

利润率提升推动高增长

增持 维持

目标价格：70 元

投资要点：

- 销售恢复，利润率提升明显。
- 未来各业务看点依然很多。

报告摘要：

- **业绩符合预期。**公司 2010 年实现营业总收入 50.74 亿元，同比增长 12.70%。实现归属于上市公司股东的净利润 5.64 亿元，分别同比增长 30.80%，扣除非经常损益后净利润 5.61 元，同比增长 28.42%。基本每股收益 0.81 元，加权平均净资产收益率为 12.01%，同比增长了 0.65 个百分点。
- **利润率提升明显。**报告期内，公司整体收入增速回落。其中工业收入增长 16.63%。自药品事业产品大幅提价后，影响了整体的销售，但随着销量逐步恢复，提价的优势即毛利率大幅提升的效果开始显现，工业毛利率达 75.92%，整体净利润率也达到 11.12%，均为近年来最高水平，而二季度单季度净利润 3.39 亿元，环比增长了 50.23%。
- **未来看点依然很多。**中央白药系列产品疗效突出，品牌优势显著，未来药价下降的空间小，销量稳定增长；透皮产品提价后，随着销量逐步恢复，后续环比增速仍会较快，全年有望正增长。公司力推的养元青洗发水产品保持高端市场定位，功效难有替代品，市场前景十分看好。公司整合药品营销资源，将大理、丽江等子公司的销售整合进入药品事业部，进行统一的采购、生产和营销销售，普药业务的整体规模将实现翻番。商业仍以批发为主，尽管省内竞争激烈，但仍然拥有最大的市场份额，同时毛利率也有所回升。
- **预计公司 2011~2013 年每股收益 1.76 元、2.31 元、2.97 元。分别对应 2011~2013 年 36X、27X、21XPE，维持增持评级。**

主要指标	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入（百万元）	7172	10075	10844	12340	14070
EBITDA（百万元）	699	1075	1398	1815	2329
净利润（百万元）	604	926	1222	1602	2065
EPS（元）	0.87	1.33	1.76	2.31	2.97
P/E	56.11	47.55	36.05	27.49	21.33
P/S	4.72	4.37	4.06	3.57	3.13
P/B	9.33	9.98	7.91	6.49	5.26

联系人

吴洋

电话：010-88085967

Email: wuyang@hysec.com

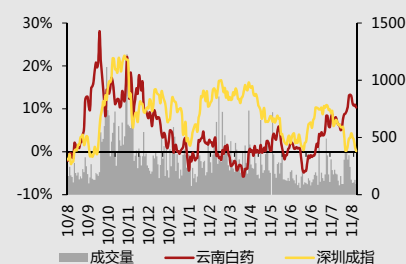
分析师

孙伟娜 (S1180511010011)

电话：010-88085269

Email: sunweina@hysec.com

市场表现



股东户数

报告日期	户均持股数变化	筹码集中度
20110630	18206	较集中
20110331	13064	较集中
20101231	16470	较集中

数据来源：港澳资讯

相关研究

宏源证券*公司点评*云南白药：行业龙头高速增长仍可期待 03.27

宏源证券*公司研究*云南白药：主产品稳健增长，养元青初上舞台 05.30

表 1: 资产负债表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
货币资金	2284	1995	2188	3075	4295
应收票据	529	784	1248	1420	1619
应收账款	235	461	660	753	861
预付款项	243	308	281	251	219
其他应收款	42	85	92	105	119
存货	1649	2729	3420	3793	4209
其他流动资产	0	0	0	0	0
长期股权投资	36	35	30	29	28
固定资产	258	237	499	726	929
在建工程	243	779	685	620	574
工程物资	0	0	0	0	0
无形资产	377	120	112	105	97
长期待摊费用	6	5	4	3	2
资产总计	6005	7633	9328	10989	13060
短期借款	10	10	10	10	10
应付票据	346	371	440	487	540
应付账款	769	1486	1680	1859	2059
预收款项	268	161	269	392	533
应付职工薪酬	41	24	24	24	24
应交税费	86	153	153	153	153
其他应付款	670	825	908	999	1098
其他流动负债	0	0	0	0	0
长期借款	7	7	7	7	7
负债合计	2375	3218	3761	4201	4694
股东权益合计	3630	4415	5567	6788	8367

表 2: 利润表 (百万元)

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	7172	10075	10844	12340	14070
营业成本	4995	7005	7213	7985	8843
营业税金及附加	37	78	70	80	91
销售费用	1237	1703	1887	2147	2448
管理费用	239	253	316	360	411
财务费用	-30	-15	-35	-45	-64
资产减值损失	6	17	19	6	6
投资收益	4	8	9	9	9
汇兑收益	0	0	0	0	0
营业利润	692	1043	1383	1817	2344
营业外收支净额	14	-3	10	10	10
税前利润	706	1040	1393	1827	2355
减: 所得税	96	113	171	224	289
净利润	609	926	1222	1602	2065

减：少数股东损益	5	0	0	0	0
归属于母公司的净利润	604	926	1222	1602	2065
基本每股收益	1.13	1.33	1.76	2.31	2.97
稀释每股收益	1.13	1.33	1.76	2.31	2.97

表 3：现金流量表（百万元）

报表科目	2009	2010	2011E	2012E	2013E
净利润	609	926	1222	1602	2065
折旧与摊销	35	38	40	46	52
经营活动现金流	707	149	426	1414	1832
投资活动现金流	-312	190	-198	-190	-190
融资活动现金流	-35	-27	-35	-337	-422
现金净变动	361	312	193	887	1220
期初现金余额	2335	2284	1995	2188	3075
期末现金余额	2696	2596	2188	3075	4295

联系人简介:

吴 洋: 宏源证券医药行业分析师, 中国人民银行研究生部金融学硕士, 2 年医药行业研究经历。

主要研究覆盖公司: 上海凯宝、华润三九、昆明制药、信立泰、华海药业、鱼跃医疗、乐普医疗、智飞生物、安科生物等

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。