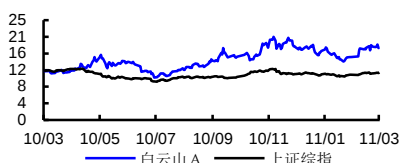


证券研究报告—动态报告
医药保健
制药与生物
白云山 A (000522)
推荐
2010 年报点评

(维持评级)

2011 年 3 月 7 日

一年该股与上证综指走势比较

股票数据

总股本 (百万股)	469.1/469.0
总市值 (百万元)	8,377.3/8,377.0
沪深 300/深圳成指	2,942.31/12,893.84
12 个月最高/最低 (元)	20.60/10.52

相关研究报告:

《白云山 A-000522-驶入良性发展轨道》——2011-1-20

《白云山 A-000522-2010 年三季报点评: 业绩持续改善, 提高预测和评级》——2010-10-25

《白云山 A-000522-2010 年中报分析: 成功走出困境, 成长或可持续》——2010-8-16

证券分析师: 贺平鸽

电话: 0755-82133396

E-mail: hepg@guosen.com.cn

证券投资咨询执业资格证书编码: S0980510120026

联系人: 杜佐远

电话: 0755-82130473

E-mail: duzyuan@guosen.com.cn

公司年报/半年报点评

未来业绩仍有改善空间

●业绩大幅改善, EPS 0.44 低于预期的 0.48

- 10 年公司实现营业收入 33.17 亿元, 同比增长 18.67%; 归属于上市公司股东净利润 2.05 亿元, 同比增长 89.98% (已预增 70%-120%), EPS0.44 元; 扣非后净利润 1.64 亿元, 同比增长 232.51%, 合每股 0.35 元。ROE 为 20.28%, 每股经营性现金流 0.70 元/股, 远超净利润, 盈利质量优异。
- 业绩大幅增长的原因在于: 1) 主导产品销售收入增长明显, 毛利率提升 0.41 个百分点; 2) 内部整合和财务费用下降使期间费用率下降 2.92 个百分点; 3) 合营企业白云山和黄业绩略有下滑 (权益法)、但百特侨光大大幅减亏 (权益法), 加上转让广州医药足球俱乐部, 使投资收益同比增加 29.47%。
- 10 年第四季度收入 6.75 亿元, 下降 9.89%, 净利润 0.36 亿元, 下降 11.36%。
- 公司 10 年度分配方案为: 10 派 0.5 (含税)。

●各业务板块、主导产品增势良好

各业务板块中, 化学原料药和化学制剂加速增长, 中药在 09 年甲流形成较高基数的基础上增速有所放缓, 商品流通规模则保持稳定。公司过亿产品 7 个, 合营企业过亿产品 3 个。主导产品除阿莫西林 (公司放弃部分基药招标价格不理想的省份) 和板蓝根颗粒 10 年收入因 09 年甲流形成的较高基数而有所下滑之外, 其他主导产品增势良好。

●维持“推荐”评级, 未来业绩仍有改善空间

公司整体经营质量大幅改善, 但众多下属企业的发展水平和经营能力仍参差不齐, 尚有较大的改善空间, 未来公司整合有望持续出效益。

公司 10Q4 业绩低于我们预期, 下调 2011、2012 年 EPS 至 0.58、0.75 (原 0.64、0.83), 下调幅度 9%、9%, 同比增长 33%、30%, 首次给予 2013 年 0.97 元/股的预测, 同比增长 28%。公司面临业绩拐点, 未来仍有改善空间, 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, 一年期合理价值 19-21 元 (12PE25-28x)。

盈利预测和财务指标

	2009	2010	2011E	2012E	2013E
营业收入(百万元)	2,795.11	3,317	3,947	4,633	5,406
(+/-%)	6.04%	18.7%	19.0%	17.4%	16.7%
净利润(百万元)	107.77	205	272	354	454
(+/-%)	41.04%	90.0%	33.1%	29.8%	28.4%
每股收益 (元)	0.23	0.44	0.58	0.75	0.97
EBIT Margin	6.53%	7.6%	8.3%	9.0%	9.9%
净资产收益率 (ROE)	11.81%	18.5%	21.4%	23.6%	25.6%
市盈率 (PE)	77.74	40.9	30.7	23.7	18.5
EV/EBITDA	36.27	31.8	27.4	22.1	17.9
市净率 (PB)	9.18	7.57	6.57	5.60	4.71

独立性声明:

