

白云山：业绩改善明显，仍存重组预期

报告关键点：

- 内修外因，业绩大幅改善
- 下属企业经营趋势均向好
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价16.8元

报告摘要：

- 2010年一季度主业大幅增长52%，现金流健康。**2010年一季度，公司实现营业收入9.98亿元，同比增长33.51%；实现净利润6,638万元，同比增长105.23%，每股收益0.14元；扣除非经常性因素后的净利润约为4,930万元，同比增长约52%，每股收益为0.11元。经营活动产生的现金流量净额9,510万元，同比增加280%，每股经营性现金流量净额0.20元，现金流十分健康。
- 内修外因，业绩大幅改善。**我们近期对白云山管理层及下属的明兴公司进行了实地调研。整体来看，公司2008年下半年以来内部管理提效显著：内部销售资源进一步整合，销售策略调整、清理渠道库存，理顺产品价格体系。2009年公司板蓝根、清开灵等产品受益于甲流大幅增长，公司积极把握机遇，加大了营销推广力度，使流感后上述产品仍维持较快增长。2009年四季度以来普药在基层用药需求加速释放，公司作为品牌普药企业受益明显。上述内外部因素，使得公司2010年一季度整体经营状况大幅改善，预期全年业绩增长将可持续。
- 下属企业经营趋势均向好。**从下属企业看，制药总厂、天心制药、化学药厂一季度主要头孢类原料及制剂均产销两旺，收入增速超过40%。2009年四季度，明兴、光华、何济公药厂库存均已清理完毕，光华、何济公药厂与制药总厂进行了销售资源整合，三家公司2009年四季度以来业绩改善明显。2010年一季度，合资企业和记黄埔营收继续保持稳定增长；百特侨光经营逐步好转，预期全年将减亏。
- 维持“增持-A”的投资评级，12个月目标价16.8元。**我们维持对公司2010、2011年的业绩预测，即每股收益分别为0.48元、0.58元，考虑公司后续有重组预期，按照公司2010年业绩给予35倍PE，则12月目标价为16.8元，维持“增持-A”的投资评级。

财务和估值数据摘要

(百万元)	2008	2009	2010E	2011E	2012E
营业收入	2,635.9	2,795.1	3,683.9	4,660.2	5,834.6
Growth(%)	-10.1%	6.0%	31.8%	26.5%	25.2%
净利润	84.0	121.2	238.9	291.4	372.6
Growth(%)	-40.7%	41.0%	108.4%	22.0%	27.8%
毛利率(%)	32.6%	34.6%	35.4%	35.6%	35.8%
净利润率(%)	2.9%	3.9%	6.1%	5.9%	6.0%
每股收益(元)	0.16	0.23	0.48	0.58	0.75
每股净资产(元)	1.82	2.06	2.40	2.75	3.21
市盈率	82.8	58.7	28.2	23.1	18.1
市净率	7.4	6.5	5.6	4.9	4.2
净资产收益率(%)	9.8%	12.5%	21.2%	22.6%	24.8%
ROIC(%)	8.3%	9.9%	16.8%	-9.3%	22.1%
EV/EBITDA	30.6	32.1	18.4	15.7	12.9
股息收益率	0.2%	0.0%	1.1%	1.7%	2.2%

评级：

增持-A

上次评级： 增持-A

目标价格： 16.80 元

期限： 12 个月 上次预测： 16.80 元

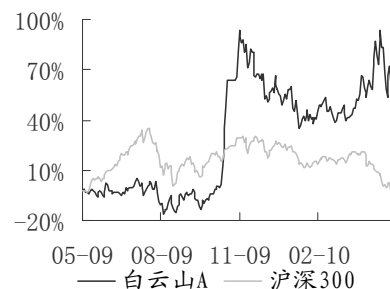
现价： 13.48 元

报告日期： 2010-05-20

市场数据

总市值(百万元)	6,322.84
流通市值(百万元)	6,322.52
总股本(百万股)	469.05
流通股本(百万股)	469.03
12 个月最高/最低	6.91/16.65 元
十大流通股东(%)	39.50%
股东户数	99,237

