

证券研究报告—动态报告/公司快评

医药保健

制药与生物

白云山 A (000522)

业绩预告快评

推荐

(维持评级)

2011 年 1 月 20 日

驶入良性发展轨道

证券分析师: 贺平鸽 0755-82133396 hepg@guosen.com.cn
联系人: 杜佐远 0755-82130473 duzyuan@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书
编码: S0980510120026

事项:

白云山预告 2010 年业绩增长 70-120%。

评论:

■ 驶入良性发展轨道, 业绩预增符合预期

我们曾在 10 年 8 月份发表白云山研究报告《成功走出困境, 成长或可持续》, 关注到公司经过 2 年的营销改革, 已经走出业绩低谷, 驶入良性发展轨道的转变, 初步给予“谨慎推荐”投资评级。并在持续跟踪后 10 年 10 月份发表报告《白云山: 业绩持续改善, 提高预测和评级》, 给予“推荐”评级。

本次业绩大幅预增符合我们的预期。

■ 内部整合、普药基层放量促公司业绩反转

公司一直以来最大的问题是下属企业发展不均衡, 亟待资源整合。08 年下半年开始, 在新任总经理带领下公司, 公司对下属各企业进行营销改革。具体措施包括:

- 以前各厂自己招标, 现在统一以白云山股份公司名义统一招标。
- 08 年下半年对何济公、光华、明兴、百特侨光、侨光制药进行调整, 更换管理层、改善销售策略、解决渠道压货问题。
- 09 年下半年成立营销中心统筹白云山制药总厂、何济公、光华的营销工作, 实际是总厂较强的销售带动其他两个较弱的企业, 三个企业的销售由一个老总管理。集团资源的整合由李总推动, 同时协调和广药重复的大客户。

公司 131 个品种列入国家基本药物目录, 其中在产品种 60 个; 421 个品种列入 2009 版医保目录。受益于内部整合和普药基层放量, 公司主导产品收入大幅增长, 毛利率有所提升。公司普药销售未来重点市场仍是城市社区, 农村主要通过经销商辐射。公司坚持“普药精做”。

10 年白云山制药总厂、天心、白云山和黄在高基数上继续保持强劲增长势头; 何济公、光华、明兴经营效益明显改

善；百特侨光预计 10 年可扭亏。

10 年 Q3 销售和管理费用下降不是公司刻意控制的结果，而是内部整合的效益体现，预计这一效益明年还会持续体现。2010 年 Q1-Q3 业绩已经超过年初制定的全年计划，我们预计 Q4 可能会在广告和营销费用上打一些提前量，为明年业绩做些平滑。

表 1: 白云山 A 主要下属公司及产品情况

总厂、天心	高基数上继续保持强劲增长势头。
何济公	今年以来开始恢复，08 年阿咖酚散销售过亿，09 年下滑至几千万，10 年增长 100%以上，10 年下半年公司针对该产品也加大了广告营销投入。
明兴	09 年下半年借助甲流疫情消化了清开灵库存，今年前三季度清开灵增长近 40%，目前仍处于供不应求状态。今年公司投入 1000 多万做技改扩产能。预计 11 年清开灵可保持较好增速。
百特侨光	Q1、H1、Q1-3 分别亏损 -1000 万、-500 万、-300 万，逐季减亏，预计全年扭亏。
白云山和黄	高基数上继续保持强劲增长势头。复方丹参片 30%以上增长，但板蓝根在去年甲流形成的高基数上有些下降，Q4 加大营销和广告投入，期望明年恢复增长。新产品是瓶颈，未来考虑重点发展独家品种口炎清、消炎利胆片、脑心清。
头孢硫脒	今年在 22 省中标，明年继续保持较好增长。10 年增长 30%以上，预计 11 年头孢系列仍有 30%左右增长。
阿莫西林	今年下降了几个点，原因一是去年甲流形成较高基数，二是公司放弃部分基药招标价格不理想的省份。预计 11 年止跌恢复增长。
复方丹参片	预计 11 年可保持较好增速。
板蓝根	预计 11 年止跌恢复增长。

资料来源：公司资料、国信证券经济研究所

■ 广药集团推动资源整合，新品不断上市

医药行业各大集团推动下属公司资源整合是大势所趋。目前广药集团提出的“振兴大南药”发展战略，目标是把销售收入从目前的 270 亿增长到 2015 年 600 亿，其主要的策略是外拓内调，整合旗下众多资源。而白云山身为广药集团下属的 2 家上市公司之一，必将受益。

2010 年白云山制药总厂相继产业化并上市了氯雷氨酚伪麻缓释片（国内独家、3 类新药）、注射用盐酸头孢吡肟，近期刚刚上市普卢利沙星片（3 类新药，喹诺酮类抗生素潜力品种，国内竞争厂家少）。此外，总厂的国家一类新药头孢噻肟 2009 年 11 月份申请美国专利成功，这是总厂继头孢硫脒之后，研发的另一个一类新药，是国内唯一的两个国家原创头孢类抗生素新药。

■ 维持“推荐”评级，一年期合理价值提高至 21-23 元

经过 2 年的内部整合，公司已驶入良性发展轨道，业绩趋势向好，身为国内大型品牌普药企业，必将受益于新医改对基层基础药品消费的杠杆式撬动。维持 10-12 年 EPS/0.48/0.64/0.83 元，同比增长 110%、33%和 30%，当前动态 PE32x、24x、19x。公司面临业绩拐点，业绩弹性较大，后续题材也较为丰富，市值相对偏小具提升空间，维持“推荐”评级，一年期目标价提高至 21-23 元（12PE25-28x），具 40%左右收益空间。

国信证券投资评级

类别	级别	定义
股票 投资评级	推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 20%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，股价表现优于市场指数 10%-20%之间
	中性	预计 6 个月内，股价表现介于市场指数 $\pm 10\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，股价表现弱于市场指数 10%以上
行业 投资评级	推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 10%以上
	谨慎推荐	预计 6 个月内，行业指数表现优于市场指数 5%-10 % 之间
	中性	预计 6 个月内，行业指数表现介于市场指数 $\pm 5\%$ 之间
	回避	预计 6 个月内，行业指数表现弱于市场指数 5%以上

分析师承诺:

作者保证报告所采用的数据均来自合规渠道，分析逻辑基于本人的职业理解，通过合理判断并得出结论，力求客观、公正，结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

风险提示:

本报告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询价。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。本报告版权归国信证券所有，未经书面许可任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、刊登。

证券投资咨询业务的说明:

证券投资咨询业务是指取得监管部门颁发的相关资格的机构及其咨询人员为证券投资者或客户提供证券投资的相关信息、分析、预测或建议，并直接或间接收取服务费用的活动。

证券研究报告是证券投资咨询业务的一种基本形式，指证券公司、证券投资咨询机构对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向客户发布的行为。