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。

业绩大幅改善，EPS 0.44 低于预期的 0.48

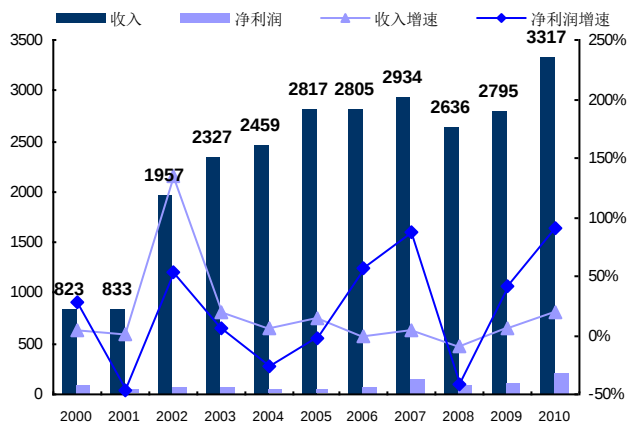
10 年公司实现营业收入 33.17 亿元，同比增长 18.67%；归属于上市公司股东净利润 2.05 亿元，同比增长 89.98%，EPS 0.44 元；扣非后净利润 1.64 亿元，同比增长 232.51%，合每股 0.35 元。ROE 为 20.28%，每股经营性现金流 0.70 元/股，远超净利润，盈利质量优异。公司业绩大幅改善始于 09 年 3 季度。

业绩大幅增长的原因在于：1) 主导产品销售收入增长明显，毛利率提升 0.41 个百分点；2) 内部整合和财务费用下降使期间费用率下降 2.92 个百分点；3) 合营企业白云山和黄业绩略有下滑（权益法）、但百特伟光大幅减亏（权益法），加上转让广州医药足球俱乐部，使投资收益同比增加 29.47%。

10 年第四季度收入 6.75 亿元，下降 9.89%，净利润 0.36 亿元，下降 11.36%。

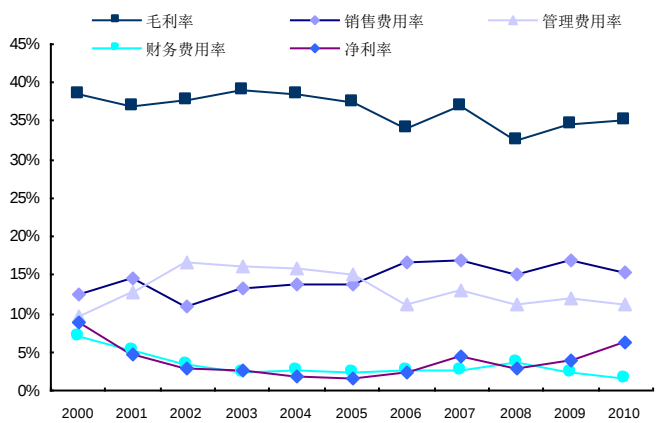
公司 10 年度分配方案为：10 派 0.5（含税）。

图 1：2000-2010 年白云山收入与净利润（百万元）



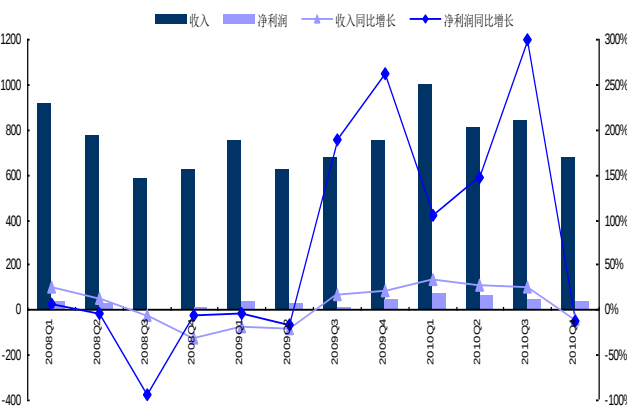
数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 2：2000-2010 年白云山盈利水平变化



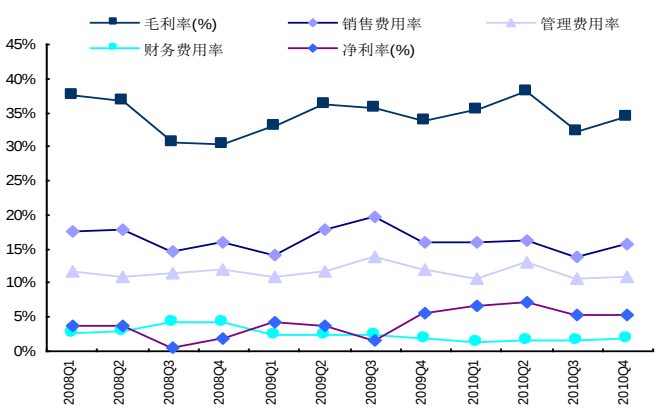
数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 3：08Q1-10Q4 白云山单季度收入与净利润（百万元）



