

## 化学制剂

署名人: 周锐

S0960207090141

0755-82026719

zhourei@cjis.cn

参与人: 余文心

S0960110080110

0755-82026922

yuwenxin@cjis.cn

6-12 个月目标价: 15.00 元

当前股价: 12.85 元

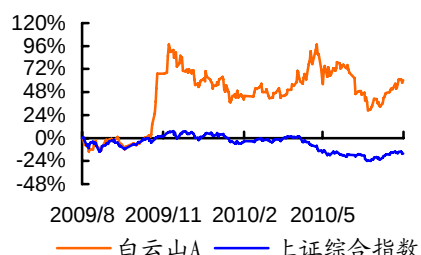
评级调整: 维持

## 基本资料

|           |         |
|-----------|---------|
| 上证综合指数    | 2607.50 |
| 总股本(百万)   | 469     |
| 流通股本(百万)  | 469     |
| 流通市值(亿)   | 60      |
| EPS (TTM) |         |
| 每股净资产 (元) | 2.06    |
| 资产负债率     | 67.1%   |

## 股价表现

| (%)    | 1M    | 3M    | 6M     |
|--------|-------|-------|--------|
| 白云山 A  | 12.11 | 0.87  | 9.54   |
| 上证综合指数 | 5.53  | -1.51 | -12.66 |



## 相关报告

《白云山 A-公司进入良性发展状态, 2010 年业绩高速增长几成定局》2010-5-10

白云山 A

000522

推荐

## 中期业绩高速增长, 未来仍有潜力可挖

白云山公布 2010 年中期报表, 归属于母公司的净利润同比增长 123.19%, 实现每股收益 0.26 元, 符合市场预期。

### 投资要点:

- **经营有明显改善, 经营性现金流量状况良好。**上半年公司营业收入同比增长 31.33%, 扣除非经常性损益后的净利润同比增长 85.36%, 上半年每股经营性现金流达到 0.45 元, 财务状况良好。
- **化学原料及制剂增速迅猛。**白云山各分析产品类别中, 化学原料药同比增长 41.1%, 化学药制剂同比增长 37.1%, 增长迅猛。其中增速较快的产品有: 天心的头孢硫脒同比增长 43.94%, 头孢克肟同比增长 29.06%, 何济公的阿伽酚散同比增长 156.73%。
- **中药中清开灵、复方丹参片高速增长。**白云山清开灵扩产成功后, 销售额迅速增长, 上半年收入同比增长 49.98%, 合营企业和记黄埔的复方丹参片同比增长 42.77%。
- **子公司状况普遍改善。**白云山现有子公司中, 天心、明兴、何济公上半年都实现了高速增长, 09 年亏损近 4000 万的百特侨光上半年已经进入微亏状况, 全年扭亏有望。
- **创新药物研究进展顺利。**公司专利药物头孢噻咪获得美国专利授权, 在抗生素后续产品方面实力进一步增强。
- **公司整体仍在改善过程中, 维持推荐评级。**白云山经过 08-09 年的内部调整后, 目前基本走上了良性发展轨道, 公司仍有潜力可挖, 我们预测公司 2010-2012 年 EPS 为 0.47、0.60 和 0.76 元, 维持推荐的投资评级。

### 风险提示:

- 化学处方药有可能受国家降价政策影响, 中成药成本有较大上升。

### 主要财务指标

| 单位: 百万元       | 2009  | 2010E | 2011E | 2012E |
|---------------|-------|-------|-------|-------|
| 营业收入(百万元)     | 2795  | 3552  | 4257  | 5130  |
| 同比(%)         | 6%    | 27%   | 20%   | 21%   |
| 归属母公司净利润(百万元) | 108   | 222   | 281   | 357   |
| 同比(%)         | 41%   | 106%  | 26%   | 27%   |
| 毛利率(%)        | 34.6% | 36.1% | 36.0% | 36.2% |
| ROE(%)        | 11.8% | 19.8% | 20.4% | 21.0% |
| 每股收益(元)       | 0.23  | 0.47  | 0.60  | 0.76  |
| P/E           | 68.12 | 33.07 | 26.14 | 20.58 |
| P/B           | 8.04  | 6.54  | 5.33  | 4.32  |
| EV/EBITDA     | 34    | 21    | 19    | 16    |

