资活动现金流	-335	-426	-249	-150	总资产周转率	1.31	1.46	1.54	1.58
资本支出	502	450	250	150	应收账款周转率	31	29	29	29
长期投资	-3	2	-1	0	应付账款周转率	6.81	7.32	7.24	7.16
其他	165	26	0	-0	每股指标 (元)				
筹资活动现金流	-178	-175	-201	-330	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.33	1.79	2.32
短期借款	-11	0	9	-9	每股经营现金流(最新摊薄)	0.66	0.40	1.28	1.77
长期借款	0	0	0	0	每股净资产(最新摊薄)	5.16	6.22	7.69	9.53
普通股增加	0	160	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-208	0	0	P/E	58.06	37.85	28.27	21.74
其他	-167	-126	-210	-321	P/B	9.79	8.11	6.57	5.30
现金净增加额	-52	-326	439	746	EV/EBITDA	47	30	22	17

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

投资评级定义

公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在 $\pm 10\%$ 以内
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖” 医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

余方升, 医药行业研究员助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所。

免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

深圳	北京	上海
深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼 邮编: 518000 传真: (0755) 82026711	北京市西城区闹市口大街 1 号长安兴融中心 2 号楼 7 层 邮编: 100031 传真: (010) 66276939	上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼 邮编: 200041 传真: (021) 62171434