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

图 4：08Q1-10Q4 白云山盈利水平变化



数据来源：Wind 资讯，国信证券经济研究所

各业务板块、主导产品增势良好

各业务板块中，化学原料药和化学制剂加速增长，中药在 09 年甲流形成较高基数的基础上增速有所放缓，商品流通规模则保持稳定。公司过亿产品 7 个，合营企业过亿产品 3 个。主导产品除阿莫西林（公司放弃部分基药招标价格不理想的省份）和板蓝根颗粒 10 年收入因 09 年甲流形成的较高基数而有所下滑之外，其他主导产品增势良好。

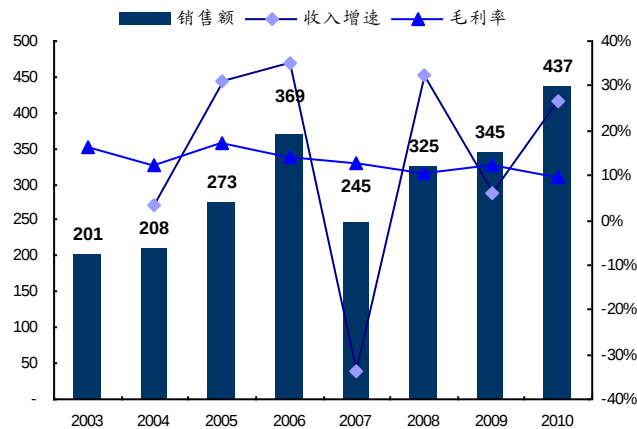
表 1:白云山过亿产品销售情况（百万元）

	2006	2007	2008	2009	2010
营业收入(亿元)					
阿莫西林	182	191	222	231	223
清开灵	182	193	178	218	274
一力咳特灵	133	151	176	197	208
注射用头孢硫脒系列	74	103	138	205	265
头孢克肟		79	104	119	147
头孢曲松钠原料药	184	124		82	127
头孢呋辛钠				89	101
复方丹参片	241	270	292	296	399
板蓝根颗粒	183	242	294	411	360
中/长链脂肪乳注射液		164			162
增长率(%)					
阿莫西林	13.54%	4.57%	16.61%	3.71%	-3.41%
清开灵	10.15%	6.25%	-7.87%	22.27%	25.72%
一力咳特灵	10.33%	13.01%	16.72%	12.02%	5.49%
注射用头孢硫脒系列		38.26%	34.23%	48.85%	29.23%
头孢克肟			31.29%	14.45%	23.27%
头孢曲松钠原料药	56.08%	-32.46%			54.41%
头孢呋辛钠					13.71%
复方丹参片	-20.55%	12.31%	7.92%	1.47%	34.80%
板蓝根颗粒	-4.23%	32.00%	21.66%	39.69%	-12.41%
毛利率					
阿莫西林	35.60%	23.65%	35.90%	47.05%	48.48%
清开灵	60.12%	57.21%	52.74%	53.30%	49.98%
一力咳特灵	13.47%	23.02%	16.94%	12.71%	9.18%
注射用头孢硫脒系列	55.00%	49.64%	53.81%	51.01%	47.99%
头孢克肟		55.48%	63.75%	70.21%	70.90%
头孢曲松钠原料药	4.67%	3.82%		2.08%	-1.44%
头孢呋辛钠				6.15%	3.55%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所。

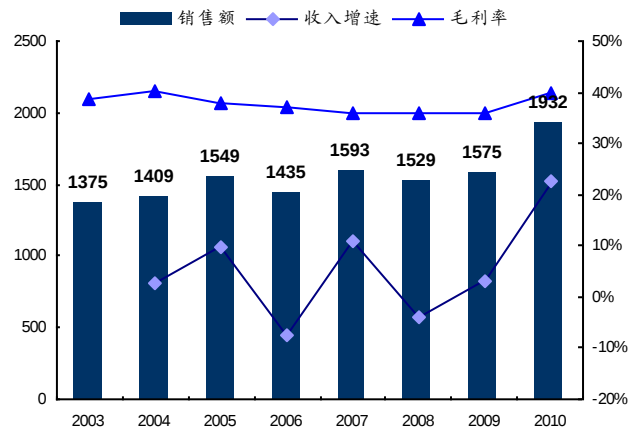
注：复方丹参片、板蓝根颗粒为合营企业白云山和黄产品，中/长链脂肪乳注射液为百特侨光产品。