12 个月股价表现



%	一个月	三个月	十二个月
相对收益	15.53	30.78	64.92
绝对收益	1.43	14.62	61.83

研究员

洪露

首席行业分析师

021-68766073

honglu@essence.com.cn

执业证书编号

S1450210010306

前期研究成果

- 白云山：内修外因，公司业绩大幅增长
2010-04-27
- 白云山：调整初显成效，业绩恢复性增长
2009-04-27
- 白云山：调整尚未结束，业绩释放需时日
2008-11-10

1. 2010 年一季报业绩回顾

2010 年一季度主业大幅增长 52%。2010 年一季度，公司实现营业收入 9.98 亿元，同比增长 33.51%，主要因主导产品头孢硫脒等头孢系列产品、清开灵系列产品、阿咖酚散、氨咖黄敏胶囊、小柴胡颗粒等销售同比大幅增长。整体毛利率为 35.34%，同比增长了 2.32 个百分点。为了扩大销售，销售费用率提高至 15.91%，同比上升了 1.73 个百分点，主要为下属的明兴制药、光华制药广告费用增长所致。但管理费用率和财务费用率均同比减少，其中财务费用率为 1.39%，同比减少了 1.1 个百分点。投资收益 1,539.75 万元，同比增幅 51.05%，主要原因是合营企业白云山和黄、百特侨光等按权益法确认的投资收益同比增加、转让广州医药足球俱乐部股权形成投资收益所致。实现净利润 6,638 万元，同比增长 105.23%，每股收益 0.14 元。扣除何济公制药厂房地产补偿收益、广州医药足球俱乐部股权投资收益后的净利润约为 4,930 万元，同比增长约 52%，每股收益为 0.11 元。经营活动产生的现金流量净额 9,510 万元，同比增加 280%，每股经营性现金流量净额 0.20 元。

综上，业绩大幅增长主要原因为：主导产品销售同比大幅增长、主营业务毛利率同比上升、银行负债减少致财务费用率降低、合营企业投资收益同比增加等经营性因素；以及房地产补偿收益及股权转让收益等非经常性因素共同影响。另外，除了百特侨光外，母公司及其他下属公司都是高新技术企业，公司整体税率减少也是盈利增长的主要原因之一。

2. 主要下属企业经营情况分析

我们近期对白云山管理层及下属的明兴公司进行了实地调研。整体来看，公司 2008 年下半年以来内部管理提效显著：包括内部销售调整、下属企业管理班子变换、控货清理渠道库存、理顺产品价格体系。同时，公司部分产品受益于甲流，2009 年四季度以来普药在基层用药需求加速放大，作为品牌普药企业受益明显。上述内外部因素，使得公司 2010 年一季报整体经营状况大幅改善，预期业绩的增长将可持续。

从下属企业看，制药总厂、天心制药、化学药厂一季度主要头孢类产品收入增速均超过 40%；明兴、光华、何济公药厂一季度改善明显；合资企业白云山和黄营收继续保持稳定增长；百特侨光经营逐步好转，预期全年将减亏。

2.1. 明兴、光华、何济公改善明显

2009 年报，下属的光华和明兴公司业绩都有较大的改善，2010 年一季度，何济公药厂改善也颇为明显。改善主要因：第一、从制药总厂输出管理人员，对上述企业领导班子做了调整；第二、2009 年成立了营销中心，将光华、何济公药厂和制药总厂进行了销售整合，制药总厂较好的营销管理模式在集团内部得到进一步推广；第三、销售策略做了一定的调整，解决了以往渠道库存大、产品价格混乱的局面。

明兴公司：主要产品为清开灵系列，包括清开灵颗粒、口服液、胶囊、针剂，是目前国内清开灵剂型最全的公司。公司 2009 年销售 2.78 亿元，同比增长了 15.9%；净利润为 2,416 万元，同比增长 137.2%。

