

云南白药(000538): 牙膏业务超预期, 普药和新品牌是新增长点 增持(维持)

医药行业/中药

当前股价: 56.16 元

报告日期: 2011 年 3 月 26 日

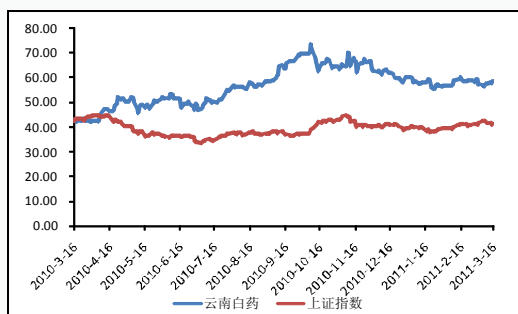
主要财务指标 (单位: 百万元)

	2009A	2010A	2011E	2012E
营业收入	7,172	10,075	12,452	15,468
(+/-)	25.31%	40.49%	23.59%	24.22%
营业利润	692	1,043	1,330	1,686
(+/-)	30.81%	50.77%	27.49%	26.78%
归属于母公司 的净利润	604	926	1,147	1,450
(+/-)	29.71%	53.41%	23.86%	26.38%
每股收益(元)	0.87	1.33	1.65	2.09
市盈率(倍)	65	42	34	27

公司基本情况 (2011 年 3 月 26 日止)

总股本/已流通股(万股)	69,426/69,426
流通市值(亿元)	404.41
每股净资产(元)	6.36
资产负债率(%)	42.17

股价表现 (最近一年)



证券分析师: 彭晓

执业证书编号: A0140511010008

010-66045453

pengx@txsec.com

联系人: 邓周宇

021-58824282-811

dengzy@txsec.com

服务热线 010-66045555

服务邮箱 service@txsec.com

- 2010年, 公司实现营业收入100.75亿元, 同比增长27.10%; 实现归属于母公司净利润为9.26亿元, 同比增长53.41%; 基本每股收益为1.33元; 经营活动净现金流为4.32亿元, 同比下降6.18%; 公司业绩高于预期。
- 牙膏业务快速增长是使业绩超预期的主要因素。全年公司实现营业收入100.75亿元, 同比增长27.10%, 其中工业产品实现销售收入36.18亿元, 同比增长40.06%, 医药商业实现销售收入59.26亿元, 同比增长29.36%。医药工业中, 药品事业部实现销售收入17.11亿元, 健康事业部实现销售收入10.35亿元, 同比增长超过47%, 透皮事业部实现销售收入5.62亿元。健康事业部的主要产品为牙膏, 牙膏业务的表现大大超过我们的预期, 因此公司整体业绩高于我们之前的盈利预测, 牙膏业务超预期的主要原因是来自于产品的深度分销。
- 综合毛利率保持稳定, 期间费用率略有下降, 公司盈利能力稳中有升。全年综合毛利率达到30.48%, 同比上升0.13个百分点, 销售费用率达到16.90%, 同比下降0.36个百分点, 管理费用率达到2.51%, 同比下降0.82个百分点。由于毛利率和期间费用率的下降, 公司营业利润率上升0.71个百分点, 达到10.35%, 净利率同比上升0.70个百分点, 达到9.19%。
- 扩张普药业务, 保持中央产品的快速增长; 拓展两翼产品, 确立大健康的发展战略。2011年, 在药品事业部这一块, 公司将密切跟踪医改进程, 大力拓展普药业务, 培育除中央产品外的新增利润增长点。对于两翼产品, 在公司层面已经确立了“新白药, 大健康”的发展战略, 我们需要跟踪的细节在于: 白药牙膏产品体系的完善, 新的子品牌(养元清洗洗发水)的培育情况, 公司分销体系和终端扩张的情况。
- 盈利预测。我们认为公司需要花一定的时间去消化这两年的高速增长, 因此我们对其盈利预测做保守估计, 预计2011-2012年的EPS为1.65元、2.09元, 根据3月25日的收盘价56.16元计算, 动态市盈率为34倍、27倍。公司战略清晰, 是大健康领域最有可能成功的企业。顺利完成新的生产基地搬迁后, 公司产能瓶颈破除, 具备明显的规模优势, 在医改重塑行业新环境下, 公司是最有可能受益的企业之一, 我们维持对其“增持”的投资评级。
- 风险提示: 新品牌新产品培育不力。



