

分析师: 严鹏 (8621) 68751065 yanpeng@cjsc.com.cn

执业证书编号: S0490209040220

联系人: 刘舒畅 (8621) 68751070 liusc@cjsc.com.cn

## 普药龙头，或将受益基本药物放量

### 事件描述

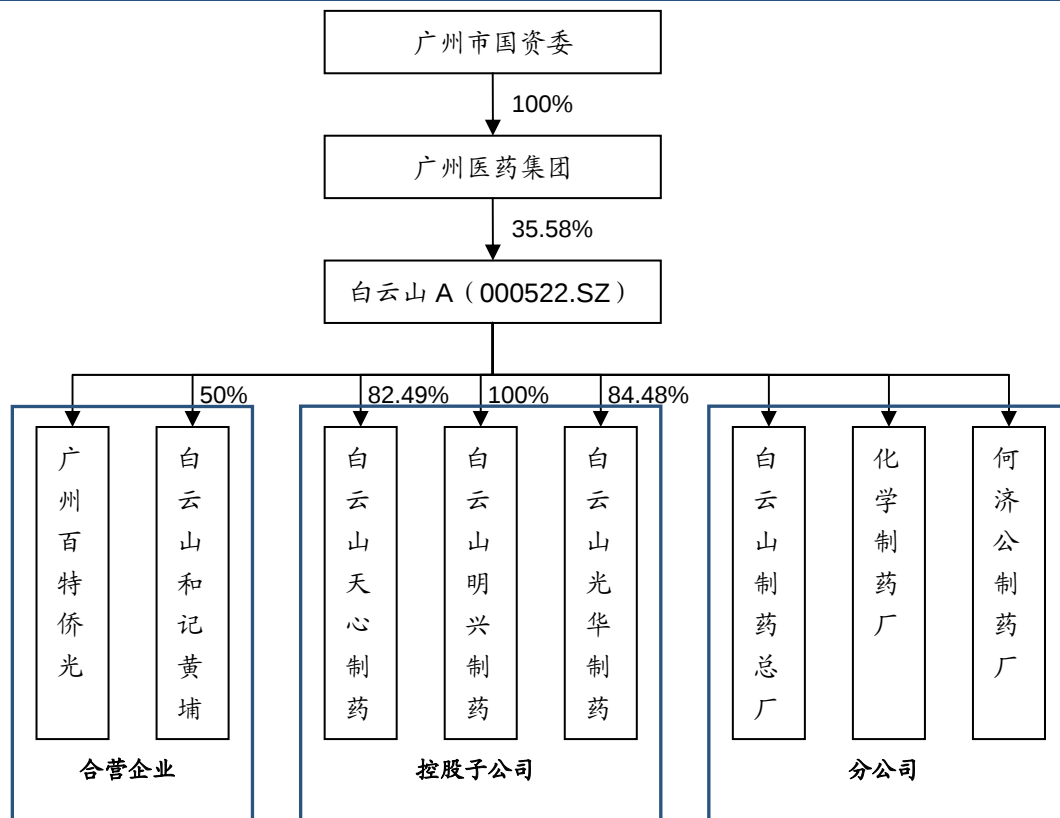
近期，我们调研了白云山 A，与公司高管就公司经营状况进行了交流，主要内容如下。

公司是我国大型的普药龙头，抗生素产品具有较高的市场占有率。随着医改的推进，年内基本药物覆盖率将达到 60%，基层医疗市场存在放量的预期，公司将直接受益。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.48 元和 0.60 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

#### 第一，公司资产质量良好，但主要生产企业发展并不均衡

白云山制药于 1973 年成立；1992 年，改制后上市；2001 年，广州市政府决定由广药集团对其进行重组。

图 1: 公司股权结构及主要生产企业



资料来源: 公司公告, 长江证券研究部

目前，广州市国资委通过广州医药集团持有公司 35.58% 的股权，是公司的实际控制人。

公司现有主要生产企业共 8 家，包括白云山制药总厂、白云山化学制药厂和何济公制药厂等 3 家分公司；明兴制药、光华制药和天心制药等 3 家控股子公司；百特侨光、白云山和黄等 2 家合营企业，不并表，在投资收益中体现。

总体上看，公司资产质量良好，但主要生产企业发展并不均衡。白云山制药总厂、天心白云山和黄经营情况较好；明兴、光华和何济公经过一系列战略调整，经营有所改善；化学制药厂由于环保成本较高，主要以精制为主，需要外购原料药粗品及重要中间体，经营面临一定的困难；百特侨光经营处于亏损状态，但今年以来经营思路有所调整，明年有望扭亏。

