

中药III

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余方升

S0960110030152

0755-82026844

yufangsheng@cjis.cn

6-12个月目标价: 65.00元

当前股价: 56.39元

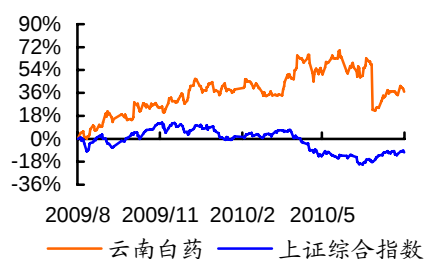
评级调整: 维持

基本资料

上证综合指数	2642.31
总股本(百万)	694
流通股本(百万)	629
流通市值(亿)	355
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	10.24	17.16	28.85
上证综合指数	4.49	3.38	-12.45



相关报告

《云南白药-实现突破式发展的中药领军品牌》2010-7-20

《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

000538

强烈推荐

中期业绩优良, 持续向好趋势仍可期待

云南白药上半年归属于母公司净利润 4.31 亿, 同比增长 61.95%, 对应 EPS 为 0.62 元。

投资要点:

- **中期净利润快速增长, 费用率有所下降。**1-6 月公司实现营业收入 45.02 亿, 同比增长 26.74%。归属于上市公司股东的净利润 4.31 亿, 同比增长 61.95%。净利润增速明显快于销售收入增速主要系各项费用率均有一定程度下降所致;
- **医药工业增速良好。**上半年医药工业销售收入达到 16.03 亿, 同比增长 26.86%, 毛利率提升 1.29% 至 73.31%。其中, 健康业务快速增长, 药品系列和透皮剂则相对平稳:
 - **药品系列价增量稳。**药品系列上半年增长约 20%, 提价带来的影响已基本消化, 未来基层放量将推动药品系列长期稳健增长;
 - **牙膏销售翻番推动健康业务大幅增长。**白药牙膏上半年增速翻番, 实现销售收入 4 亿多, 全年有望达到 10 亿。洗护系列和药妆未来也有望成为新的增长亮点;
 - **透皮剂销售增速约 26%。**其中白药膏增速较好, 创可贴相对平稳。急救包销售逐渐取得突破。
- **医药商业较快增速可望延续。**医药商业前 6 月实现营收 28.88 亿, 同比增长 26.28%, 贡献净利润约 7000 万, 预计未来仍有望保持 20% 以上的增速;
- **未来成长空间仍很广阔, 维持强烈推荐评级。**公司整体搬迁年内有望基本完成, 明年产能释放将推动公司迈入新的发展阶段。预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.33、1.79 和 2.32 元, 今后 3 年 CAGR 可望超过 35%, 维持强烈推荐的投资评级。

风险提示:

- 公司营收规模很大, 未来业绩持续快速增长有一定难度。

主要财务指标

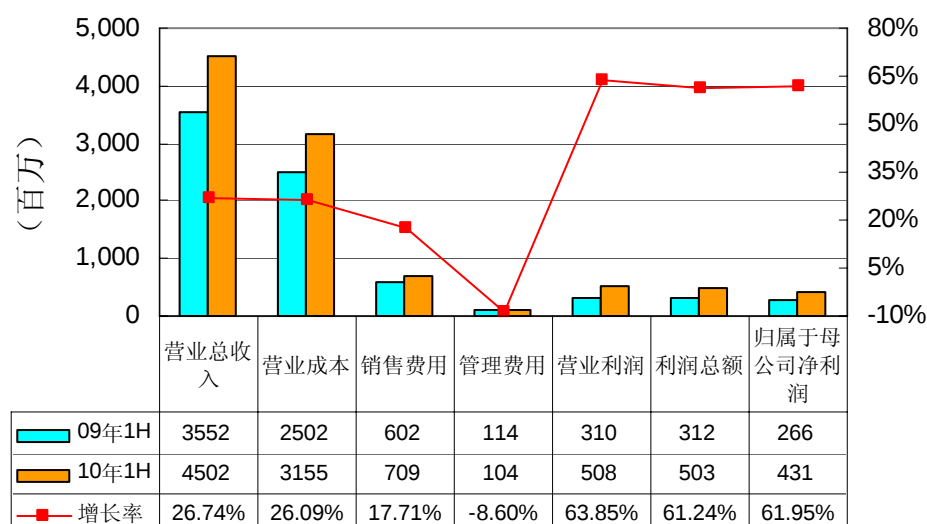
单位: 百万元	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入(百万元)	7172	9455	11983	14844
同比(%)	25%	32%	27%	24%
归属母公司净利润(百万元)	604	926	1240	1612
同比(%)	30%	53%	34%	30%
毛利率(%)	30.4%	31.9%	32.5%	33.1%
ROE(%)	16.9%	22.3%	23.9%	25.0%
每股收益(元)	0.87	1.33	1.79	2.32
P/E	64.85	42.27	31.58	24.28
P/B	10.93	9.41	7.56	6.07
EV/EBITDA	53	33	25	19

