

云南白药 (000538)

百年白药的新“疆界”

贺菊颖 分析师

电话: 010-59136691

eMail: hjy@gf.com.cn

SAC执业证书编号: S0260511050002

公司近期披露业绩快报, 中期业绩符合预期

2011年上半年, 公司实现营业收入和净利润 50.75 亿元和 5.65 亿元, 分别同比增长 12.71% 和 31.04%, 实现每股收益 0.81 元, 基本符合我们预期。

医药制造业务有望符合预期, 医药流通业务平稳增长

从跟踪的情况看, 我们预计: (1) 制药业务符合预期, 整体增长预计超过 20%。其中渠道继续下沉推动白药牙膏系列增长仍超过 30%, 中央药品及透皮业务整体增长约 20%。药品与透皮事业部近期合并为新的药品事业部, 预计明年开始组织架构和人员会有相应调整, 长期看对两个事业部在资源共享及费用控制方面利大于弊。(2) 公司医药流通业务为区域性龙头, 经过近三年的跨越式发展后已占据云南省内 60% 以上市场份额, 今年增速趋缓, 预计上半年实现个位数增长。(3) 上半年房地产业务尚未进入结算期。

呈贡新区搬迁有望年内完成

呈贡新区的基建及设备安装调试结束, 已申请现场检查, 目前正在等待国家局关于新版 GMP 的验收细则、预计搬迁有望在年内完成。

未来展望: 百年白药的新“疆界”

新的药品事业部今年整合了普药及透皮产品, 战略性进入基药市场, 白药系列产品也会继续较快增长, 二线产品中我们看好白药酊、白药痔疮膏和急救包, 预计今年急救包销售金额过亿。今年是健康事业部“稳老突新、三箭齐发”的一年, 预计白药牙膏全年增长超过 30%, 同时借助在该领域积累的品牌推广经验, 非白药品牌的金口健牙膏和养元青洗发水系列将大力推向市场。未来 3-5 年, 公司会进一步强化大白药品牌下的多品牌战略, 逐步走出伤科的单一领域。

盈利预测与投资评级

维持公司 2011-2013 年 1.73/2.35/3.08 元的盈利预测, 对应动态市盈率 35/26/20 倍。公司经营团队优秀, 品牌优势突出; 白药控股公司层面也会加大资本运作及产业并购步伐, 提升公司发展速度。我们维持买入评级。

风险提示

1、激励机制不灵活; 2、当地政府对公司经营的影响和干预。

预测及评估

	2009A	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	7171.78	10075.44	11476.39	13073.56	14651.81
增长率	25.31%	40.49%	13.90%	13.92%	12.07%
EBITDA(百万元)	698.86	1074.88	1415.81	1938.28	2497.84
净利润(百万元)	603.72	926.17	1212.41	1628.19	2139.75
增长率	29.71%	53.41%	30.91%	34.29%	31.42%
每股收益(元)	0.87	1.33	1.75	2.35	3.08
市盈率	70.26	45.80	34.99	26.05	19.82
市净率	10.40	9.11	9.61	7.54	5.85
EV/EBITDA	42.91	37.17	28.94	11.23	7.94

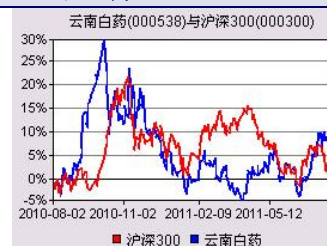
数据来源: 云南白药集团股份有限公司财务报表, 广发证券发展研究中心

公司评级

买入

当前价格(元)	61.10
目标价格(元)	77.85
前次评级	买入

股价走势



市场表现	1 个月	3 个月	12 个月
股价涨幅	7.23%	6.19%	11.69%
沪深 300	-2.37%	-6.91%	3.60%

股票数据

总股本/流通 A 股(百万股)
694.27/629.25

主要股东:

云南白药控股有限公司

主要股东持股比例 41.52%

财务比率

ROE	20.98%
ROA	15.03%
资产负债率	42.17%
每股净资产(元)	6.36

2010 年报数据

资产负债表简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2284	1995	1458	3001	4948
应收账款	235	461	701	793	959
预付款项	243	308	444	422	458
应收利息	27	5			
应收股利	0	0			
其他应收款	42	85	145	139	145
存货	1649	2729	2877	3171	3428
流动资产合计	5009	6367	7267	9367	11962
长期股权投资	36	35	35	35	35
固定资产	258	237	678	786	710
在建工程	243	779	636	333	213
无形资产	377	120	134	154	79
长期待摊费用	6	5			
递延所得税资产	53	68	0	0	0
非流动资产合计	996	1266	1502	1327	1055
资产总计	6005	7633	8769	10694	13017
短期借款	10	10	0	0	0
应付票据	346	371	421	496	502
应付账款	769	1486	1173	1246	1317
预收款项	268	161	317	352	344
应付职工薪酬	41	24	57	53	51
应交税费	86	153	171	184	216
应付利息	0	0			
应付股利	1	1	0	0	0
其他应付款	670	696	822	914	825
流动负债合计	2190	3031	3132	3426	3602
长期借款	7	7	7	7	7
应付债券	0	0	0	0	0
长期应付款	5	5			
预计负债	0	0			
递延所得税负债	0	0	0	0	0
非流动负债合计	185	188	7	7	7
负债合计	2375	3218	3139	3432	3609
股本	534	694	694	694	694
资本公积	1397	1251	1251	1251	1251
盈余公积	245	274	456	700	1021
未分配利润	1404	2195	3226	4610	6428
少数股东权益	49	1	4	7	14
负债股东权益总计	6005	7633	8769	10694	13017
每股净资产（元）	6.71	6.36	8.10	10.45	8.10

