

分析师：涂羚波
 执业证书编号：S0050208010103
 Tel：010-59355910
 Email：tulb@chinans.com.cn
 地址：北京市金融大街 5 号新
 盛大厦 7 层(100140)



云南白药(000538.SZ)

内部整合继续进行

投资要点

●**内部整合继续推进。**公司在原有的中央产品、透皮事业部及普药的基础上，成立了三个新的销售事业部，销售一部负责中央产品销售，销售二部负责子公司，主要是特色普药的销售，销售三部负责透皮产品和健康产品的销售。整合后有利于产品之间更好地发挥协同效应，同时，促进普药在基层医疗市场的放量。

●**工业增长稳健，商业增速有所下降。**从各业务看，预计中央产品增速在 25% 左右，两翼产品增速 30% 左右，其中，透皮业务增长超过 40%，同时，普药业经过整合后，增速较快，在 35% 左右，总体而言，医药工业预计能实现 25% 以上的增长。医药商业基数较大，预计增速在 6%-10%。

●**整体搬迁提升整体实力。**公司于今年 10 月份开始启动呈贡新区的运行，将公司总部行政大楼和商业物流都搬迁至新区，新区共新建 14 条生产线，目前，公司的片剂、颗粒剂及硬胶囊剂等三条生产线已通过新版 GMP 认证，还有 2 条将于近期做完认证，预计明年 6 月份，全部生产线将通过认证。2012 年中期后开始全面计提折旧。

●**维持“买入”评级。**预计公司 2011、2012、2013 年实现净利润 11.96 亿元、15.98 亿元、20.55 亿元，同比增长 29%、34%、29%，每股收益 1.72 元、2.30 元、2.96 元。公司战略清晰，药用消费品将带动持续增长，是攻守兼备的战略性品种，值得长期拥有。给予公司 2011 年 40 倍 PE 估值，合理估值 68.8 元。

医药生物

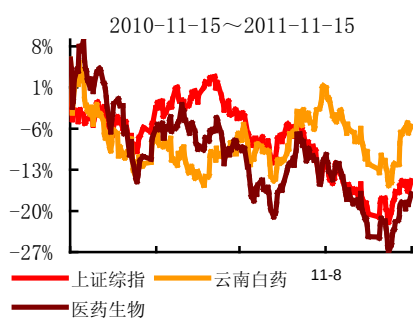
投资评级

本次评级：	买入
跟踪评级：	维持
目标价格：	68.8

市场数据

市价(元)	60.70
上市的流通 A 股(亿股)	6.29
总股本(亿股)	6.94
52 周股价最高最低(元)	53.22-71.17
上证指数/深证成指	2528.71/10645.68
2010 年股息率	0.63%

52 周相对市场表现



相关研究

公司财务数据及预测

项目	2010A	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	10075	11343	12803	14709
增长率(%)	40	13	13	15
归属于母公司所有者的净利润(百万元)	926.17	1196.18	1597.85	2055.20
增长率(%)	53	29	34	29
毛利率(%)	30	32	35	36
净资产收益率(%)	21	21	22	22
EPS(元)	1.33	1.72	2.30	2.96
P/E(倍)	45.10	34.92	26.14	20.33
P/B(倍)	9.46	7.45	5.80	4.51

