

白云山 A (000522) 年报点评

——业绩平稳恢复，总市值依然偏低

谨慎推荐

维持评级

健康护理/化学制药

发布时间：2010 年 3 月 27 日

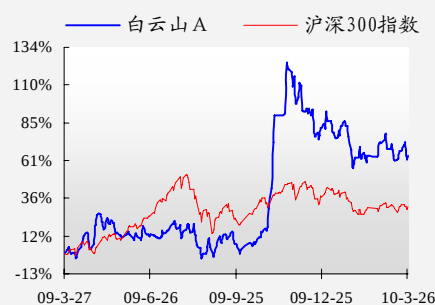
投资要点：

- 2009 年，公司共实现销售收入 27.95 亿元，同比增长 6.04%，营业利润 8472 万元，同比增长 16.09%，实现利润总额 11764 万元，同比增长 1.42%，属于母公司的净利润 10777 万元，同比增长 41.04%，每股收益 0.23 元；
- 公司主要的产品线依然集中在化学制剂和中成药上，化学制剂虽然只增长了 3%到 15.75 亿元，但是主要的品种如头孢硫咪等增长依然较快，公司的产品结构在调整中，中成药在清开灵注射液和小柴胡颗粒等产品的带领下，增长了 22%以上，达到了 7.7 亿元，成为公司 2009 年增长的主力；
- 子公司方面白云山和黄继续稳定增长，其他子公司快速的恢复，但是百特侨光亏损额扩大；
- 财务费用和所得税下降是公司业绩增长的主要原因，费用上升以及百特侨光的亏损扩大对公司业绩有负面影响；
- 2010 年对公司业绩影响的正负面因素都较多，由于公司目前的负担依然较重，因此业绩不会呈现大幅增长，下调 2010 和 2011 年业绩预测到 0.25 元和 0.37 元；
- 目前 55 亿元的总市值依然低估了公司目前产品线的获利能力，我们维持对公司谨慎推荐的投资评级。

业绩预测：

	主营收入 (万元)	增长率 (%)	归属母公 司净利润 (万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率 (%)
2009	279,511	6.04	10,777	41.04	0.23		51.17	
2010E	299,076	7	11,691	8.48	0.25		47	
2011E	328,983	10	16,282	39.28	0.35		33	
2012E								

走势图



市场数据

2010-3-26

收盘价：	11.76 元
52 周最高价：	16.65 元
52 周最低价：	6.82 元
平均持仓成本：	12.32 元

基本数据

2009Q4

总股本（万股）：	46,905
流通 A 股（万股）：	46,905
每股收益（元）：	0.23
每股净资产（元）：	1.95
每股经营现金流（元）：	0.64
市净率：	6.03

分析师：宋晗

执业证书编号：S0550107120994

TEL: (8621)6336 7000-254

FAX: (8621)6337 3209

Email: songh@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2010年3月27日，白云山公布了2009年年度报告，2009年公司共实现销售收入27.95亿元，同比增长6.04%，营业利润8472万元，同比增长16.09%，实现利润总额11764万元，同比增长1.42%，属于母公司的净利润10777万元，同比增长41.04%，每股收益0.23元。

公司2009年主营业务保持稳定，合营公司百特侨光亏损额扩大影响了投资收益，母公司和控股子公司光华制药获得所得税优惠使得净利润大幅的提高。

1、公司主营业务保持稳定增长

虽然公司整体的主营业务只是增长了6.04%，但是公司的产品结构有了一定调整，新产品在公司销售收入中的比重进一步增加。公司的化学制剂子行业实现销售收入15.74亿元，同比增长3%，虽然增长速度不快，但是依然是公司销售规模最大的分类，在化学制剂中，阿莫西林胶囊实现销售收入2.3亿元，同比增长3.7%，由于原料药价格下降，因此毛利率大幅提高了11个百分点到47.05%；二类新药头孢硫咪依然保持30%以上的增长速度，销售额超过2亿元；头孢克肟销售收入1.2亿元，同比增长15%，一力咳特灵销售收入也接近2亿元，这四个品种的销售收入就达到了7.5亿元，占化学制剂产品销售额的一半。未来重点品种的稳定快速增长将减少公司的业绩波动。

中药材和中成药实现销售收入7.7亿元，同比大幅增长了22.53%，其中清开灵注射液实现销售收入2.18亿元，同比增长22%，小柴胡颗粒通过积极的营销，销售收入也接近1亿元。