资料来源: 中投证券研究所

附表 1：白云山的季度盈利性数据（除 EPS 之外都是万元）

| 财务指标          | 09 年 1Q     | 09 年 2Q     | 09 年 3Q     | 09 年 4Q     | 10 年 1Q     | 10 年 2Q     | 2Q 同比         | 2Q 环比         |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|---------------|---------------|
| 营业收入          | 74742       | 62347       | 67526       | 74895       | 99785       | 80259       | 28.7%         | -19.6%        |
| 营业成本          | 50061       | 39779       | 43468       | 49515       | 64517       | 49635       | 24.8%         | -23.1%        |
| 营业费用          | 10597       | 11167       | 13382       | 11935       | 15877       | 13099       | 17.3%         | -17.5%        |
| 管理费用          | 8214        | 7271        | 9378        | 8881        | 10647       | 10386       | 42.8%         | -2.5%         |
| 财务费用          | 1862        | 1561        | 1662        | 1300        | 1390        | 1335        | -14.5%        | -4.0%         |
| 营业利润          | 1019        | 941         | 600         | 528         | 1540        | 1368        | 45.5%         | -11.1%        |
| 投资净收益         | 4136        | 3127        |             | 1972        | 8068        | 6558        | 109.8%        | -18.7%        |
| 利润总额          | 4135        | 3028        | 1555        | 3044        | 8159        | 6913        | 128.3%        | -15.3%        |
| 所得税           | 699         | 355         | 131         |             | 1066        | 667         | 87.8%         | -37.4%        |
| 归属于母公司所有者的净利润 | 3234        | 2327        | 1102        | 4113        | 6638        | 5774        | 148.2%        | -13.0%        |
| <b>EPS*</b>   | <b>0.07</b> | <b>0.05</b> | <b>0.02</b> | <b>0.09</b> | <b>0.14</b> | <b>0.12</b> | <b>148.2%</b> | <b>-13.0%</b> |
| 毛利率           | 33.0%       | 36.2%       | 35.6%       | 33.9%       | 35.3%       | 38.2%       | 2.0%          | 2.8%          |
| 营业费用率         | 14.2%       | 17.9%       | 19.8%       | 15.9%       | 15.9%       | 16.3%       | -1.6%         | 0.4%          |
| 管理费用率         | 11.0%       | 11.7%       | 13.9%       | 11.9%       | 10.7%       | 12.9%       | 1.3%          | 2.3%          |
| 实际所得税率        | 16.9%       | 11.7%       | 8.4%        | -50.6%      | 13.1%       | 9.7%        | -2.1%         | -3.4%         |

资料来源：白云山历年报表、中投证券研究所 \* EPS 按最新股本摊薄

附表 2 主要产品增长情况

| 产品        | 10 年中期营业 | 营业收入同比增长 | 毛利率    |
|-----------|----------|----------|--------|
| 阿莫西林      | 11,892   | -4.12%   | 50.17% |
| 清开灵       | 14,377   | 49.98%   | 52.03% |
| 一力咳特灵     | 9,383    | 28.18%   | 13.98% |
| 注射用头孢硫脒系列 | 13,934   | 43.94%   | 48.55% |
| 头孢克肟系列    | 7,266    | 29.06%   | 71.84% |
| 阿咖酚散      | 5,532    | 156.35%  | 44.74% |
| 复方丹参片     | 25,724   | 42.77%   |        |
| 板蓝根       | 19,461   | -3.80%   |        |
| 中长链脂肪乳    | 7,003    | 19.73%   |        |