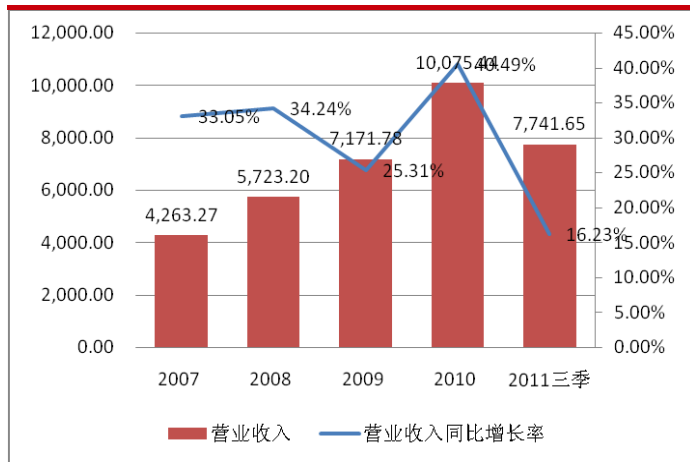
来源：公司年报、民族证券

表 1：公司收入和毛利预测

	2010	2011E	2012E	2013E
中央产品(百万元)	1710.84	2138.55	2609.03	3130.84
增长率	30.70%	25.00%	22.00%	20.00%
两翼产品(百万元)	1597.31	2104.61	2592.82	3195.49
增长率	25.77%	31.76%	23.20%	23.24%
透皮类	562.16	758.92	910.70	1092.84
健康类	1035.15	1345.70	1682.12	2102.65
其他	342.00	359.10	377.06	395.91
医药工业合计(百万元)	3308.15	4243.16	5201.85	6326.32
毛利率(%)	73.71%	74.00%	74.00%	74.00%
毛利润(百万元)	2438.44	3139.94	3849.37	4681.48
增长率	28.07%	28.26%	22.59%	21.62%
医药商业(百万元)	5925.72	6518.29	7170.12	7887.13
毛利率	5.77%	6.00%	6.00%	6.00%
毛利润(百万元)	341.91	391.10	430.21	473.23
增长率	29.36%	10.00%	10.00%	10.00%
房地产(百万元)	502.45	200.00		
毛利率	11.25%	11.25%		
毛利润(百万元)	56.53	22.50	0.00	0.00
收入合计(万元)	9736.32	10961.45	12371.97	14213.46
毛利润(百万元)	2836.88	3553.54	4279.58	5154.71
毛利率	29.14%	32.42%	34.59%	36.27%
增长率	35.76%	12.58%	12.87%	14.88%
营业成本率	70.86%	67.58%	65.41%	63.73%

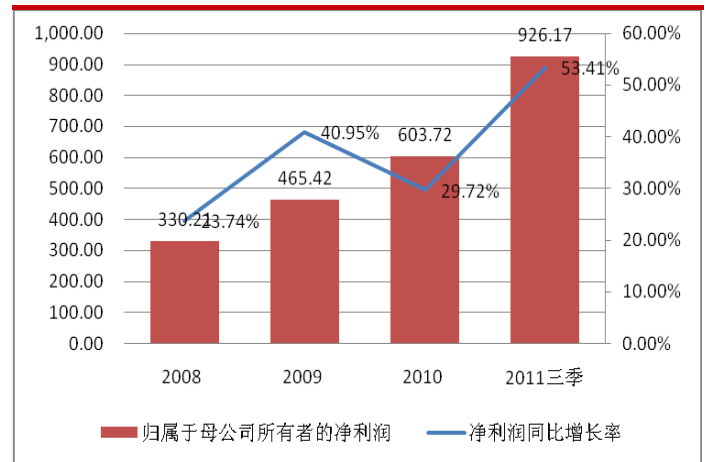
资料来源：民族证券

图 1：公司近年营业收入



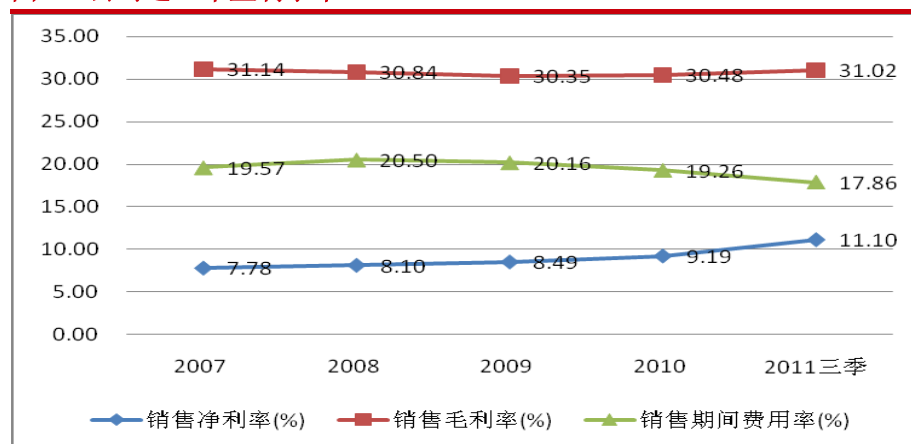
资料来源：公司资料，民族证券

图 2：公司近年净利润



资料来源：公司资料，民族证券

图 3：公司近三年盈利水平



数据来源：公司资料 民族证券

附录：财务预测表
资产负债表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
流动资产	6362	7745	9630	11946
现金及等价物	1995	2915	4286	5903
应收帐款	1244	1401	1581	1817
存货	2729	2986	3262	3652
其它流动资产	393	443	500	574
非流动资产	1266	1387	1424	1620
长期股权投资	35	35	35	35
固定资产及其他	1031	1134	1152	1324
投资性房地产	0	0	0	0
无形资产	132	149	168	193
其它非流动资产	68	68	68	68
资产总计	7654	9132	11054	13566
流动负债	3031	3316	3621	4052
短期借款	10	10	10	10
应付帐款	1857	2032	2220	2485
其它流动负债	1164	1273	1391	1557
非流动负债	188	205	223	249
长期借款	7	7	7	7
其它非流动负债	181	198	217	243
负债合计	3218	3521	3844	4302
少数股东权益	1	1	1	2
归属于母公司所有者权益	4414	5610	7208	9263
负债和股东权益	7633	9132	11054	13566

