

养元青初上舞台

增持维持评级

目标价格：64 元

投资要点：

- 呈贡今年完成搬迁，透皮剂全年有望正增长
- 养元青已进行了广告、终端大规模投入
- 普药今年收入有望翻番到 8 亿元

报告摘要：

- 呈贡今年完成搬迁，透皮剂全年有望正增长。公司厂区整体搬迁呈贡历时已 2 年半，今年主产品及透皮剂将完成搬迁。搬迁后不再委托生产，毛利率将有所提高。由于透皮剂 2009 年提价超过 100%，导致 2010 年同比下滑，今年 1 季度仍同比下滑，但全年有望正增长。
- 养元青已进行了广告、终端大规模投入。养元清洗发水是今年主推品种，延续牙膏的高端定位策略进入市场，200ml 定价 50 多元。不利在于：洗发水市场竞争格局不同于牙膏，有较多高端品种角逐。公司目前已经进行了广告、终端的大规模投入，但目前还没有明显放量的迹象。但洗发水市场容量 200 亿元，空间远超过牙膏，而且销售团队和销售模式也都已经成熟，因此市场表现可以期待。
- 普药今年收入有望翻番到 8 亿元。公司去年普药销售超过 3 亿元，今年进行整合，将把分散的各个厂组合起来，利用白药的品牌和平台，统一进行招标销售，收入有望翻番到 8 亿元。但由于这些子公司原来都是独立王国，需要较长的磨合期。
- 医药商业增速仍高于平均水平，但毛利率下降。医药商业以批发为主，最近几年增长都很快，但省内竞争越来越激烈，昆药、国药云南、昆药卫谢（南京医药收购）以及 4 家民营企业，销售收入都超过 10 亿。预计公司仍保持快于行业平均增速。毛利率下降，从 2008 年的 6.73% 下降到 2010 年 5.7%，主要由于上游厂商的议价能力越来越强，下游主要是医院，帐期也越来越长，导致应收账款、应收票据都有大幅增加，预计毛利率将继续小幅下降。
- 盈利预测与估值。预计 2011~2013 年 EPS 为 1.79/2.32/3.09 元，维持“增持”评级，按照 2011 年 36 倍 PE，目标价 64 元。

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
主营业务收入	10,075	12,346	14,944	17,694
增长率	40%	23%	21%	18%
归属母净利润	926	1241	1614	2147
增长率	53%	34%	30%	33%
EPS (元)	1.33	1.79	2.32	3.09
P/E	43	32	25	18