2009 年公司清开灵有产能瓶颈，下半年新增了一条针剂生产线，能每年新增 2,000 万元销售收入。

清开灵从疗效上讲：运用前景好，且价格便宜，主要针对治疗流行性感、手足口病，在甲流和非典治疗总，被国家卫生部认定为首选药。

2008 年清开灵未能进广东医保，在 2009 年 9-10 月份，清开灵仍有 2,000-3,000 万元金额的积压库存，但 2009 年 10 月开始销售势头转好，到年底存货已全部清理光。2010 年 1-4 月份，清开灵系列产品均供不应求，目前回款和渠道存货均正常。即便是 2009 年针剂和颗粒剂都有所提价，但针剂、颗粒剂仍供应紧张，针剂仍存在产能瓶颈，公

司 2010 还要再增加一条清开灵生产线。

分析清开灵产销两旺的原因主要有：1、去年甲流、手足口病惯性影响，同时甲流期间公司加强了口服制剂的市场宣传和广告投入；2、一季度是一般感冒等抗病毒药销售的全年旺季；3、清开灵 2009 年下半年增加了一条针剂生产线，部分解决了产能瓶颈问题；4、清开灵价格便宜、疗效确定、且具有品牌优势，受益于基本用药需求释放。

清开灵在全国范围内销售，销售人员共有 100 多人，以点带面的形式做终端。60%销售人员主要做药店 OTC 促销；40%的销售人员主要通过经销商推广清开灵针剂。广东省销售额最大，销售占比达 40%。公司有招标专员负责全国招标，清开灵全国价格维护较好。清开灵在基本药物目录中，广东省、北京招标对品牌企业并无特殊优厚政策，主要取决于价格；上海对品牌企业招标是增加 2 分，公司中标率去年下半年到目前是 60-70%。

光华制药：公司 2009 年销售 2.64 亿元，同比增长了 11.8%；净利润为 800 万元，同比增长 671%。2009 年四季度以来主要产品小柴胡受甲流影响销售增长较快，2010 年一季度头孢丙烯增长 40%以上。

何济公制药：2009 年销售收入约 1.8 亿元，公司为了清理渠道存货，从 2009 年 5、6 月份控制发货，因此 2009 年公司主业实际是亏损的。2010 年一季度销售改善明显，单月收入达 2,500 万元-2,900 万元，而去年同期为 1,000 万元，经营质量明显转好。同时应收款 2009 年最高时候 8,000 万元，目前只有 200 万元。其中阿加酚散请吴奇隆做代言，虽尚未提价，但该产品毛利率在 40%以上，并以农村基层销售为主，2010 年一季度该产品同比大幅增长。

2.2. 总厂、天心、化学药厂头孢原料及制剂增长较快

制药总厂：2009 年销售收入约 11 亿元（未扣除内部抵消），同比增长达百分之十几，其中头孢系列产品销售增长好，注射用头孢硫脒系列（制剂总厂和天心均有）销售达 2.05 亿元，同比增长 30.5%；头孢克肟销售达 1.19 亿元，同比增长 14.5%；但阿莫西林销售达 2.31 亿元，增长仅 3.7%。2010 年一季度头孢硫脒、头孢克肟均快速增长达 40%以上。

天心制药：2009 年实现销售收入 4.45 亿元，同比增长 17.1%；净利润 2,686 万元，同比增长 31.4%。天心整体一季度收入增长超过 40%，主要的头孢针剂产品销售增长均在 40%以上。2010 年天心的克林霉素磷酸酯要扩产。

化学药厂：2009 年销售约 4 亿元，主要生产头孢硫脒、头孢丙嗪、头孢克肟原料药，与下游制药总厂和天心配套。近年公司的头孢他啶、头孢曲松因产品结构调整，销售逐步萎缩。公司生产的原料药 20%为公司内销，其余对外销售，其中 2009 年出口收入有 4,000-5,000 万元。2010 年一季度，化学药厂头孢类抗生素原料药产销两旺，同比增长较快。