图表：云南白药盈利预测

	2008A	2009A	2010A	2011E	2012E
主营业务收入	572,320	717,178	1,007,544	1,245,182	1,546,824
增长率		25.31%	40.49%	23.59%	24.22%
减：主营业务成本	395,799	499,486	700,476	861,469	1,067,030
增长率		26.20%	40.24%	22.98%	23.86%
毛利率	30.84%	30.35%	30.48%	30.82%	31.02%
主营业务税金及附加	3,072	3,722	7,837	9,685	12,032
资产减值损失	3,813	598	1,653	1,500	1,500
减：营业费用	98,348	123,737	170,253	210,436	261,413
管理费用	18,793	23,875	25,270	31,254	38,825
财务费用	168	(3,019)	(1,456)	(1,743)	(2,166)
期间费用率	20.50%	20.16%	19.26%	19.27%	19.27%
加：公允价值变动收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资收益	561	405	800	400	400
营业利润	52,888	69,184	104,310	132,981	168,589
增长率		30.81%	50.77%	27.49%	26.78%
加：营业外收入	3,039	1,684	687	2,000	2,000
减：营业外支出	402	303	1,023	0	0
利润总额	55,525	70,565	103,974	134,981	170,589
减：所得税	9,172	9,645	11,339	20,247	25,588
少数股东损益	(189)	548	17	23	29
归属于母公司净利润	46,542	60,372	92,617	114,711	144,972
增长率		29.71%	53.41%	23.86%	26.38%
净利润率	8.13%	8.42%	9.19%	9.21%	9.37%
每股收益（元）	0.67	0.87	1.33	1.65	2.09

资料来源：天相投顾

天相投资顾问有限公司投资评级说明

判断依据:

投资建议根据分析师对该股票在12个月内相对天相流通指数的预期涨幅为基准。

	投资建议	预期个股相对天相流通指数涨幅
1	买入	>15%
2	增持	5---15%
3	中性	(-)5%---(+)5%
4	减持	(-)5%---(-)15%
5	卖出	<(-)15%

重要免责声明

天相投资顾问有限公司具有中国证监会核准的证券投资咨询业务资格(业务许可证编号:ZX0157)。

报告所引用信息和数据均来源于公开资料和合法渠道,天相投顾分析师力求报告内容和引用资料和数据客观与公正,但不对所引用资料和数据本身的真实性、准确性和完整性作出保证。报告中的任何观点与建议仅代表报告当日的判断和建议,仅供阅读者参考,不构成对证券买卖的出价或询价,也不保证对作出的任何建议不会发生任何变更。阅读者根据本报告作出投资所引致的任何后果,概与天相投资顾问有限公司及分析师无关。

本报告版权归天相投顾所有,为非公开资料,仅供天相投资顾问有限公司客户使用。未经天相投顾书面授权,任何人不得以任何形式传送、发布、复制本报告。天相投顾保留对任何侵权行为和有悖报告原意的引用行为进行追究的权利。

天相投资顾问有限公司

北京富凯	地址:北京市西城区金融大街19号富凯大厦B座701室 电话:010-66045566 传真:010-66573918 邮编:100140
北京新盛	地址:北京市西城区金融大街5号新盛大厦B座4层 电话:010-66045566; 66045577 传真:010-66045500 邮编:100140
北京德胜园	地址:北京市西城区新街口外大街28号A座五层 电话:010-66045566 传真:010-66045700 邮编:100088
上海天相	地址:上海浦东南路379号金穗大厦12楼D座 电话:021-58824282 传真:021-58824283 邮编:200120
深圳天相	地址:深圳市福田区深南大道6033号金运世纪大厦22A 电话:0755-83234800 传真:0755-82709089 邮编:518041