医药研究组

分析师：

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

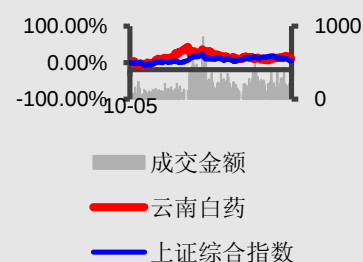
联系人：

吴洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

市场表现



主要指标

收盘价	59.08
一年内最高/最低	74.69/48.3
总股本 (万股)	69427
流通 A 股 (万股)	62924

数据来源：Wind

相关研究

云南白药*年报点评*行业龙头高增长
仍可期待*吴洋 2011.3.27

表 1: 财务报表预测

资产负债表					利润表 (百万元)				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	1995	2905	3727	4978	营业收入	10075	12346	14944	17694
应收票据	784	960	1162	1376	营业成本	7005	8407	10056	11649
应收账款	461	555	671	795	营业税金及附加	78	80	97	115
预付款项	308	398	433	512	销售费用	1703	2108	2552	3021
其他应收款	85	105	127	150	管理费用	253	360	436	516
存货	2729	2937	3513	4069	财务费用	-15	-38	-53	-71
其他流动资产	0	0	0	0	资产减值损失	17	27	27	27
长期股权投资	35	34	32	30	投资收益	8	8	8	8
固定资产	237	690	990	1212	汇兑收益	0	0	0	0
在建工程	779	490	345	272	营业利润	1043	1409	1837	2444
工程物资	0	0	0	0	营业外收支净额	-3	5	3	4
无形资产	120	109	99	91	税前利润	1040	1415	1840	2448
长期待摊费用	5	4	3	2	减: 所得税	113	174	226	301
资产总计	7633	9281	11198	13583	净利润	926	1241	1614	2147
短期借款	10	10	10	10	减: 少数股东损益	0	0	0	0
应付票据	371	445	532	616	归属于母公司的净利润	926	1241	1614	2147
应付账款	1486	1759	2105	2438	基本每股收益	1.33	1.79	2.32	3.09
预收款项	161	208	265	332	稀释每股收益	1.33	1.79	2.32	3.09
应付职工薪酬	24	24	24	24	财务指标	2010	2011E	2012E	2013E
应交税费	153	153	153	153	成长性				
其他应付款	825	908	999	1098	营收增长率	40.5%	22.5%	21.0%	18.4%
其他流动负债	0	0	0	0	EBIT增长率	56.3%	34.1%	29.7%	32.7%
长期借款	7	7	7	7	净利润增长率	53.4%	34.0%	30.1%	33.0%
负债合计	3218	3695	4276	4861	盈利性				
股东权益合计	4415	5586	6922	8722	销售毛利率	30.5%	31.9%	32.7%	34.2%
现金流量表	2010	2011E	2012E	2013E	销售净利率	9.2%	10.0%	10.8%	12.1%
净利润	926	1241	1614	2147	ROE	21.0%	22.2%	23.3%	24.6%
折旧与摊销	38	48	56	60	ROIC	20.83%	21.75%	22.77%	24.00%
经营活动现金流	149	1131	1237	1718	估值倍数				
投资活动现金流	782	-190	-190	-190	PE	42.8	32.0	24.6	18.5
融资活动现金流	-27	-31	-225	-277	P/S	3.9	3.2	2.7	2.2
现金净变动	904	910	822	1251	P/B	8.98	5.73	4.55	3.65
期初现金余额	2284	1995	2905	3727	股息收益率	0.0%	0.2%	0.7%	0.9%
期末现金余额	3188	2905	3727	4978	EV/EBITDA	35.0	25.6	19.3	14.1

资料来源: 宏源证券

分析师简介:

孙伟娜: 宏源证券研究所医药行业研究员, 清华大学工学博士, 2008 年加盟宏源证券研究所。

主要研究覆盖公司: 贵州百灵、汉森制药、天士力、同仁堂、福瑞股份、天方药业、亚宝药业、精华制药、马应龙、红日药业等。

机构销售团队

重点机构	华北区域	华东区域	华南区域
曾利洁 010-88085790 zenglijie@hysec.com	郭振举 010-88085798 guozhenju@hysec.com	张珺 010-88085978 zhangjun3@hysec.com	崔秀红 010-88085788 cuixiuhong@hysec.com
贾浩森 010-88085279 jiahaozen@hysec.com	牟晓凤 010-88085111 muxiaofeng@hysec.com	王俊伟 021-51782236 wangjunwei@hysec.com	雷增明 010-88085989 leizengming@hysec.com
	孙利群 010-88085756 sunliqun@hysec.com	赵佳 010-88085291 zhaojia@hysec.com	罗云 010-88085760 luoyun@hysec.com

宏源证券评级说明:

投资评级分为股票投资评级和行业投资评级。以报告发布日后 6 个月内的公司股价（或行业指数）涨跌幅相对同期的上证指数的涨跌幅为标准。

类别	评级	定义
股票投资评级	买入	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 20%以上
	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5% ~ 20%
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上
行业投资评级	增持	未来 6 个月内跑赢沪深 300 指数 5%以上
	中性	未来 6 个月内与沪深 300 指数偏离 -5% ~ +5%
	减持	未来 6 个月内跑输沪深 300 指数 5%以上

免责条款:

本报告分析及建议所依据的信息均来源于公开资料, 本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证, 也不保证所依据的信息和建议不会发生任何变化。我们已力求报告内容的客观、公正, 但文中的观点、结论和建议仅供参考, 不构成任何投资建议。投资者依据本报告提供的信息进行证券投资所造成的一切后果, 本公司概不负责。

本公司所隶属机构及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, 也可能争取为这些公司提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有, 未经书面许可, 任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发, 需注明出处为宏源证券研究所, 且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。