资料来源: 中投证券研究所

一、主要财务数据的解读

云南白药 10 年上半年经营质量优良。前 6 月销售收入达到 45.02 亿，同比增长 26.74%。归属于母公司所有者的净利润约 4.31 亿，同比增长 61.95%，对应 EPS0.62 元。

图 1: 云南白药 10 年中期主要盈利性指标变化情况



数据来源：公司 2010 年中报 中投证券研究所

从分项指标来看：

营业收入同比增长 26.74%，营业成本增速基本同步于收入；

销售费用增速低于营收增速系费用支出控制较好所致，管理费用有所减少；

财务费用为-0.11 亿，同比变化不大；

营业利润和归属于母公司净利润增速快于销售收入增速主要系各项费用率均有一定程度下降所致；

此外，经营活动现金流量净额出现负数，主要系公司购买商品支付的现金增加较多所致。

从季度数据来看，10 年 2 季度营业成本控制得比较好，毛利率环比有提升约 5%，2 季度单季实现 EPS0.38 元，创下了历年新高。

表 1: 云南白药的季度盈利性数据 (单位: 百万)

财务指标	09 年 1Q	09 年 2Q	09 年 3Q	09 年 4Q	10 年 1Q	10 年 2Q	102Q 环比
营业收入	1523	2029	1758	1861	2133	2369	11.05%
营业成本	1168	1334	1269	1223	1546	1609	4.05%
营业费用	176	426	269	367	331	378	14.35%
管理费用	43	71	50	74	50	54	6.62%
财务费用	-5	-5	-10	-10	-5	-6	14.51%
营业利润	134	176	172	210	205	304	48.43%
利润总额	136	176	173	221	203	300	47.80%
所得税	22	22	27	25	34	38	13.40%
归属于母公司净利润	113	153	144	193	167	264	57.65%
EPS	0.16	0.22	0.21	0.28	0.24	0.38	57.65%
毛利率	23.28%	34.27%	27.82%	34.27%	27.52%	32.09%	4.57%
营业费用率	11.57%	20.98%	15.28%	19.70%	15.50%	15.96%	0.46%
管理费用率	2.84%	3.49%	2.87%	3.99%	2.37%	2.27%	-0.09%
实际所得税率	16.40%	12.65%	15.59%	11.30%	16.54%	12.69%	-3.85%

资料来源: 云南白药历年报表 中投证券研究所

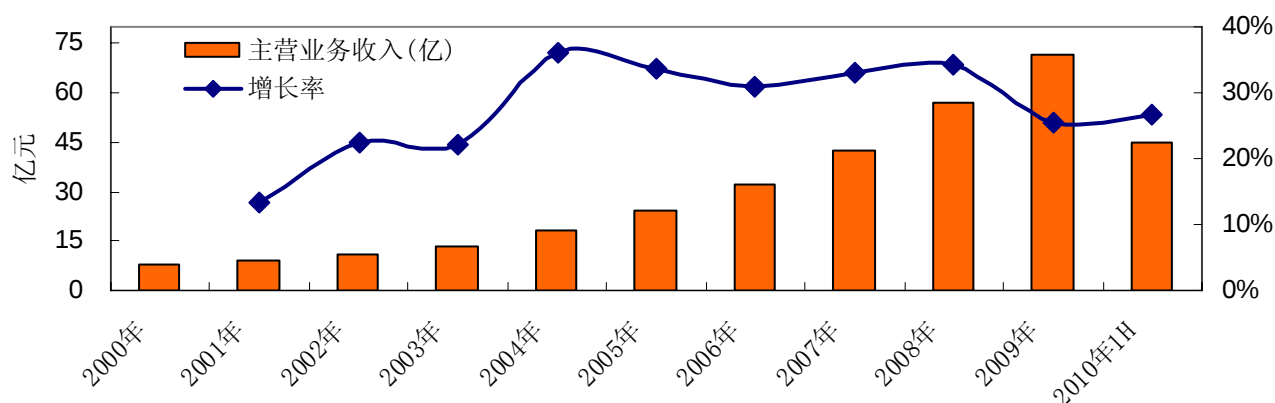
二、核心业务增长状况

公司从 04 年主营业务增速开始加快, 一直到 08 年始终保持在 30% 以上。09 年以来增速有所回落但仍超过 25%:

其中, 医药工业 10 年上半年销售收入达到 16.03 亿, 同比增长 26.86%, 毛利率同比提升 1.29% 至 73.31%;