2.3. 合资公司喜忧参半

百特侨光：2009 年收入为 1.68 亿元，同比增长 16.6%；净利润-3,933 万元，受递延所得税影响大，经营方面亏损不到 2,000 万元，同比略减亏几十万元。主要是因为侨光制药与百特合资过程中，技术改造投资大，2008 年下半年到 2009 年 1 月，技术改造投资 4,000-5,000 万元，成本较高；同时与高峰年度销售收入 3 亿元相比，销售下滑较大。2010 一季度收入增长 10-20%，整体毛利率有所增高，同时中长链脂肪乳通过招标和深度分销，市场在逐渐扩大，企业逐渐好转，全年公司可能减亏。

和记黄埔：2009 年收入为 9.3 亿元，同比增长 20.8%；净利润 9,565 万元，同比增长 4.3%。其中主要产品板蓝根收入达 4.11 亿元，同比增长 39.7%，复方丹参片收入达

2.96 亿元，同比增长 1.5%。2009 年公司整体毛利率接近 60%，提升了一个点，但费用率高，与公司加大市场投入的策略有关，故利润增速低于收入增速。2010 年一季度，板蓝根在 2009 年较高基数上还有 20%增长，复方丹参增速加快。预计 2010 年公司全年收入增长仍保持在 20%以上。

2010 年一季报，白云山整体银行贷款减少了 4,700 万元，利息减少了 1,300 万元；足球俱乐部有 1,300 万元处理股权收益；土地转让收入有 2,200 万元，计入其他业务收入中，净收益有 1,400 万元。