资料来源：公司公告、中投证券研究所

附：财务预测表

| 资产负债表          |             |              |              |              | 利润表             |             |              |              |              |
|----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|-----------------|-------------|--------------|--------------|--------------|
| 会计年度           | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        | 会计年度            | 2009        | 2010E        | 2011E        | 2012E        |
| <b>流动资产</b>    | 1463        | 1596         | 1874         | 2215         | <b>营业收入</b>     | 2795        | 3552         | 4257         | 5130         |
| 现金             | 325         | 200          | 200          | 200          | 营业成本            | 1828        | 2269         | 2724         | 3274         |
| 应收账款           | 201         | 222          | 266          | 320          | 营业税金及附加         | 25          | 32           | 38           | 46           |
| 其它应收款          | 59          | 75           | 89           | 108          | 营业费用            | 471         | 568          | 681          | 821          |
| 预付账款           | 15          | 18           | 22           | 26           | 管理费用            | 337         | 408          | 490          | 590          |
| 存货             | 463         | 574          | 690          | 829          | 财务费用            | 64          | 70           | 57           | 44           |
| 其他             | 400         | 507          | 607          | 732          | 资产减值损失          | 18          | 18           | 18           | 18           |
| <b>非流动资产</b>   | 1482        | 1432         | 1382         | 1331         | 公允价值变动收益        | 2           | 2            | 2            | 2            |
| 长期投资           | 223         | 223          | 223          | 223          | 投资净收益           | 31          | 55           | 55           | 60           |
| 固定资产           | 677         | 633          | 585          | 536          | <b>营业利润</b>     | 85          | 243          | 305          | 400          |
| 无形资产           | 206         | 206          | 206          | 206          | 营业外收入           | 40          | 32           | 40           | 37           |
| 其他             | 376         | 370          | 367          | 366          | 营业外支出           | 7           | 7            | 7            | 7            |
| <b>资产总计</b>    | 2945        | 3028         | 3256         | 3546         | <b>利润总额</b>     | 118         | 267          | 338          | 430          |
| <b>流动负债</b>    | 1835        | 1691         | 1645         | 1588         | 所得税             | -4          | 29           | 37           | 47           |
| 短期借款           | 1217        | 958          | 796          | 598          | <b>净利润</b>      | 121         | 238          | 301          | 383          |
| 应付账款           | 268         | 333          | 400          | 480          | 少数股东损益          | 13          | 16           | 20           | 26           |
| 其他             | 349         | 400          | 449          | 510          | <b>归属母公司净利润</b> | 108         | 222          | 281          | 357          |
| <b>非流动负债</b>   | 142         | 142          | 142          | 142          | EBITDA          | 231         | 365          | 414          | 495          |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | EPS (元)         | 0.23        | 0.47         | 0.60         | 0.76         |
| 其他             | 142         | 142          | 142          | 142          | <b>主要财务比率</b>   |             |              |              |              |
| <b>负债合计</b>    | 1977        | 1834         | 1788         | 1730         | <b>会计年度</b>     | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> |
| 少数股东权益         | 56          | 72           | 92           | 118          | <b>成长能力</b>     |             |              |              |              |
| 股本             | 469         | 469          | 469          | 469          | 营业收入            | 6.0%        | 27.1%        | 19.9%        | 20.5%        |
| 资本公积           | 106         | 106          | 106          | 106          | 营业利润            | 16.1%       | 186.6%       | 25.7%        | 30.9%        |
| 留存收益           | 337         | 545          | 797          | 1117         | 归属于母公司净利润       | 41.0%       | 106.0%       | 26.5%        | 27.1%        |
| 归属母公司股东权益      | 913         | 1122         | 1376         | 1698         | <b>获利能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>负债和股东权益</b> | 2945        | 3028         | 3256         | 3546         | 毛利率             | 34.6%       | 36.1%        | 36.0%        | 36.2%        |
| <b>现金流量表</b>   |             |              |              |              | 净利率             | 3.9%        | 6.3%         | 6.6%         | 7.0%         |
| <b>会计年度</b>    | <b>2009</b> | <b>2010E</b> | <b>2011E</b> | <b>2012E</b> | ROE             | 11.8%       | 19.8%        | 20.4%        | 21.0%        |
| <b>经营活动现金流</b> | 300         | 164          | 193          | 219          | ROIC            | 11.3%       | 19.2%        | 20.6%        | 23.0%        |
| 净利润            | 121         | 238          | 301          | 383          | <b>偿债能力</b>     |             |              |              |              |
| 折旧摊销           | 82          | 51           | 52           | 52           | 资产负债率           | 67.1%       | 60.6%        | 54.9%        | 48.8%        |
| 财务费用           | 64          | 70           | 57           | 44           | 净负债比率           | 61.56       | 52.26%       | 44.54        | 34.54%       |
| 投资损失           | -31         | -55          | -55          | -60          | 流动比率            | 0.80        | 0.94         | 1.14         | 1.39         |
| 营运资金变动         | 100         | -155         | -182         | -224         | 速动比率            | 0.54        | 0.60         | 0.71         | 0.87         |
| 其它             | -36         | 14           | 20           | 25           | <b>营运能力</b>     |             |              |              |              |
| <b>投资活动现金流</b> | 33          | 55           | 55           | 60           | 总资产周转率          | 0.97        | 1.19         | 1.35         | 1.51         |
| 资本支出           | 27          | 0            | 0            | 0            | 应收账款周转率         | 9           | 13           | 14           | 14           |
| 长期投资           | -2          | -0           | 0            | 0            | 应付账款周转率         | 7.32        | 7.55         | 7.44         | 7.44         |
| 其他             | 58          | 55           | 55           | 60           | <b>每股指标 (元)</b> |             |              |              |              |
| <b>筹资活动现金流</b> | -167        | -344         | -248         | -279         | 每股收益(最新摊薄)      | 0.23        | 0.47         | 0.60         | 0.76         |
| 短期借款           | -96         | -259         | -162         | -199         | 每股经营现金流(最新摊薄)   | 0.64        | 0.35         | 0.41         | 0.47         |
| 长期借款           | 0           | 0            | 0            | 0            | 每股净资产(最新摊薄)     | 1.95        | 2.39         | 2.93         | 3.62         |
| 普通股增加          | 0           | 0            | 0            | 0            | <b>估值比率</b>     |             |              |              |              |
| 资本公积增加         | -0          | 0            | 0            | 0            | P/E             | 68.12       | 33.07        | 26.14        | 20.58        |
| 其他             | -71         | -86          | -86          | -80          | P/B             | 8.04        | 6.54         | 5.33         | 4.32         |
| <b>现金净增加额</b>  | 166         | -125         | 0            | 0            | EV/EBITDA       | 34          | 21           | 19           | 16           |

