

云南白药：跨越百亿，谱写新篇章

2010 年报点评

报告摘要：

- **跨越百亿收入，业绩快速增长。**2010年公司实现营业收入100.75亿元，同比增长40.49%。实现归属于母公司的净利润9.26亿元，同比增长53.41%，每股收益1.33元。扣除非经常性损益后的净利润为9.25亿元，同比增长57.59%。毛利率30.48%，同比上升0.12个百分点；期间费用率19.26%，同比下降0.90个百分点。净资产收益率23.07%，同比增长5.09个百分点。公司业绩大幅增长得益于收入的快速增长和成本及费用的合理控制。2010年公司利润分配预案为：以年末总股本694,266,479股为基数，向全体股东按每10股派发现金股利1元（含税）。
- **“稳中央、突两翼”产品战略继续深化。**2010年公司实现工业收入36.18亿元，同比增长40.06%；毛利率为73.71%，同比增长0.32个百分点。公司两翼产品对白药品牌成功快速延伸，两翼产品收入与中央产品已平分秋色。健康、透皮两翼收入分别达10.35亿元和5.62亿元，继续保持快速上升势头；中央产品销售经久不衰，收入达17.11亿元。健康、透皮两翼产品净利润分别达2.95亿元和9,105万元，中央产品净利润达4.69亿元。
- **商业禀赋优质，未来增长空间仍然广阔。**2010年公司实现商业收入59.26亿元，同比增长29.36%；毛利率为5.77%，同比减少0.31个百分点；商业事业部实现净利润1.5亿元，同比增长75%，白药商业保持高速增长和出色的盈利能力。我们预期今后普药在解决产能瓶颈前提下，也将借助省内强势的商业网络而做大。
- **完善产业链，向上游中药材种植产业延伸。**2009年12月，公司与文山壮族苗族自治州政府签订《合作开发文山三七产业战略协议》，公司无偿受让文山州政府持有的文山公司43.24%股权，并出资收购文山公司职工持股会持有的文山公司5.78%股权，文山公司成为云南白药的全资子公司。2010年公司完成了文山公司的股权结构调整及改制工作，依托其地处文山的区域优势，重新规划三七产业链，将其定位为集团三七资源运作平台。这是公司做大白药、大健康产业，完善产业链的重要举措，也使得公司在中药材种植方面具有很大的想像空间。
- **搬迁突破产能瓶颈，构建新的产业格局。**2010年公司收入实现百亿跨越，2011年公司即将完成的整体搬迁，突破产能瓶颈。在此基础上，公司将构建“新白药、大健康”新的产业格局，新的品牌内涵、新的产业基础、新的发展平台下，我们预期公司会继续保持健康快速的发展。
- **给予“买入-A”的首次评级，12个月目标价73元。**我们预测公司2011、2012年每股收益分别为1.82元、2.51元，参考目前医药行业一线股的估值水平，同时考虑到公司作为传统中药标杆的行业地位及未来的成长性，按照2011年业绩给予公司40倍的PE，则其12个月内目标价为73元，给予“买入-A”的首次评级。
- **风险提示：**中药材等原材料成本上升对公司的影响。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7,171.8	10,075.4	13,111.9	16,934.5	21,704.9
Growth(%)	25.3%	40.5%	30.1%	29.2%	28.2%
净利润	603.7	926.2	1,263.0	1,741.7	2,325.9
Growth(%)	29.7%	53.4%	36.4%	37.9%	33.5%
毛利率(%)	30.4%	30.5%	30.9%	31.3%	31.7%
净利润率(%)	8.4%	9.2%	9.6%	10.3%	10.7%
每股收益(元)	1.13	1.33	1.82	2.51	3.35
每股净资产(元)	5.16	6.36	7.54	8.92	10.60
市盈率	49.7	42.2	30.9	22.4	16.8
市净率	10.9	8.8	7.4	6.3	5.3
净资产收益率(%)	16.8%	21.0%	24.1%	28.1%	31.6%
ROIC(%)	67.3%	67.7%	50.9%	43.3%	47.5%
EV/EBITDA	43.3	37.6	26.0	18.8	14.1
股息收益率	0.4%	0.0%	1.0%	1.8%	2.7%

