

白云山（000522）产业价值被明显低估

制度创新与价值投资系列之一

2007.1.10 | 维持 | 推荐

市场数据	2007.1.9
A 股收盘价(元)	3.73
A 股一年内最高价(元)	5.05
A 股一年内最低价(元)	3.06
上证指数(深成指数)	2807
市净率	2.33
总股本(万)	46905
A 股市值(万元)	174955

投资要点:

- 中国医疗行业发展进入了新的拐点期, 2007 年将是医疗行业大变革的启动年, 未来 12 年政策将助力行业实现制药强国梦想。产业环境改善有利于白云山的发展壮大。政府补贴到位、医药分开、通用名处方制度等系列政策的出台将使分割的药品市场得到统一, 中低端药品市场的大发展将使品牌药企获得崛起的机会。中等毛利、低营销、中等研发、中等回报的非专利药自然销售模式强调医院和零售渠道并重, 银河证券认为非专利药自然销售模式市场份额将稳步扩大, 白云山将面临较好的发展机遇。
- 公司产业价值被严重低估。产业环境改善、新会计政策和股权激励三大宏观利好因素和公司的品牌、网络、产品三大微观竞争优势相结合, 将显著提升公司的投资价值。我们预测公司 2007 年和 2008 年的销售收入分别为 33 亿和 40 亿元, 而净利润分别为 1.5 亿和 2.1 亿元。目前公司的市值约为 16 亿元, p/s 指标仅为 0.56, 其值远低于同类上市公司, 和公司高达 63 亿元的品牌价值不相称。目前股价仅反映了当期微利的财务状况, 产业价值被明显低估。我们认为公司未来股价提升的空间很大, 半年内的目标价位为 5.6 元, 给予推荐的投资评级。

相关研究

解读 ST 白云山重组: 白云浮现轻悠悠
(首评增持, 01.11.30)

深度行业研究报告: 后抗生素时代, 谁主沉浮?

(评级增持, 03.9.8)

07 行业策略: 迎接医疗行业大变革的启动年

(评级推荐, 06-12-8)

近期股价表现



分析师: 刘彦明

E-mail: liuyanming@chinastock.com.cn

联系电话: (8610) 6656 8757

资料来源: 中国银河证券研究中心

2007 年是医疗行业大变革的启动年

中国医疗行业发展进入了新的拐点期，2007 年将是医疗行业大变革的启动年。对政策的良好预期将会影响到相关上市公司的业绩预期。所以，我们调高行业评级为推荐。从中期政策趋势来看，医药营销环节的反商业贿赂、通用名处方制度即将出台、企业自主创新能力环境的改善有利于企业开发出具有竞争壁垒的临床药物新品种，从而提升公司的盈利能力。同时，上市公司的资本运作将从并购做大策略向并购做强转变，集团整体上市、对子公司壳资源的转让和吸收合并等制度性变革措施将影响相关上市公司的发展。医疗行业的大变革趋势将在 2007 年人代会和党代会之前进一步明朗化，如果说前 12 年医药行业奠定了制药大国的基础，未来 12 年政策将助力实现制药强国梦想的实现。

产业环境改善有利于白云山的发展壮大

单拿药费收入而言，2004 年医药的收入约为 2500 亿元（2004 年门急诊人次数为 21.05 亿次，平均药费 61.8 元；2004 年全国医疗机构入院人数 6669 万人，人均药费 1872.2），其中医院获得的差价收入约为 400 亿元。而 2003 年政府预算卫生支出 1116.9 亿元，占总费用的比例为 17%。倘若该比例上升到 25%，困扰业内多年的医药分家问题将可得到根本性解决。而这 2500 亿元的医院药品收入，在合理补偿医院费用的同时，也成为医药行业系列问题的源头。多年来，个人医疗费用支出增长已两倍于可支配收入的比例在增长。过去 5 年，我国城乡居民年均收入水平分别增长了 8.9% 和 2.4%，而在年医疗卫生支出上，城乡居民的支出分别增长了 13.5% 和 11.8%。从医院的自身发展逻辑来看，微观竞争环境的激烈和政府出台系列限价措施也使大多数基层单位经营陷入困境，大乱之后必有大治。政府补贴到位、医药分开、通用名处方制度等系列政策的出台将使分割的药品市场得到统一，医药分开和中低端药品市场的崛起将使类似与白云山的品牌药企获得崛起的机会。