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

利润简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7172	10075	11476	13074	14652
营业成本	4995	7005	7598	8387	8994
营业税金及附加	37	78	70	83	99
销售费用	1237	1703	2159	2437	2784
管理费用	239	253	292	322	380
财务费用	-30	-15	-41	-30	-62
资产减值损失	6	17	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	4	8	6	6	7
营业利润	692	1043	1404	1880	2462
营业外收入	17	3	15	17	14
营业外支出	3	7	6	6	6
利润总额	706	1040	1413	1892	2470
所得税费用	96	113	198	261	323
净利润	609	926	1215	1631	2147
归属于母公司净利润	604	926	1212	1628	2140
少数股东损益	5	0	3	3	7
EPS（元）	0.87	1.33	1.75	2.35	3.08

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

现金流量简表

单位：百万元

报表项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流量	461	432	2	1445	1764
投资活动现金流量	-335	-611	-347	98	182
筹资活动现金流量	-178	-109	-192	0	0
现金及现金等价物净增加额	-52	-289	-537	1543	1947
期末现金余额	2284	1995	1458	3001	4948
每股经营活动现金流（元）	0.86	0.62	0.00	2.08	2.54

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

主要财务指标

单位：百万元

指标项目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入增长率	25.3%	40.5%	13.9%	13.9%	12.1%
营业利润增长率	30.8%	50.8%	34.6%	33.9%	31.0%
毛利率	30.4%	30.5%	33.8%	35.9%	38.6%
营业利润率	9.6%	10.4%	12.2%	14.4%	16.8%
净利率	8.4%	9.2%	10.6%	12.5%	14.6%
净资产收益率	16.9%	21.0%	21.5%	22.4%	22.8%
总资产收益率	10.1%	12.1%	13.8%	15.2%	16.4%
流动比率	2.3	2.1	2.3	2.7	3.3
资产负债率	39.6%	42.2%	35.8%	32.1%	27.7%
所得税税率	13.7%	10.9%	14.0%	13.8%	13.1%

数据来源：公司年报、广发证券发展研究中心

广发医药行业研究小组

贺菊颖，分析师，复旦大学管理学硕士，2011 年进入广发证券发展研究中心。

葛峰，分析师，广州中医药大学方剂学硕士，2006 年进入广发证券发展研究中心。

杨挺，分析师，天津大学制药工程硕士，2008 年进入广发证券发展研究中心。

吴雅春，研究助理，浙江大学内科学博士，2011 年进入广发证券发展研究中心。联系方式: wyc2@gf.com.cn, 020-87555888-8404。

相关研究报告

云南白药(000538.sz)_公司跟踪研究报告	葛峰	2009-11-06
云南白药(000538.sz)_中报点评	葛峰	2008-08-28
云南白药(000538.sz)_年报点评	葛峰	2008-04-10

广发证券—公司投资评级说明

买入 (Buy)	预期未来 12 个月内，股价表现强于大盘 10% 以上。
持有 (Hold)	预期未来 12 个月内，股价相对大盘的变动幅度介于-10% ~ +10%。
卖出 (Sell)	预期未来 12 个月内，股价表现弱于大盘 10% 以上。

	广州	深圳	北京	上海
地址	广州市天河北路 183 号 大都会广场 36 楼	深圳市民田路华融大厦 2501 室	北京市月坛北街 2 号月坛大 厦 18 层 1808 室	上海市浦东南路 528 号 证券大厦北塔 17 楼
邮政编码	510075	518026	100045	200120
客服邮箱	gfyf@gf.com.cn			
服务热线	020-87555888-612			

注：广发证券股份有限公司具备证券投资咨询业务资格。本报告只发送给广发证券重点客户，不对外公开发布。

免责声明

本报告所载资料的来源及观点的出处皆被广发证券股份有限公司认为可靠，但广发证券不对其准确性或完整性做出任何保证。报告内容仅供参考，报告中的信息或所表达观点不构成所涉证券买卖的出价或询价。广发证券不对因使用本报告的内容而引致的损失承担任何责任，除非法律法规有明确规定。客户不应以本报告取代其独立判断或仅根据本报告做出决策。

广发证券可发出其它与本报告所载信息不一致及有不同结论的报告。本报告反映研究人员的不同观点、见解及分析方法，并不代表广发证券或其附属机构的立场。报告所载资料、意见及推测仅反映研究人员于发出本报告当日的判断，可随时更改且不予通告。

本报告旨在发送给广发证券的特定客户及其它专业人士。未经广发证券事先书面许可，不得更改或以任何方式传送、复印或印刷本报告。