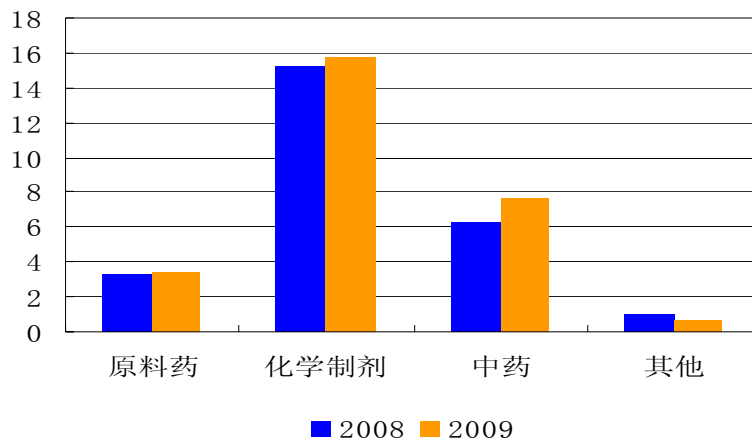
化学原料药实现销售收入3.45亿元，同比增长6.17%，毛利率也有所恢复。

公司其他行业销售额逐步萎缩，预计公司将逐步退出这些和主营关系不是十分密切的产品。

因此公司的增长主要来自于中药材和中成药子行业，但是从未来看，化学制剂子行业，尤其是头孢类产品依然是公司最重要的收入来源。

公司2009年共获得4个生产批件，8个产品在申请生产批件的过程中，未来公司的品种将进一步丰富。

图一、白云山主要子行业销售增长情况



数据来源：Wind 资讯，东北证券研究所

2、子公司业绩逐步恢复

公司除了母公司的白云山制药厂和化学药厂以外，还有 3 个主要的子公司和 2 个主要的合营公司，主要子公司中，生产头孢类抗生素的天心药业继续保持稳定增长，销售收入 4.45 亿元，利润 2686 万元，同比增长 17% 和 31%，无论是销售收入和利润都达到了历史最好水平；生产小柴胡颗粒的光华制药实现销售收入 2.64 亿元，利润 800 万元，虽然离历史最高水平还有一定差距，但是比 2008 年已经有了大幅的增长；生产清开灵注射液的明兴制药实现销售收入 2.78 亿元，利润 2416 万元，业绩接近历史最好水平。

在合营公司中，白云山和记黄埔中药有限公司销售收入达到了 9.3 亿元，净利润 9656 万元，同比增长 20% 和 4%，两大主要品种板蓝根冲剂和复方丹参片分别实现销售收入 4.11 亿元和 2.96 亿元，受到中药材价格上涨因素影响，利润的增长要低于销售收入的增长，2010 年公司将会继续受到这一因素的困扰。

百特侨光制药一直是市场所期盼的合资项目，但是受到产品结构和生产能力的限制，公司一直处于亏损状态，2009 年实现销售收入 1.68 亿元，利润-3933 万元，成为影响白云山整体业绩的主要因素。但是其中有 2000 万元是会计上处理以前的递延所得税所造成的，而实际的亏损在 2000 万元左右，和 2008 年基本持平。2010 年随着公司新的厂区建成投产，亏损额会有较大幅度的下降。

表一、主要子公司经营情况

	销售收入			净利润		
	2008	2009	增长率	2008	2009	增长率
天心药业	38033	44520	17.06%	2043	2686	31.47%
光华药业	23604	26396	11.83%	104	800	669.23%
明兴制药	24003	27811	15.86%	1019	2416	137.10%
和记黄埔	77004	92979	20.75%	9257	9656	4.31%
百特侨光	14406	16798	16.60%	-1998	-3933	96.85%

数据来源：上市公司公告，东北证券研究所

3、业绩增长主要来自所得税率的下降

白云山销售收入增长 6%，整体毛利率提高了 2 个百分点，主营业务利润增加了 1.1 亿元，增长 13%，但是公司的销售费用和管理费用分别增长了 18%和 13%，共增加了 1.1 亿元，其中人员的工资上涨了近 20%达到了 2.5 亿元，占所有两项费用的 40%，公司有员工 5000 人，但是需要负担费用的离退休人员就达到 4000 人，公司的负担依然沉重。

利率的下调给公司带来了 3000 万元的财务费用节省，而所得税率的下调也给公司带来 3000 万元的所得税的下降，这两项成为公司 2009 年业绩增长的主要原因。到 2010 年这两项因素都将不再存在，公司业绩的增长可能还是要看主营业务的增长。

4、公司资产质量进一步改善

公司虽然利润并没有大幅的增长，但是公司在 2009 年实现了 3 亿元的经营性现金流，使得公司的资产结构进一步的改善。

公司在 2009 年更多的采用票据结算，应收票据增长了近一倍到 4 亿元，但是应收账款下降了 7600 万元到 2 亿元，票据的风险性要小于应收账款，公司的其他应收款和存货都有不同程度的下降，这些都增加了公司的经营性现金流。公司的货币资金已经超过了 3 亿元，基本解决公司现金周转问题。

负债方面，公司在 2010 年有息负债下降 1 亿元到 12 亿元，资产负债率小幅下降，但是依然保持在 67%的高位，依然具有较大的风险性。

5、盈利预测与投资建议

公司的主营业务在 2008 年受到一定的冲击以后，2009 年得到了恢复，公司已经基本上形成了以抗生素为主的化学制剂和以抗感染类和清热解毒类为主的中成药的产品线结构，公司内部整合也基本上进入尾声。

