

白云山 A (000522) 年报点评

推荐

公司经营持续向好，土地收益和广药整合是未来看点

首次评级

健康护理/化学制药

发布时间：2011 年 3 月 6 日

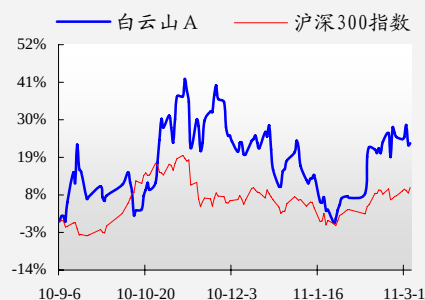
投资要点：

- 公司在 2010 年营业收入为 33.17 亿元，同比增长 18.67%；归属于上市公司股东的净利润为 2.05 亿元，同比增长 89.98%；基本每股收益为 0.44 元，同比增长 89.95%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。
- 公司利润增速远高于营收增速，主要是以下五个原因：销售收入占比近 60% 的化学制剂毛利率上升 3.97%；期间三费增速仅 7.55%，远低于营收增速；广州百特亏损减少，导致投资收益增加 910 万元；资产减值损失减少导致利润增加 1420 万元；何济公制药征地补偿增加利润 1486 万元。生产成本以及销售费用、管理费用、财务费用的有力控制，表明了公司生产经营和销售管理能力的大幅提升。
- 自主创新成绩斐然。报告期内，公司立项研制新药 22 个，取得 3 个生产批文，一类新药头孢硫脒获得了美国专利。公司参与了广药集团、华南新药创制中心等多家科研机构联合启动的抗“超级细菌”药物研发重大课题研究，公司在抗“超级细菌”药物的研制上走在了全国前列。
- 公司涉及“三旧改造”的土地共有 889.53 亩，预计会在 2 年内完成搬迁，土地价值初步估计在 60 亿元以上，而且这是在 2 年内即可变现的资产，这就大大增加了公司的安全边际。
- 投资建议：不考虑土地收益和广药集团的整合，我们预测公司在 2011-2012 年的每股收益为 0.62 元和 0.79 元，现价对应的市盈率为 28.8 倍和 22.6 倍，估值较为合理。但考虑到公司经营管理层面的持续改善，巨大的土地收益在未来 2-3 年将得到兑现，以及广药集团的资产整合预期，我们认为可以享受一定的估值溢价，给予 35 倍 PE，目标价为 21.7 元，给予“推荐”评级。

业绩预测：

	主营收入 (百万元)	增长率 (%)	归属母公司 净利润 (百万元)	增长率 (%)	EPS (元)	ROE (%)	市盈率 (倍)	红利 收益率(%)
2009	2,795	6.0	108	41.0	0.23	12.55	77.7	
2010	3,317	18.67	205	89.98	0.44	20.28	40.6	
2011E	4,180	26.02	291	41.95	0.62	20.85	28.8	
2012E	5,060	21.05	371	27.49	0.79	21.27	20.6	

走势图



市场数据

2011-3-4

收盘价：	17.86 元
52 周最高价：	21.30 元
52 周最低价：	10.08 元
平均持仓成本：	17.88 元

基本数据

2010Q4

总股本（万股）：	46,905
流通 A 股（万股）：	46,905
每股收益（元）：	0.44
每股净资产（元）：	2.36
每股经营现金流（元）：	0.70
市净率：	7.57

分析师：周思立 联系人：刘林

执业证书编号：S0550511010003

TEL: (8621)6336 7000 - 254

FAX: (8621)6337 3209

Email: liul@nescn

地 址：上海市延安东路 45 号 20 楼

邮 编：200002

2010 年净利增长九成

公司在 2010 年营业收入为 33.17 亿元，同比增长 18.67%；归属于上市公司股东的净利润为 2.05 亿元，同比增长 89.98%；基本每股收益为 0.44 元，同比增长 89.95%。公司拟每 10 股派发现金红利 0.5 元（含税）。

公司利润增速远高于营收增速

公司利润增速远高于营业收入的增速，主要是以下五个原因：销售收入占比近 60% 的化学制剂毛利率上升 3.97%；期间三费增速仅 7.55%，远低于营收增速；广州百特亏损减少，导致投资收益增加 910 万元；资产减值损失减少导致利润增加 1420 万元；何济公制药征地补偿增加利润 1486 万元。公司在生产成本以及销售费用、管理费用、财务费用等方面的有力控制，表明了公司生产经营和销售管理能力的大幅提升。

重点品种市场优势提升

2010 年，公司和控股子公司共有阿莫西林（2.23 亿元）、清开灵（2.74 亿元）、一力咳特灵（2.08 亿元）、注射用头孢硫脒（2.65 亿元）、头孢克肟（1.47 亿元）、头孢曲松钠原料药（1.28 亿元）、头孢呋辛钠（1 亿元）等 7 个销售过亿元的品种，比 2009 年增加 1 个，这 7 个品种的销售收入占了营业总收入的 41.33%，同比增长近 3%。重点品种战略和营销改革成效进一步显现。

另外，合营公司有 3 个产品销售过亿元，分别为白云山和记黄埔的复方丹参片 3.99 亿元和板蓝根颗粒 3.6 亿元，广州百特的中/长链脂肪乳注射液 1.62 亿元。合营企业广州百特公司虽然还在亏损，但亏损幅度大大减少，经营层面向好势头明显。

自主创新成绩斐然

报告期内，公司立项研制新药 22 个，取得 3 个生产批文，一类新药头孢硫脒获得了美国专利。公司参与了广药集团、华南新药创制中心等多家科研机构联合启动的抗“超级细菌”药物研发重大课题研究，公司在抗“超级细菌”药物的研制上走在了全国前列。

“三旧改造”有助于盘活公司存量资产

公司涉及“三旧改造”的土地共有 889.53 亩，预计会在 2 年内完成搬迁，土地价值初步估计在 60 亿元以上，而且这是在 2 年内即可变现的资产，这就大大增加了公司的安全边际。

广药集团内部资源整合效应正逐步显现

近期，合营公司白云山和黄与广药集团旗下的王老吉签署了《白云山凉茶系列产品代理销售框架协议》。白云山凉茶合作项目是广药集团“一体化”战略的首个落地项目，广药集团的内部资源整合效应正逐步显现。

白云山凉茶于 2004 年 12 月开始销售，2010 年的销售收入为 1436 万元，借助于王老吉药业的优势营销渠道，预计未来三年白云山凉茶能实现 100% 的年复合增长率，销量将从 2010 年 55 万箱增长到 2013 年的 440 万箱，从而成为公司新的利润增长点。

投资建议

公司的经营在持续向好，业绩明显改善。公司在抗感染药物和心脑血管药物领域的市场地位在稳步提高，随着白云山凉茶合作项目的启动，公司在“大健康”产业领域的发展将逐渐得到加强。

不考虑土地收益和广药集团的整合,我们预测公司在 2011-2012 年的每股收益为 0.62 元和 0.79 元,现价对应的市盈率为 28.8 倍和 22.6 倍,估值较为合理。但考虑到公司经营管理层面的持续改善,巨大的土地收益在未来 2-3 年将得到兑现,以及广药集团的资产整合预期,我们认为可以享受一定的估值溢价,给予 35 倍 PE,目标价为 21.7 元,给予“推荐”评级。

风险提示

- 1) 药品降价的风险。
- 2) 上游原辅材料大幅上升的风险。
- 3) 广州市“三旧改造”进展缓慢以及土地收益低于预期的风险。
- 4) 广药集团资产整合的不确定性风险。

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。