图 5: 2003-2010 年白云山化学原料药毛利率与收入 (百万元)



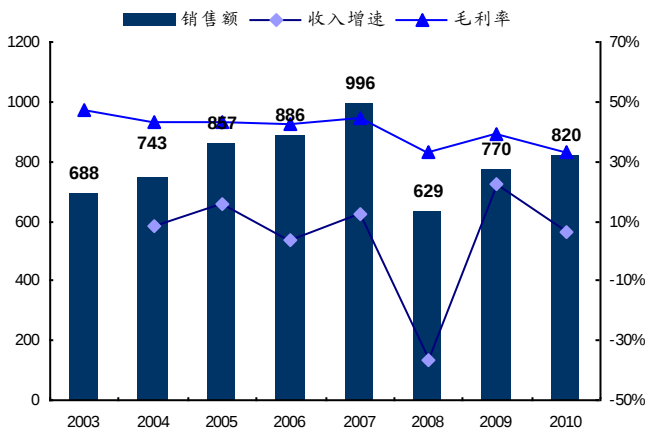
数据来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 6: 2003-2010 年白云山化学制剂毛利率与收入 (百万元)



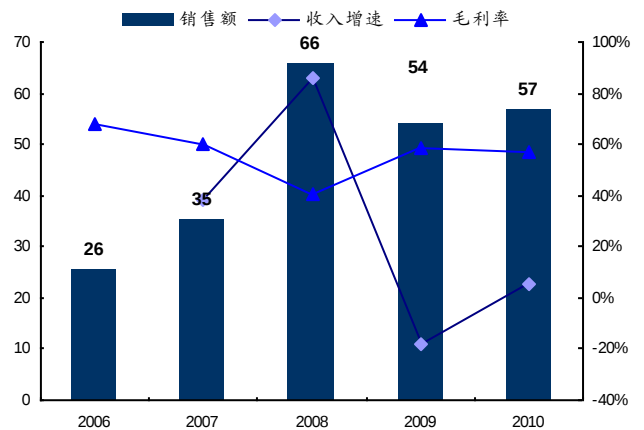
数据来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 7: 2003-2010 年白云山中药毛利率与收入 (百万元)



数据来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

图 8: 2006-2010 年白云山商品流通毛利率与收入 (百万元)



数据来源: Wind 资讯, 国信证券经济研究所

各子公司、合营企业仍有改善空间

公司主要子公司、合营企业 2009 年经营业绩有所改善, 2010 年大部分公司延续了这个势头, 但仍有改善空间。

- 天心制药近几年来收入稳定增长, 净利润增长波动较大。
- 光华制药在 09 年高基数的基础上 10 年继续高增长。
- 明兴制药业绩下滑趋势已扭转。
- 白云山和黄是优质资产, 10 年业绩下滑主要是板蓝根颗粒收入在 09 年甲流形成的高基数上有所下滑, 10Q4 公司加大营销和广告投入, 期望 11 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。

➤ 10 年减亏，11 年有望扭亏。

表 2：白云山主要控股子公司、合营企业收入及变化（万元）

	持股比例	2006		2007		2008		2009		2010	
		收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率	收入	增长率
天心制药	82.49%	26483	-19%	32067	21%	38033	19%	44520	17%	51433	16%
光华制药	84.48%	28000	-14%	29717	6%	23605	-21%	26396	12%	31554	20%
明兴制药	100%	24470	5%	24771	1%	24003	-3%	27811	16%	33864	22%
白云山和黄	50%	27779	107%	66179	138%	77004	16%	92979	21%	102428	10%
百特侨光	50%			3302		14407	336%	16798	17%	19643	17%

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

表 3：白云山主要控股子公司、合营企业净利润及变化（万元）

	持股比例	2006		2007		2008		2009		2010	
		净利润	增长率	净利润	增长率	净利润	增长率	净利润	增长率	净利润	增长率
天心制药	82.49%	655	-72%	1971	201%	2043	4%	2686	31%	2526	-6%
光华制药	84.48%	206	-92%	1794	771%	104	-94%	800	671%	1111	39%
明兴制药	100%	2714	10%	1769	-35%	1019	-42%	2416	137%	2440	1%
白云山和黄	50%	2809	157%	5716	104%	9257	62%	9656	4%	8940	-7%
百特侨光	50%			-7465		-1998		-3933		-1875	