作为南方最大的制药企业之一，有理由相信公司会在医疗体制改革中受到一定的益处，公司目前的经营困境主要是公司历史包袱较重造成的。

2010 年对公司有利的一面表现为主营业务将会持续的增长, 如头孢硫咪等新药在公司销售收入中的比重将会进一步上升, 2010 年费用的上升程度应该小于 2009 年。百特侨光的亏损额将会大幅的缩小。

不利的一面是中药材价格的大幅上涨会影响到白云山和黄中药公司的业绩, 有可能出现合资以来第一次业绩负增长, 2010 年开始进入加息周期对公司的业绩也会产生一定的负面因素。

综合各种因素, 我们小幅下调公司 2010 年和 2011 年的业绩预测到 0.25 元和 0.35 元,

虽然公司目前的市盈率水平较高, 但是只有 55 亿的市值低估了公司目前的产品线在未来能给公司带来的长期收益, 因此我们维持对公司谨慎推荐的投资评级。

报表预测					
利润表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
营业收入	2933.50	2635.87	2795.11	2990.76	3289.83
减: 营业成本	1850.14	1776.52	1828.23	1949.38	2130.82
营业税金及附加	21.66	21.81	25.20	26.96	29.66
营业费用	496.14	399.49	470.81	498.56	540.52
管理费用	380.33	298.22	337.44	345.73	366.82
财务费用	77.40	95.33	63.86	62.51	60.63
资产减值损失	13.67	15.26	17.60	10.00	8.00
加: 投资收益	59.73	35.86	30.87	35.00	45.00
公允价值变动损益	26.32	7.87	1.88	0.00	0.00
其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
营业利润	180.22	72.97	84.72	132.62	198.38
加: 其他非经营损益	-1.77	42.99	32.90	20.00	15.00
利润总额	178.45	115.97	117.62	152.62	213.38
减: 所得税	41.71	31.98	-3.55	21.17	30.31
净利润	136.73	83.99	121.17	131.45	183.07
减: 少数股东损益	7.86	7.58	13.40	14.54	20.25
归属母公司股东净利润	128.87	76.41	107.77	116.91	162.82
资产负债表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
货币资金	72.44	56.57	212.45	299.08	328.98
应收和预付款项	584.91	643.60	673.41	572.07	579.90
存货	530.27	476.10	462.91	465.36	441.37
其他流动资产	2.41	0.57	0.90	0.90	0.90
长期股权投资	63.28	198.61	222.91	257.91	302.91
投资性房地产	297.75	331.22	335.60	335.60	335.60
固定资产和在建工程	924.86	750.22	688.57	707.43	725.30
无形资产和开发支出	267.91	220.26	210.36	209.91	209.46
其他非流动资产	4.37	3.30	2.68	1.57	0.46

资产总计	2748.20	2680.46	2809.79	2849.83	2924.88
短期借款	1305.08	1313.10	1217.00	1129.00	1049.10
应付和预收款项	460.27	435.07	525.18	545.15	549.59
长期借款	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
其他负债	202.64	76.28	99.45	99.45	99.45
负债合计	1967.99	1824.45	1841.63	1773.60	1698.14
股本	469.05	469.05	469.05	469.05	469.05
资本公积	99.79	106.48	106.27	106.27	106.27
留存收益	163.68	229.44	337.21	430.73	560.99
归属母公司股东权益	732.52	804.97	912.53	1006.06	1136.32
少数股东权益	47.69	51.04	55.63	70.17	90.42
股东权益合计	780.21	856.01	968.17	1076.23	1226.74
负债和股东权益合计	2748.20	2680.46	2809.79	2849.83	2924.88
现金流量表	2007A	2008A	2009A	2010E	2011E
经营性现金净流量	144.28	85.67	364.00	268.13	210.84
投资性现金净流量	-22.56	38.94	32.83	-13.60	-17.70
筹资性现金净流量	-85.45	-125.97	-166.81	-167.91	-163.23
现金流量净额	36.27	-1.36	230.01	86.62	29.91

投资评级说明

行业投资评级分为:优于大势、同步大势、落后大势。

优于大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益超越市场平均收益;

同步大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益与市场平均收益基本持平;

落后大势: 在未来 6—12 个月内, 行业指数的收益落后于市场平均收益。

公司投资评级分为:推荐、谨慎推荐、中性、回避。

推 荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 15%以上;

谨慎推荐: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益超过市场平均收益 5—15%;

中 性: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益在市场平均收益 $\pm 5\%$ 之间;

回 避: 在未来 6—12 个月内, 股票的持有收益低于市场平均收益 5%以上。

郑重声明

本报告中的信息均来源于公开数据, 东北证券股份有限公司(以下简称我公司)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。本报告版权归我公司所有。