**表 1：公司主要生产企业经营状况**

| 生产企业     | 主要经营范围      | 2010E 销售收入 | 经营状况                          |
|----------|-------------|------------|-------------------------------|
| 白云山制药总厂  | 口服抗生素及部分中成药 | 14 亿左右     | 国内口服抗生素第一品牌，但仅靠内生性增长保持高增速比较困难 |
| 白云山化学制药厂 | 头孢类原料药      | 4 亿左右      | 存在一定的不确定性                     |
| 何济公制药厂   | 解热镇痛及外用药    | 2 亿左右      | 经过 08 年战略调整后，经营改善             |
| 白云山明兴制药  | 小容量注射剂等     | 2 亿多       | 经营有所改善                        |
| 白云山光华制药  | 感冒药等品种      | 2 亿多       | 经过 08 年战略调整，经营好转              |
| 白云山天心制药  | 抗生素等        | 4 亿多       | 针对医院市场，收入增速较快                 |
| 百特侨光     | 肠外营养药等大输液品种 | 处于亏损       | 明年有望扭亏                        |
| 白云山和黄    | 板蓝根系列       | 10 亿左右     | 保持 20% 以上的增速，优质资产             |

资料来源：公司资料，长江证券研究部

## 第二，广药集团推动资源整合，公司将直接受益

近期，广药集团提出了“11x”战略。第一个“1”是代表一个企业的优势和亮点；第二个“1”是代表将该企业的优势和亮点上升到广药集团，并利用广药集团品牌强大的影响力，将这个优势和亮点得到最大化辐射扩散；“X”是代表众多企业。从这个战略角度来看，未来广药将更多的以集团的形象出现。

广药集团振兴“大南药”的计划得到国家认可，品牌塑造有了明确方向，开始了内调外扩之路。在集团“十二五”规划中，集团收入将从目前的 270 亿增长到 2015 年 600 亿。如果不通过资源整合，外延式扩张，实现整个目标还比较困难。从这个层面上，集团将更加重视下属上市公司的发展，公司受益比较明确。我们认为做大做强广州药业和白云山两家上市公司，是集团战略的最佳选择。

## 第三，预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.48 元和 0.60 元，首次给予“谨慎推荐”评级

公司是我国大型的普药龙头，抗生素产品具有较高的市场占有率。随着医改的推进，年内基本药物覆盖率将达到 60%，基层医疗市场存在放量的预期，公司将直接受益。目前广药集团层面做大做强的决心很足，整体上市预期存在。公司是广药集团的主要上市资产之一，受益比较明确。我们预计 2010-2011 年公司 EPS 分别为 0.48 元和 0.60 元，首次给予“谨慎推荐”评级。