资料来源：中投证券研究所，公司报表，单位：百万元

## 投资评级定义

### 公司评级

强烈推荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 30%以上  
推 荐: 预期未来 6~12 个月内股价升幅 10%~30 %  
中 性: 预期未来 6~12 个月内股价变动在  $\pm 10\%$  以内  
回 避: 预期未来 6~12 个月内股价跌幅 10%以上

### 行业评级

看 好: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现优于市场指数 5%以上  
中 性: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现相对市场指数持平  
看 淡: 预期未来 6~12 个月内行业指数表现弱于市场指数 5%以上

## 研究团队简介

周锐, 中投证券研究所医药行业首席分析师, 理学博士, 3 年医药行业从业经验, 5 年证券行业从业经验, 2006 年和 2007 年《新财富》最佳分析师评选中入围; “2008 年度卖方分析师水晶球奖”医药行业第二名, 2008 年新财富最佳分析师医药行业第 3 名。

主要研究覆盖化学药&医药商业&现代中药: 海正药业、华海药业、新和成、浙江医药、恒瑞医药、华东医药、国药股份、一致药业、康缘药业、天士力等

## 免责声明

本报告由中国建银投资证券有限责任公司(以下简称“中投证券”)提供, 旨在派发给本公司客户使用。未经中投证券事先书面同意, 不得以任何方式复印、传送或出版作任何用途。合法取得本报告的途径为本公司网站及本公司授权的渠道, 非通过以上渠道获得的报告均为非法, 我公司不承担任何法律责任。

本报告基于中投证券认为可靠的公开信息和资料, 但我们对这些信息的准确性和完整性均不作任何保证。中投证券可随时更改报告中的内容、意见和预测, 且并不承诺提供任何有关变更的通知。

本公司及其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, 也可能为这些公司提供或争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。

本报告中的内容和意见仅供参考, 并不构成对所述证券的买卖出价。投资者应根据个人投资目标、财务状况和需求来判断是否使用报告所载之内容和信息, 独立做出投资决策并自行承担相应风险。我公司及其雇员不对使用本报告而引致的任何直接或间接损失负任何责任。

## 中国建银投资证券有限责任公司研究所

公司网站: <http://www.cjis.cn>

| 深圳                                                                   | 北京                                                              | 上海                                                            |
|----------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------|---------------------------------------------------------------|
| 深圳市福田区益田路 6003 号荣超商务中心 A 座 19 楼<br>邮编: 518000<br>传真: (0755) 82026711 | 北京市西城区太平桥大街 18 号丰融国际大厦 15 层<br>邮编: 100032<br>传真: (010) 63222939 | 上海市静安区南京西路 580 号南证大厦 16 楼<br>邮编: 200041<br>传真: (021) 62171434 |