现金流量表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
经营活动现金流	114	1047	1418	1819
净利润	926	1196	1598	2056
资产减值准备	17	0	0	0
折旧和摊销	38	51	53	61
公允价值变动损失	0	0	0	0
财物费用	-15	-23	-26	-29
营运资本变动	-844	-179	-208	-268
投资收益	-8	0	0	0
投资活动现金流	-300	-172	-90	-257
资本支出	-293	-172	-90	-257
其它	-7	0	0	0
融资活动现金流	-124	40	44	55
权益性融资	-142	0	0	0
负债净变化	3	17	18	26
财务费用	15	23	26	29
现金净增加额	-310	915	1372	1617
期初现金余额	2310	2000	2915	4286
期末现金余额	2000	2915	4286	5903

资料来源：公司报表、民族证券

利润表

单位：百万元	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入	10075	11343	12803	14709
营业成本	7005	7666	8374	9374
营业税金及附加	78	88	100	115
销售费用	1703	1928	2176	2500
管理费用	253	340	384	441
财务费用	-15	-23	-26	-29
资产减值损失	17	0	0	0
公允价值变动净	0	0	0	0
投资净收益	8	0	0	0
营业利润	1043	1343	1794	2307
营业外收入	7	0	0	0
营业外支出	10	0	0	0
利润总额	1040	1343	1794	2307
所得税	113	146	196	252
净利润	926	1196	1598	2056
少数股东损益	0	0	0	0
归属于母公司所	926	1196	1598	2055
EBITDA	1037	1320	1768	2278
EPS（元）	1.33	1.72	2.30	2.96

主要财务比率

	2010	2011E	2012E	2013E
成长能力				
营业收入	40.5%	12.6%	12.9%	14.9%
营业利润	50.8%	28.7%	33.6%	28.6%
归属母公司净利	53.4%	29.2%	33.6%	28.6%
获利能力				
毛利率	30.5%	32.4%	34.6%	36.3%
净利率	9.2%	10.5%	12.5%	14.0%
ROE	21.0%	21.3%	22.2%	22.2%
ROIC	19.3%	20.2%	21.2%	21.3%
偿债能力				
资产负债率	42.0%	38.6%	34.8%	31.7%
流动比率	2.1	2.3	2.7	2.9
速动比率	1.2	1.4	1.8	2.0
营运能力				
总资产周转率	1.3	1.2	1.2	1.1
应收帐款周转率	8.1	8.1	8.1	8.1
应付帐款周转率	3.8	3.8	3.8	3.8
每股指标(元)				
每股收益	1.33	1.72	2.30	2.96
每股经营现金	0.16	1.51	2.04	2.62
每股净资产	6.36	8.08	10.38	13.34
估值比率				
P/E	45.1	34.9	26.1	20.3
P/B	9.5	7.4	5.8	4.5
EV/EBITDA	47.1	37.0	27.7	21.5

分析师简介

西安交通大学硕士，曾就职于江中制药集团和某大型投资管理公司，具备 8 年医药行业的从业经验，以及 8 年证券行业的研究和投资经验，善于从投资的视角和公司基本面两方面挖掘公司的投资价值。

分析师承诺

负责本报告全部或部分内容的每一位分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人不曾因、不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接接受到任何形式的报酬。

投资评级说明

类 别	级 别	定 义
行业投资评级	推 荐	未来6个月内行业指数强于沪深300指数5%以上
	中 性	未来6个月内行业指数相对沪深300指数在±5%之间波动
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数5%以上
股票投资评级	推 荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅在20%以上
	谨慎推荐	未来6个月内股价相对沪深300指数涨幅介于10%——20%之间
	中 性	未来6个月内股价相对沪深300指数波动幅度介于±10%之间
	回 避	未来6个月内行业指数弱于沪深300指数10%以上

免责声明

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或征价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中所提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行业务服务。本报告版权归中国民族证券有限责任公司所有。本公司对本报告保留一切权利。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或转载，或以任何侵犯本公司版权的其它方式使用。

机构销售联系人

姓 名	电 话	手 机	邮 箱
袁 泉	010—59355995	13671072405	yuanquan@chinans.com.cn
赵 玲	010—59355762	13426225346	zhaoling@chinans.com.cn
曾 荣	010—59355412	15801398822	zengr@chinans.com.cn
赵玉洁	010—59355897	13701002591	zhaoyujie@chinans.com.cn
姚 丽	010—59355950	13911571192	yaol@chinans.com.cn