

云南白药(000538): 业绩如期放缓, 近期将消化高增长

增持(维持)

医药行业/中药

当前股价: 57.64 元

报告日期: 2011 年 5 月 3 日

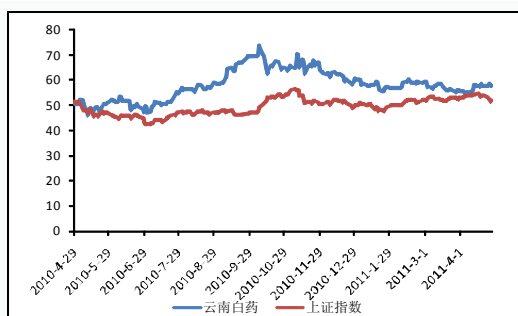
主要财务指标(单位: 百万元)

	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)	66	43	35	28

公司基本情况(2011 年 3 月 31 日止)

总股本/已流通股(万股)	69,427/62,925
流通市值(亿元)	362.70
每股净资产(元)	6.68
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

pengxy@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

- 2011年1季度, 公司实现营业收入24.57亿元, 同比增长15.19%, 环比下降28.04%; 实现归属于母公司的净利润为2.25亿元, 同比增长34.68%, 环比下降17.02%, 实现基本每股收益0.32元, 公司业绩符合预期, 如期放缓。
- 公司综合毛利率达到26.12%, 同比下降1.40个百分点, 环比下降5.31个百分点。公司期间费用率达到了15.41%, 同比下降2.21个百分点, 环比下降6.07个百分点, 其中: 销售费用率达到了13.13%, 同比下降2.36个百分点, 环比下降5.50个百分点。公司期间费用率的下降幅度大于毛利率的下降幅度, 因此公司利润率水平有明显上升, 营业利润率达到10.80%, 同比上升1.21个百分点, 环比下降2.11个百分点。
- 公司营收质量明显下滑。公司1季度应收账款周转率达到3.95次, 同比下降3.11次, 环比下降3.62次; 存货周转率达到0.65次, 同比下降0.24次, 环比下降0.22次。应收账款中, 母公司应收账款比年初增加171%, 主要是应收子公司——云南省医药有限公司的应收账款大幅增加所致。
- 1季度公司经营净现金流达到-4.09亿元, 同比大幅减少。其中: 销售商品收到的现金比上年同期小幅增加18911万元, 增幅9%, 经营性现金流出增幅较大, 其中购买商品支付的现金比上年同期增加37195万元, 增加22%。
- 公司董事会于2011年3月9日通过《关于自有资金进行投资理财事宜决议》, 计划运用不超过3亿元的自有资金, 用于购买银行理财产品、货币市场基金及其它经董事会批准的理财对象及理财方式。董事会决议通过后, 共购买银行保本型理财产品2.2亿, 理财天数为7天、8天、15天不等, 截止3月31日共取得收益16.52万元。
- **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增长, 预计2011-2012年的EPS为1.65元、2.09元, 根据4月29日的收盘价57.64元计算, 动态市盈率为35倍、28倍。公司这两年将会进入平台调整期, 业绩增速放缓。但是公司战略清晰, 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：云南白药分季度财务数据

利润表(万元)	2009				2010				2011
科目	Q1 20090331	Q2 20090630	Q3 20090930	Q4 20091231	Q1 20100331	Q2 20100630	Q3 20100930	Q4 20101231	Q1 20110331
营业收入	152293	202944	175806	186136	213324	236892	215842	341486	245734
营业收入环比增长率		33.26%	-13.37%	5.88%	14.61%	11.05%	-8.89%	58.21%	-28.04%
营业收入同比增长					40.07%	16.73%	22.77%	83.46%	15.19%
营业成本	116839	133395	126903	122349	154626	160884	150800	234166	181554
营业税金及附加	633	1161	706	1222	929	1228	867	4813	763
资产减值损失	1	2129	1	-1532	1	1793	-1	-139	0
毛利	35454	69549	48903	63788	58698	76008	65042	107320	64180
毛利率	23.28%	34.27%	27.82%	34.27%	27.52%	32.09%	30.13%	31.43%	26.12%
销售费用	17615	42585	26860	36676	33059	37802	35759	63633	32271
销售费用率	11.57%	20.98%	15.28%	19.70%	15.50%	15.96%	16.57%	18.63%	13.13%
管理费用	4326	7081	5042	7426	5046	5380	4691	10153	6058
管理费用率	2.84%	3.49%	2.87%	3.99%	2.37%	2.27%	2.17%	2.97%	2.47%
财务费用	-499	-543	-966	-1010	-510	-584	77	-440	-459
财务费用率	-0.33%	-0.27%	-0.55%	-0.54%	-0.24%	-0.25%	0.04%	-0.13%	-0.19%
期间费用合计	21442	49123	30936	43093	37595	42598	40527	73347	37870
期间费用率	14.08%	24.21%	17.60%	23.15%	17.62%	17.98%	18.78%	21.48%	15.41%
公允价值变动净损益	0	0	0	0	0	0	0	0	0
投资净收益	-17	494	442	405	277	243	421	800	984
营业利润	13361	17646	17209	20969	20450	30354	23827	29679	26531
营业利润率	8.77%	8.69%	9.79%	11.27%	9.59%	12.81%	11.04%	8.69%	10.80%
加：营业外收入	297	20	200	1167	49	52	161	425	99
减：营业外支出	64	65	121	53	201	407	120	296	45
利润总额	13594	17600	17288	22083	20298	30000	23868	29808	26585
减：所得税	2230	2226	2695	2495	3358	3808	1555	2618	4042
所得税率	16.40%	12.65%	15.59%	11.30%	16.54%	12.70%	6.51%	8.78%	15.20%
净利润	11364	15374	14594	19588	16940	26191	22313	27190	22543
同比增长					49.06%	70.36%	52.90%	38.81%	33.08%
净利率	7.46%	7.58%	8.30%	10.52%	7.94%	11.06%	10.34%	7.96%	9.17%
少数股东损益	22	88	160	278	202	-197	-10	22	0
归属于母公司的净利润	11342	15287	14433	19310	16738	26388	22323	27168	22543
同比增长					47.57%	72.62%	54.67%	40.69%	34.68%

资料来源：天相投顾

图表：云南白药盈利预测

单位：万元	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