资料来源：公司年报、国信证券经济研究所

维持“推荐”评级，未来业绩仍有改善空间

公司整体经营质量大幅改善，但众多下属企业的发展水平和经营能力仍参差不齐，尚有较大的改善空间，未来公司整合有望持续出效益。

公司 10Q4 业绩低于我们预期，下调 2011、2012 年 EPS 至 0.58、0.75（原 0.64、0.83），下调幅度 9%、9%，同比增长 33%、30%，首次给予 2013 年 0.97 元/股的预测，同比增长 28%。公司面临业绩拐点，未来仍有改善空间，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，一年期合理价值 19-21 元（12PE25-28x）。

附表 1：财务预测与估值

资产负债表（百万元）					利润表（百万元）				
	2010	2011E	2012E	2013E		2010	2011E	2012E	2013E
现金及现金等价物	341	401	523	704	营业收入	3317	3947	4633	5406
应收款项	432	514	603	703	营业成本	2156	2546	2973	3455
存货净额	737	882	1031	1199	营业税金及附加	24	30	35	41
其他流动资产	20	23	27	32	销售费用	513	604	695	795
流动资产合计	1529	1821	2184	2638	管理费用	373	441	512	582
固定资产	692	726	751	770	财务费用	52	49	48	46
无形资产及其他	201	194	187	180	投资收益	40	53	63	73
投资性房地产	378	378	378	378	资产减值及公允价值变动	(0)	(7)	(7)	(7)
长期股权投资	256	270	279	289	其他收入	0	0	0	0
资产总计	3055	3388	3779	4255	营业利润	239	324	427	553
短期借款及交易性金融负债	1023	1023	1023	1023	营业外净收支	19	19	19	19
应付款项	317	380	444	516	利润总额	257	343	445	572
其他流动负债	398	474	552	639	所得税费用	38	51	67	86
流动负债合计	1738	1877	2019	2178	少数股东损益	14	19	25	32
长期借款及应付债券	0	0	0	0	归属于母公司净利润	205	272	354	454
其他长期负债	152	162	171	181					
长期负债合计	152	162	171	181	现金流量表（百万元）				
负债合计	1890	2039	2191	2359		2010	2011E	2012E	2013E
少数股东权益	58	74	94	119	净利润	205	272	354	454
股东权益	1107	1276	1495	1777	资产减值准备	(14)	(3)	0	0
负债和股东权益总计	3055	3388	3779	4255	折旧摊销	72	53	60	66
					公允价值变动损失	0	7	7	7
					财务费用	52	49	48	46
					营运资本变动	30	(86)	(90)	(104)
					其它	23	19	20	25
					经营活动现金流	315	262	350	448
					资本开支	(56)	(85)	(85)	(85)
					其它投资现金流	0	0	0	0
					投资活动现金流	(89)	(98)	(94)	(94)
					权益性融资	0	0	0	0
					负债净变化	0	0	0	0
					支付股利、利息	(78)	(103)	(134)	(172)
					其它融资现金流	(56)	0	0	0
					融资活动现金流	(211)	(103)	(134)	(172)
					现金净变动	15	61	122	181
					货币资金的期初余额	325	341	401	523
					货币资金的期末余额	341	401	523	704
					企业自由现金流	260	160	240	330
					权益自由现金流	204	119	200	291