## 风险提示

- 1、基本药物持续降价的风险；
- 2、广药集团整合力度和进度低于预期。

## 财务报表及指标预测

| 利润表 (百万元)   |       |       |       |       | 资产负债表 (百万元) |       |       |       |       |
|-------------|-------|-------|-------|-------|-------------|-------|-------|-------|-------|
|             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 营业收入        | 2795  | 3634  | 4542  | 5450  | 货币资金        | 325   | 363   | 454   | 545   |
| 营业成本        | 1828  | 2376  | 2970  | 3565  | 交易性金融资产     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 毛利          | 967   | 1257  | 1572  | 1886  | 应收账款        | 260   | 415   | 508   | 609   |
| % 营业收入      | 34.6% | 34.6% | 34.6% | 34.6% | 存货          | 463   | 604   | 754   | 905   |
| 营业税金及附加     | 25    | 33    | 41    | 49    | 预付账款        | 15    | 19    | 23    | 28    |
| % 营业收入      | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%  | 0.9%  | 其他流动资产      | 1     | 0     | 0     | 0     |
| 销售费用        | 471   | 567   | 681   | 818   | 流动资产合计      | 1463  | 1920  | 2389  | 2867  |
| % 营业收入      | 16.8% | 15.6% | 15.0% | 15.0% | 可供出售金融资产    | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 管理费用        | 337   | 440   | 500   | 600   | 持有至到期投资     | 0     | 0     | 0     | 0     |
| % 营业收入      | 12.1% | 12.1% | 11.0% | 11.0% | 长期股权投资      | 223   | 223   | 223   | 223   |
| 财务费用        | 64    | 59    | 65    | 60    | 投资性房地产      | 336   | 336   | 336   | 336   |
| % 营业收入      | 2.3%  | 1.6%  | 1.4%  | 1.1%  | 固定资产合计      | 669   | 746   | 711   | 492   |
| 资产减值损失      | 18    | -57   | 16    | 8     | 无形资产        | 206   | 196   | 186   | 177   |
| 公允价值变动收益    | 2     | 0     | 0     | 0     | 商誉          | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 投资收益        | 31    | 50    | 60    | 70    | 递延所得税资产     | 22    | 0     | 2     | 1     |
| 营业利润        | 85    | 266   | 328   | 422   | 其他非流动资产     | 26    | 26    | 26    | 26    |
| % 营业收入      | 3.0%  | 7.3%  | 7.2%  | 7.7%  | 资产总计        | 2945  | 3447  | 3874  | 4122  |
| 营业外收支       | 33    | 0     | 0     | 0     | 短期贷款        | 1217  | 1480  | 1491  | 1251  |
| 利润总额        | 118   | 266   | 328   | 422   | 应付款项        | 297   | 349   | 436   | 523   |
| % 营业收入      | 4.2%  | 7.3%  | 7.2%  | 7.7%  | 预收账款        | 167   | 218   | 273   | 327   |
| 所得税费用       | -4    | 39    | 49    | 62    | 应付职工薪酬      | 31    | 40    | 50    | 60    |
| 净利润         | 121   | 226   | 279   | 360   | 应交税费        | 30    | 3     | 4     | 4     |
| 归属于母公司所有者   |       |       |       |       | 其他流动负债      | 93    | 117   | 144   | 173   |
| 的净利润        | 107.8 | 226.2 | 279.4 | 359.6 | 流动负债合计      | 1835  | 2207  | 2396  | 2338  |
| 少数股东损益      | 13    | 0     | 0     | 0     | 长期借款        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| EPS (元/股)   | 0.23  | 0.48  | 0.60  | 0.77  | 应付债券        | 0     | 0     | 0     | 0     |
| 现金流量表 (百万元) |       |       |       |       | 递延所得税负债     | 63    | 0     | 0     | 0     |
|             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E | 其他非流动负债     | 80    | 80    | 80    | 80    |
| 经营活动现金流净额   | 300   | 113   | 343   | 428   | 负债合计        | 1977  | 2286  | 2476  | 2418  |
| 取得投资收益      | 10    | 50    | 60    | 70    | 归属于母公司      | 913   | 1105  | 1342  | 1648  |
| 收回现金        |       |       |       |       | 所有者权益       |       |       |       |       |
| 长期股权投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 少数股东权益      | 56    | 56    | 56    | 56    |
| 无形资产投资      | 0     | 0     | 0     | 0     | 股东权益        | 968   | 1160  | 1398  | 1704  |
| 固定资产投资      | 24    | -295  | -216  | -55   | 负债及股东权益     | 2945  | 3447  | 3874  | 4122  |
| 其他          | 9     | 0     | 0     | 0     | 基本指标        |       |       |       |       |
| 投资活动现金流净额   | 33    | -245  | -156  | 15    |             | 2009A | 2010E | 2011E | 2012E |
| 债券融资        | 0     | 0     | 0     | 0     | EPS         | 0.230 | 0.482 | 0.596 | 0.767 |
| 股权融资        | 0     | 0     | 0     | 0     | BVPS        | 1.95  | 2.36  | 2.86  | 3.51  |
| 银行贷款增加 (减少) | -96   | 263   | 11    | -239  | PE          | 72.47 | 34.52 | 27.95 | 21.72 |
| 筹资成本        | 71    | -93   | -107  | -114  | PEG         | 1.47  | 0.70  | 0.57  | 0.44  |
| 其他          | -141  | 0     | 0     | 0     | PB          | 8.56  | 7.07  | 5.82  | 4.74  |
| 筹资活动现金流净额   | -167  | 170   | -97   | -353  | EV/EBITDA   | 38.06 | 16.13 | 13.54 | 11.13 |
| 现金净流量       | 166   | 38    | 91    | 91    | ROE         | 11.8% | 20.5% | 20.8% | 21.8% |

## 对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

| 姓名  | 分工        | 电话              | E-mail                             |
|-----|-----------|-----------------|------------------------------------|
| 伍朝晖 | 副主管       | (8621) 68752398 | 13564079561 wuzh@cjsc.com.cn       |
| 甘 露 | 华东区总经理    | (8621) 68751916 | 13701696936 ganlu@cjsc.com.cn      |
| 王 磊 | 华东区总经理助理  | (8621) 68751003 | 13917628525 wanglei3@cjsc.com.cn   |
| 鞠 雷 | 华南区副总经理   | (8621) 68751863 | 13817196202 julei@cjsc.com.cn      |
| 程 杨 | 华北区总经理助理  | (8621) 68753198 | 13564638080 chengyang1@cjsc.com.cn |
| 李劲雪 | 上海私募总经理   | (8621) 68751926 | 13818973382 lijx@cjsc.com.cn       |
| 张 晖 | 深圳私募总经理   | (0755) 82766999 | 13502836130 zhanghui1@cjsc.com.cn  |
| 沈方伟 | 深圳私募总经理助理 | (0755) 82750396 | 15818552093 shenfw@cjsc.com.cn     |

## 投资评级说明

|      |                                                                                                                                                                                                                                |
|------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| 行业评级 | 报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>看 好： 相对表现优于市场<br>中 性： 相对表现与市场持平<br>看 淡： 相对表现弱于市场                                                                                                                  |
| 公司评级 | 报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为：<br>推 荐： 相对大盘涨幅大于 10%<br>谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5% ~ 10% 之间<br>中 性： 相对大盘涨幅在 -5% ~ 5% 之间<br>减 持： 相对大盘涨幅小于 -5%<br>无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。 |

## 重要声明

长江证券系列报告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，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司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，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属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者争取提供投资银行、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，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。