评级：

买入-A

上次评级：

目标价格：

73.00 元

期限：12个月 上次预测：

现价（2011年03月25日）：56.16元

报告日期：

2011-03-27

总市值(百万元)	38,990.01
流通市值(百万元)	35,338.42
总股本(百万股)	694.27
流通股本(百万股)	629.25
12个月最低/最高	48.30/74.69 元
十大流通股东(%)	70.01%
股东户数	17,034

12个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	(7.60)	(9.98)	32.32
绝对收益	(4.57)	(3.70)	32.91

 洪露
 021-68766073
 执业证书编号

 首席行业分析师
 honglu@essence.com.cn
 S1450511020023

前期研究成果

财务报表预测和估值数据汇总

						单位	百万元	模型更新时间		2011-3-25		
						财务指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
利润表						成长性						
营业收入	7,171.8	10,075.4	13,111.9	16,934.5	21,704.9	营业收入增长率	25.3%	40.5%	30.1%	29.2%	28.2%	
减: 营业成本	4,994.9	7,004.8	9,058.1	11,634.1	14,827.0	营业利润增长率	30.8%	50.8%	38.1%	38.0%	33.6%	
营业税费	37.2	78.4	102.0	131.7	168.8	净利润增长率	29.7%	53.4%	36.4%	37.9%	33.5%	
销售费用	1,237.4	1,702.5	2,209.4	2,794.2	3,559.6	EBITDA 增长率	23.1%	53.4%	36.2%	38.5%	33.7%	
管理费用	238.8	252.7	327.8	420.0	533.9	EBIT 增长率	24.7%	55.4%	36.6%	38.5%	34.0%	
财务费用	-30.2	-14.6	-36.0	-42.4	-48.1	NOPLAT 增长率	24.5%	57.5%	35.1%	38.4%	34.0%	
资产减值损失	6.0	16.5	20.0	20.0	20.0	投资资本增长率	56.5%	79.8%	62.5%	22.2%	26.2%	
加: 公允价值变动收益	-	-	-	-	-	净资产增长率	13.9%	21.6%	18.6%	18.3%	18.8%	
投资和汇兑收益	4.0	8.0	10.0	11.0	12.0							
营业利润	691.8	1,043.1	1,440.7	1,987.9	2,655.7	利润率						
加: 营业外净收支	13.8	-3.4	3.0	3.0	3.0	毛利率	30.4%	30.5%	30.9%	31.3%	31.7%	
利润总额	705.6	1,039.7	1,443.7	1,990.9	2,658.7	营业利润率	9.6%	10.4%	11.0%	11.7%	12.2%	
减: 所得税	96.5	113.4	180.5	248.9	332.3	净利润率	8.4%	9.2%	9.6%	10.3%	10.7%	
净利润	603.7	926.2	1,263.0	1,741.7	2,325.9	EBITDA/营业收入	9.7%	10.5%	11.0%	11.8%	12.3%	
资产负债表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	EBIT/营业收入	9.2%	10.2%	10.7%	11.5%	12.0%	
货币资金	2,283.6	1,995.0	2,350.8	2,742.6	3,028.0	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	12	9	11	14	14	
应收账款	277.1	546.2	732.7	992.5	1,331.3	流动营业资本周转天数	25	34	58	70	72	
应收票据	529.4	783.6	1,041.8	1,391.9	1,843.4	流动资产周转天数	238	203	198	191	185	
预付账款	243.3	308.0	409.5	424.1	531.3	应收帐款周转天数	10	12	15	15	16	
存货	1,649.0	2,728.8	3,474.4	4,398.7	5,524.6	存货周转天数	74	78	85	84	82	
其他流动资产	26.7	5.2	16.3	33.5	34.8	总资产周转天数	275	244	233	220	208	
可供出售金融资产	-	-	-	-	-	投资资本周转天数	55	67	87	93	90	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	36.1	35.2	39.2	44.1	49.0	ROE	16.8%	21.0%	24.1%	28.1%	31.6%	
投资性房地产	-	-	-	-	-	ROA	10.1%	12.1%	13.5%	15.4%	17.0%	
固定资产	257.6	236.6	559.5	769.4	914.3	ROIC	67.3%	67.7%	50.9%	43.3%	47.5%	
在建工程	243.4	779.3	489.8	325.0	233.7	费用率						
无形资产	377.5	119.6	113.5	108.7	105.2	销售费用率	17.3%	16.9%	16.9%	16.5%	16.4%	
其他非流动资产	81.8	95.8	109.9	115.8	121.5	管理费用率	3.3%	2.5%	2.5%	2.5%	2.5%	
资产总额	6,005.3	7,633.1	9,337.3	11,346.3	13,717.2	财务费用率	-0.4%	-0.1%	-0.3%	-0.3%	-0.2%	
短期债务	10.0	10.0	10.0	10.0	10.0	三费/营业收入	20.2%	19.3%	19.1%	18.7%	18.6%	
应付账款	1,438.6	2,311.6	3,002.8	3,856.8	4,915.3	偿债能力						
应付票据	345.6	370.7	471.5	573.7	690.6	资产负债率	39.6%	42.2%	43.9%	45.4%	46.4%	
其他流动负债	394.8	337.1	400.6	459.7	447.1	负债权益比	65.4%	72.9%	78.3%	83.2%	86.4%	