资料来源：国信证券经济研究所预测

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

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。

国信证券经济研究所团队成员

宏观		固定收益		策略	
周炳林	0755-82130638	李怀定	021-60933152	黄学军	021-60933142
林松立	010-66026312	侯慧娣	021-60875161	闫 莉	010-88005316
崔 嵘	021-60933159	张 旭	010-66026340	吴土金	0755-82130833-1332
		刘子宁	021-60933145		
交通运输		银行		房地产	
郑 武	0755- 82130422	邱志承	021- 60875167	方 焱	0755-82130648
陈建生	0755- 82133766	黄 飙	0755-82133476	区瑞明	0755-82130678
岳 鑫	0755- 82130432	谈 煊	010- 66025229	黄道立	0755- 82133397
高 健	0755-82130678				
机械		汽车及零配件		钢铁	
郑 武	0755- 82130422	左 涛	021-60933164	郑 东	010- 66025270
陈 玲	0755-82130646			秦 波	010-66026317
杨 森	0755-82133343				
商业贸易		基础化工		医药	
孙菲菲	0755-82130722	张栋梁	0755-82130532	贺平鸽	0755-82133396
祝 彬	0755-82131528	陈爱华	0755-82133397	丁 丹	0755- 82139908
田惠蓝	0755-82133263	邱 斌	0755-82130532	杜佐远	0755-82130473
		罗 洋	0755-82150633		
		吴琳琳	0755-82130833-1867		
		梁 丹	0755- 82134323		
石油与石化		电力设备与新能源		传媒	
严蓓娜	021-60933165	杨敬梅	021-60933160	陈财茂	021-60933163
有色金属		电力与公用事业		非银行金融	
彭 波	0755-82133909	徐颖真	021-60875162	邵子钦	0755- 82130468
谢鸿鹤	0755-82130646	谢达成	021-60933161	田 良	0755-82130513
				童成敦	0755-82130513
通信		造纸		家电	
严 平	021-60875165	李世新	0755-82130565	王念春	0755-82130407
程 锋	021-60933167	邵 达	0755-82130706	黄海培	021-60933150
计算机		电子元器件		纺织服装	
段迎晟	0755- 82130761	段迎晟	0755- 82130761	方军平	021-60933158
黄 磊	0755-82151833	高耀华	0755-82130771		
农业		旅游		食品饮料	
张 如	021-60933151	陈财茂	021-60933163	黄 茂	0755-82138922
建材		煤炭		建筑	
				邱 波	0755-82133390
				刘 萍	0755-82130678
新兴产业		研究支持		量化投资产品	
陈 健	010-66022025	沈 瑞	0755-82132998	焦 健	0755-82133928
李筱筠	010-66026326	雷 达	0755-82132098	阳 瑾	0755-82133538
		袁 剑	0755-82139918	周 琦	0755-82133568
		余 辉	0755-82130741	赵学昂	0755-66025232
		王越明	0755-82130478	邓 岳	0755- 82150533
基金评价与研究		量化投资策略		量化交易策略与技术	
杨 涛	0755-82133339	葛新元	0755-82133332	戴 军	0755-82133129
康 亢	010-66026337	董艺婷	021-60933155	黄志文	0755-82133928
刘舒宇	0755-82133568	程景佳	010-88005326	秦国文	0755-82133528
彭甘霖	0755-82133259	郑 云	021-60875163	赵斯尘	021-60875174
李 腾	0755-82130833-6223	毛 甜	021-60933154	徐左乾	0755-82133090
刘 洋	0755-82150566				

国信证券机构销售团队

华北区（机构销售一部）			华东区（机构销售二部）			华南区（机构销售三部）		
王立法	010-66026352 13910524551 wanglf@guosen.com.cn		盛建平	021-60875169 15821778133 shengjp@guosen.com.cn		魏 宁	0755-82133492 13823515980 weining@guosen.com.cn	
王晓建	010-66026342 13701099132 wangxj@guosen.com.cn		马小丹	021-60875172 13801832154 maxd@guosen.com.cn		邵燕芳	0755-82133148 13480668226 shaoyf@guosen.com.cn	
焦 戢	010-66026343 13601094018 jiaojian@guosen.com.cn		郑 毅	021-60875171 13795229060 zhengyi@guosen.com.cn		林 莉	0755-82133197 13824397011 linli2@guosen.com.cn	
徐文琪	010-66026341 13811271758 xuwq@guosen.com.cn		黄胜蓝	021-60875166 13761873797 huangsl@guosen.com.cn		王昊文	0755-82130818 18925287888 wanghaow@guosen.com.cn	
李文英	010-88005334 13910793700 liwying@guosen.com.cn		刘 塑	021-60875177 13817906789 liusu@guosen.com.cn		甘 墨	0755-82133456 15013851021 ganmo@guosen.com.cn	
赵海英	010-66025249 13810917275 zhaohy@guosen.com.cn		叶琳菲	021-60875178 13817758288 yelf@guosen.com.cn		段莉娟	0755-82130509 18675575010 duanlj@guosen.com.cn	
原 祎	010-88005332 15910551936 yuanyi@guosen.com.cn		孔华强	021-60875170 13681669123 konghq@guosen.com.cn		徐 冉	0755-82130655 13632580795 xuran1@guosen.com.cn	
						颜小燕	0755-82133147 13590436977 yanxy@guosen.com.cn	
						赵晓曦	15999667170 zhaoxxi@guosen.com.cn	
						温 馨	13612901872 wenxin@guosen.com.cn	