另外，公司 2010 年不会有大的计提、税负变化；研发费用方面主要是总厂、化学药厂、天心做头孢药物研发，将略微增长。

财务报表预测和估值数据汇总						单位	百万元	模型更新时间			2010-5-20	
利润表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	财务指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
营业收入	2,635.9	2,795.1	3,683.9	4,660.2	5,834.6	成长性						
减: 营业成本	1,776.5	1,828.2	2,379.8	3,001.2	3,745.8	营业收入增长率	-10.1%	6.0%	31.8%	26.5%	25.2%	
营业税费	21.8	25.2	27.6	35.0	43.8	营业利润增长率	-59.5%	16.1%	221.8%	23.6%	29.8%	
销售费用	399.5	470.8	585.7	750.3	962.7	净利润增长率	-40.7%	41.0%	108.4%	22.0%	27.8%	
管理费用	298.2	337.4	404.5	535.9	671.0	EBITDA 增长率	-17.2%	-7.9%	72.7%	15.5%	22.0%	
财务费用	95.3	63.9	62.8	55.3	50.0	EBIT 增长率	-34.7%	-11.7%	125.8%	16.9%	24.3%	
资产减值损失	15.3	17.6	3.3	3.1	5.0	NOPLAT 增长率	-21.9%	22.2%	57.0%	-157.7%	-345.3%	
加: 公允价值变动收益	7.9	1.9	2.0	2.5	3.0	投资资本增长率	2.4%	-7.3%	3.7%	3.6%	10.2%	
投资和汇兑收益	35.9	30.9	50.5	55.0	78.0	净资产增长率	9.7%	13.1%	16.3%	14.7%	16.4%	
营业利润	73.0	84.7	272.6	336.9	437.3	利润率						
加: 营业外净收支	43.0	32.9	2.0	2.0	1.0	毛利率	32.6%	34.6%	35.4%	35.6%	35.8%	
利润总额	116.0	117.6	274.6	338.9	438.3	营业利润率	2.8%	3.0%	7.4%	7.2%	7.5%	
减: 所得税	32.0	-3.6	35.7	47.4	65.8	净利润率	2.9%	3.9%	6.1%	5.9%	6.0%	
净利润	84.0	121.2	238.9	291.4	372.6	EBITDA/营业收入	9.2%	8.0%	10.5%	9.5%	9.3%	
资产负债表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	EBIT/营业收入	6.4%	5.3%	9.1%	8.4%	8.4%	
货币资金	162.5	325.4	394.7	472.8	566.8	运营效率						
交易性金融资产	-	-	-	-	-	固定资产周转天数	108	91	67	54	43	
应收帐款	407.8	260.1	393.8	546.2	763.6	流动营业资本周转天数	113	103	79	75	75	
应收票据	222.8	398.7	555.4	702.2	879.2	流动资产周转天数	178	177	166	171	177	
预付帐款	13.0	14.6	17.0	20.0	23.7	应收帐款周转天数	35	31	25	29	33	
存货	476.1	462.9	575.1	765.5	1,005.7	存货周转天数	70	61	52	53	56	
其他流动资产	5.8	0.9	-4.5	-4.5	-4.5	总资产周转天数	391	371	311	285	268	
可供出售金融资产	0.2	0.5	0.5	0.5	0.5	投资资本周转天数	254	234	174	142	122	
持有至到期投资	-	-	-	-	-	投资回报率						
长期股权投资	198.6	222.9	226.6	197.0	197.0	ROE	9.8%	12.5%	21.2%	22.6%	24.8%	
投资性房地产	331.2	335.6	330.0	330.0	330.0	ROA	3.0%	4.1%	7.0%	7.3%	7.9%	
固定资产	728.4	677.2	690.1	696.5	699.8	ROIC	8.3%	9.9%	16.8%	-9.3%	22.1%	
在建工程	21.9	11.3	6.7	6.2	6.1	费用率						
无形资产	215.8	205.9	206.8	207.7	208.7	销售费用率	15.2%	16.8%	15.9%	16.1%	16.5%	
其他非流动资产	25.8	24.5	23.3	23.3	23.3	管理费用率	11.3%	12.1%	11.0%	11.5%	11.5%	
资产总额	2,814.3	2,945.1	3,420.5	3,968.5	4,704.9	财务费用率	3.6%	2.3%	1.7%	1.2%	0.9%	
短期债务	1,313.1	1,217.0	1,117.0	1,017.0	997.4	三费/营业收入	30.1%	31.2%	28.6%	28.8%	28.9%	
应付帐款	299.7	329.9	391.2	493.3	574.7	偿债能力						
应付票据	44.2	28.5	39.1	41.1	51.3	资产负债率	69.6%	67.1%	67.1%	67.4%	68.0%	
其他流动负债	131.6	259.2	518.3	808.9	1,144.3	负债权益比	228.8%	204.2%	203.7%	207.2%	212.9%	
长期借款	-	-	-	-	-	流动比率	0.72	0.80	0.94	1.06	1.17	
其他非流动负债	169.7	142.3	228.5	316.2	433.6	速动比率	0.45	0.54	0.65	0.73	0.80	
负债总额	1,958.3	1,976.9	2,294.1	2,676.6	3,201.3	利息保障倍数	1.77	2.33	5.34	7.09	9.74	
少数股东权益	51.0	55.6	67.8	82.7	101.7	分红指标						
股本	469.1	469.1	469.1	469.1	469.1	DPS(元)	0.03	-	0.14	0.23	0.30	
留存收益	335.9	443.5	589.5	740.2	932.8	分红比率	17.2%	0.0%	30.0%	40.0%	40.0%	
股东权益	856.0	968.2	1,126.4	1,291.9	1,503.5	股息收益率	0.2%	0.0%	1.1%	1.7%	2.2%	
现金流量表	2008	2009	2010E	2011E	2012E	业绩和估值指标	2008	2009	2010E	2011E	2012E	
净利润	84.0	121.2	238.9	291.4	372.6	EPS(元)	0.16	0.23	0.48	0.58	0.75	
加: 折旧和摊销	81.2	81.9	49.7	52.7	55.6	BVPS(元)	1.82	2.06	2.40	2.75	3.21	
资产减值准备	15.3	17.6	3.3	3.1	5.0	PE(X)	82.8	58.7	28.2	23.1	18.1	
公允价值变动损失	-7.9	-1.9	2.0	2.5	3.0	PB(X)	7.4	6.5	5.6	4.9	4.2	
财务费用	78.7	95.1	65.0	62.8	55.3	P/FCF	-	42.3	106.6	58.4	45.6	
投资收益	-35.9	-30.9	-50.5	-55.0	-78.0	P/S	2.4	2.3	1.7	1.4	1.1	
少数股东损益	7.6	13.4	14.3	17.5	22.4	EV/EBITDA	30.6	32.1	18.4	15.7	12.9	
营运资金的变动	-282.6	127.5	7.1	-14.1	-98.9	CAGR(%)	51.4%	45.4%	28.5%	-100.0%	-100.0%	
经营活动产生现金流量	83.5	300.1	327.7	353.5	331.7	PEG	1.6	1.3	1.0	-0.2	-0.2	
投资活动产生现金流量	38.9	32.8	0.7	39.0	32.0	ROIC/WACC	0.9	1.1	1.8	-1.0	2.4	
融资活动产生现金流量	-126.0	-166.8	-230.2	-264.9	-209.7	REP	4.3	3.8	2.1	-3.6	1.4	