长期借款	6.7	6.7	6.7	6.7	6.7	流动比率	2.29	2.10	2.07	2.04	2.03	
其他非流动负债	178.6	181.2	211.6	249.8	297.5	速动比率	1.53	1.20	1.17	1.14	1.12	
负债总额	2,375.5	3,218.5	4,101.3	5,152.1	6,359.7	利息保障倍数	-21.92	-70.63	-38.98	-45.89	-54.16	
少数股东权益	48.8	0.9	1.1	1.4	1.8	分红指标						
股本	534.1	694.3	694.3	694.3	694.3	DPS(元)	0.23	-	0.55	1.00	1.51	
留存收益	3,047.1	3,719.7	4,540.6	5,498.5	6,661.5	分红比率	26.5%	0.0%	30.0%	40.0%	45.0%	
股东权益	3,629.9	4,414.6	5,236.0	6,194.2	7,357.5	股息收益率	0.4%	0.0%	1.0%	1.8%	2.7%	
现金流量表	2009	2010	2011E	2012E	2013E	业绩和估值指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E	
净利润	609.2	926.3	1,263.0	1,741.7	2,325.9	EPS(元)	1.13	1.33	1.82	2.51	3.35	
加: 折旧和摊销	35.3	37.8	42.3	58.4	71.4	BVPS(元)	5.16	6.36	7.54	8.92	10.60	
资产减值准备	6.0	6.5	20.0	20.0	20.0	PE(X)	49.7	42.2	30.9	22.4	16.8	
公允价值变动损失	-	-	-	-	-	PB(X)	10.9	8.8	7.4	6.3	5.3	
财务费用	3.5	0.5	-36.0	-42.4	-48.1	P/FCF	367.3	-262.3	-156.0	44.8	36.5	
投资收益	-4.0	-8.0	-10.0	-11.0	-12.0	P/S	5.4	3.9	3.0	2.3	1.8	
少数股东损益	5.5	0.2	0.2	0.3	0.4	EV/EBITDA	43.3	37.6	26.0	18.8	14.1	
营运资金的变动	-52.7	-507.3	-432.3	-522.1	-824.3	CAGR(%)	41.9%	35.9%	34.6%	33.0%	32.5%	
经营活动产生现金流量	460.5	432.1	847.1	1,244.9	1,533.3	PEG	1.2	1.2	0.9	0.7	0.5	
投资活动产生现金流量	-334.6	-611.5	-77.8	-98.0	-118.0	ROIC/WACC	6.7	6.8	5.1	4.3	4.8	
融资活动产生现金流量	-177.8	-109.1	-342.9	-654.3	-998.5	REP	3.3	2.4	1.9	1.8	1.3	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

分析师简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有10年医药行业从业经验，2007年6月加盟安信证券研究中心。2010年《新财富》最佳分析师第三名。

分析师声明

洪露声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明

本报告仅供安信证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦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。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“安信证券股份有限公司研究中心”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级:

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上;
增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%;
中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%;
减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%;
卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上;

风险评级:

- A — 正常风险, 未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动;
B — 较高风险, 未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动;

销售联系人

黄方祥	上海联系人	朱贤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com.cn	021-68765293	zhuxian@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-68766067	liangtao@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
张勤	上海联系人	潘冬亮	北京联系人
021-68763879	zhangqin@essence.com.cn	010-59113590	pandl@essence.com.cn
马正南	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113593	mazn@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	胡珍	深圳联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	0755-82558073	huzhen@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人		
0755-82558084	ligr@essence.com.cn		

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034