医药商业前 6 月营收为 28.88 亿, 同比增长 26.28%, 毛利率基本保持稳定, 在云南省内销售规模仍处第一位。

图 2: 2000 年以来云南白药主要业务收入情况



资料来源: 公司历年报表 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

公司主要产品中，健康业务快速增长，药品系列和透皮剂则相对平稳：

药品系列价增量稳。药品系列上半年增长约 20%，提价带来的影响已基本消化，未来基层放量将推动药品系列长期稳健增长；

牙膏销售翻番推动健康业务大幅增长。白药牙膏上半年增速翻番，实现销售收入 4 亿多，全年有望达到 10 亿。洗护系列等未来有望成为新增长亮点；

透皮剂销售增速约 26%。其中白药膏增速较好，创可贴相对平稳等。

三、前景预期和盈利预测

总体来看，公司品牌优势非常突出，通过不断延伸产品线，有效实现了白药突破式发展。此外整体搬迁积极推进，年内有望基本完成，明年产能将开始释放，公司将迈入新的发展阶段，发展前景值得期待。

我们预计公司 10-12 年 EPS 分别为 1.33、1.79 和 2.32 元，今后 3 年 CAGR 有望超过 35%，维持强烈推荐评级。

表 2: 云南白药主营业务收入及成本预测（单位：百万）

	2008 年	2009 年	2010E	2011E	2012E
营业收入					
工业：	2119.41	2583.08	3578.51	4635.10	5874.43
白药系列产品		1050.00	1260.00	1512.00	1814.40
透皮剂		550.00	770.00	1001.00	1301.30
牙膏		574.00	975.80	1366.12	1775.96
其它		409.08	572.71	755.98	982.77
商业	3589.04	4577.86	5859.66	7324.58	8935.98
酒店及其它	5.64	2.98	4.77	7.15	10.73
其它业务收入	9.11	7.86	11.78	16.50	23.10
合计	5723.20	7171.78	9454.73	11983.33	14844.24
营业成本					
工业	599.37	687.39	914.92	1189.39	1510.53
商业	3349.34	4299.97	5508.26	6885.33	8400.10
酒店及其它	3.58	2.36	3.80	5.70	8.55
其它业务收入	5.14	5.71	8.53	11.94	16.72
合计	3957.43	4995.43	6435.51	8092.36	9935.89
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：公司历年报表 中投证券研究所

请务必阅读正文之后的免责条款部分

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	5564	7011	8563	营业收入	7172	9455	11983	14844
现金	2284	1891	2397	2969	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	6955	8569	10172	利润总额	706	1076	1440	1877
流动负债	2190	2558	3151	3470	所得税	96	147	197	257
短期借款	10	107	191	11	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	2744	3337	3656	会计年度	2009	2010E	2011E	2012E
少数股东权益	49	52	55	63	成长能力				
股本	694	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	2277	3294	4570	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	4160	5177	6453	获利能力				
负债和股东权益	6005	6955	8569	10172	毛利率	30.4%	31.9%	32.5%	33.1%
现金流量表					净利率	8.4%	9.8%	10.3%	10.9%
会计年度	2009	2010E	2011E	2012E	ROE	16.9%	22.3%	23.9%	25.0%
经营活动现金流	461	275	890	1228	ROIC	50.0%	43.6%	47.1%	52.3%
净利润	609	929	1243	1620	偿债能力				
折旧摊销	35	56	83	99	资产负债率	39.6%	39.4%	38.9%	35.9%
财务费用	-30	-10	-3	-11	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	-242	-135	-505	每股收益(最新摊薄)	0.87	1.33	1.79	2.32
短期借款	-11	97	84	-179	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	5.99	7.46	9.29
普通股增加	160	0	0	0	估值比率				
资本公积增加	0	-208	0	0	P/E	64.85	42.27	31.58	24.28
其他	-327	-130	-219	-326	P/B	10.93	9.41	7.56	6.07
现金净增加额	-52	-393	506	572	EV/EBITDA	53	33	25	19

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

研究团队简介

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, 8 年证券行业从业经验, 2006 年、2007 年和 2009 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, 医药行业研究助理, 理学学士, 经济学硕士, 2009 年加入中投证券研究所, 负责中药行业研究;

余文心, 医药行业研究助理, 北京大学药学、经济学双学士, 北京大学药事管理、澳门大学医药管理双硕士。2010 年加入中投证券研究所, 负责化学药及医药政策研究;

江琦, 医药行业研究助理, 上海交大生物工程学士, 经济学硕士, 2010 年加入中投证券研究所, 负责生物制药行业研究。

管猛, 医药品牌销售经理, 复旦大学硕士, 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

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

北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层
邮编: 100032
传真: (010) 63222939

上海

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