资料来源: 安信证券研究中心 Wind.NET 资讯

作者简介

洪露，首席医药行业研究员，西北大学生命科学院理学学士，中山大学金融投资系管理学硕士。曾就职于丽珠集团，具有 10 年医药行业从业经验，2007 年 6 月加盟安信证券研究中心。

免责声明

本研究报告由安信证券股份有限公司研究中心撰写，研究报告中所提供的信息仅供参考。报告根据国际和行业通行的准则，以合法渠道获得这些信息，尽可能保证可靠、准确和完整，但并不保证报告所述信息的准确性和完整性。本报告不能作为投资研究决策的依据，不能作为道义、责任的和法律依据或者凭证，无论是否已经明示或者暗示。安信证券股份有限公司研究中心将随时补充、更正和修订有关信息，但不保证及时发布。对于本报告所提供信息所导致的任何直接的或者间接的投资盈亏后果不承担任何责任。本公司及其关联机构可能会持有报告中涉及公司发行的证券并进行交易，并提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。

本报告版权仅为安信证券股份有限公司研究中心所有，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。如引用发布，需注明出处为安信证券研究中心，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。

安信证券股份有限公司研究中心对于本免责声明条款具有修改权和最终解释权。

公司评级体系

收益评级：

- 买入 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；
- 增持 — 未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；
- 中性 — 未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；
- 减持 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；
- 卖出 — 未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

- A — 正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；
- B — 较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

销售联系人

朱贤	上海联系人	凌洁	上海联系人
021-67865293	zhuxian@essence.com.cn	021-68765237	lingjie@essence.com.cn
梁涛	上海联系人	南方	上海联系人
021-68766067	liangtao@essences.com.cn	021-68765206	nanfang@essence.com.cn
黄方祥	上海联系人	张勤	上海联系人
021-68765913	huangfc@essence.com	021-68763879	zhangqin@essence.com.cn
潘冬亮	北京联系人	马正南	北京联系人
010-59113590	pandl@essence.com.cn	010-59113593	mazn@essence.com.cn
周蓉	北京联系人	李昕	北京联系人
010-59113563	zhourong@essence.com.cn	010-59113565	lixin@essence.com.cn
潘琳	深圳联系人	王远洋	深圳联系人
0755-82558268	panlin@essence.com.cn	0755-82558087	wangyy3@essence.com.cn
李国瑞	深圳联系人	刘欢	深圳联系人
0755-82558084	ligr@essence.com.cn	0755-82558069	liuhuan@essence.com.cn

安信证券研究中心

深圳

深圳市福田区深南大道 2008 号中国凤凰大厦 1 栋 7 层
邮编: 518026

上海

上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 16 层
邮编: 200122

北京

北京市西城区金融大街 5 号新盛大厦 B 座 19 层
邮编: 100034