国内许多知名企业品种众多，但其产品的市场份额在零售渠道要远高于医院市场，而医院市场占据全部药品销售额的 80% 以上，除了外资的专利药市场份额相对集中外，大多数仿制药的市场份额并不高。我们预测价位适中的中低端药品市场将向有品牌内资企业集中，医院市场整体促销费用的下降、学术推广取代带金销售等整顿措施有利于国内品牌企业市场份额的迅速提升。目前处方药销售渠道主要为三种营销模式，即高毛利、高营销、高研发、高回报的专利药物销售模式，药品处于专利保护期是其主要特征，其高端市场为外资企业占据；高毛利、超高营销、低研发、中等回报的非专利药带金销售模式，特点是代金销售味较浓，产品主攻医院，国内药企占据医院市场的主导地位，盈利模式类似于图中的快速消费品；中等毛利、低营销、中等研发、中等回报的非专利药自然销售模式，医院和零售渠道并重，国企背景的药物品种占据主导地位。我们认为非专利药自然销售模式市场份额将稳步扩大，白云山将面临较好的发展机遇。

图表 1、典型公司三种业务盈利模式比较
核心竞争力优势明显

业务盈利模式比较	创新药物	非专利药	消费品
收入	100.0%	100.0%	100.0%
内部销售	0.8%	2.6%	0.6%
其他收入	1.5%	0.4%	0.6%
总收入	102.3%	103.0%	101.2%
成本	-17.1%	-56.0%	-41.1%
折旧与摊销	-0.8%	-5.4%	-1.2%
营销	-30.7%	-17.1%	-33.2%
研发	-17.9%	-7.7%	-3.6%
管理费用	-3.0%	-4.7%	-6.2%
其他收入	-2.9%	-2.1%	3.6%
营业利润	30.7%	15.4%	20.7%

来源：银河证券行业部

公司的核心竞争力主要为“品牌+网络+产品”，具有以下优势：

(1) 科技人才优势。白云山现有职工总人数：7110 人，其中专业技术人员 1439 人，所占比例为 20.24%，中高级专业技术人员 593 人，中高级专业人员在技术队伍中所占比例为 41.21%，拥有博士学位 4 人，硕士学位 25 人，其中有国外学成归来的博士，也有国内一流大学院校培养的博士，他们中的大多数人已成为该公司科技研发第一线的项目负责人和各部门的技术骨干。

(2) 产品优势。企业拥有各种产品批文共 1438 种，丰富的产品群是企业开拓市场的利器。主要独家产品：头孢硫脒、头孢克肟、蜂蜡素、脑心清、中长链脂肪乳、胃康 U、苦参碱注射液、消痔灵薄膜片、福林泡腾片、酒石酸美托洛尔注射液等。多项奖励：头孢曲松钠、头孢拉定、环丙沙星、头孢硫脒、活心丸、丹红化瘀、复方丹参、口炎清等多个品种获得省市科技进步奖、优秀新产品奖、医药科技奖。名牌产品：公司培育了一批如阿莫西林、乙酰螺旋霉素、仙力素（头孢硫脒）、世福素（头孢克肟）、茵得治（头孢曲松钠）、头孢拉啶、板蓝根冲剂、复方丹参片等国内、广东省、广州市名牌产品，大大提升了白云山品牌的价值。

(3) 技术优势。公司的头孢类抗生素生产技术在国内外领先，率先开发了具有自主知识产权的以 GCLC 为起始原料的头孢类合成新的技术路线。公司在无菌生产技术、溶媒结晶技术、膜技术等方面处于国内领先水平。公司为全国最大的制剂生产厂家之一，剂型门类齐全，在全国率先大规模采用薄膜包衣技术，并有穿心莲薄膜衣片、复方丹参薄膜衣片、消炎利胆薄膜衣片等多个品种在全国首先推出市场。

(5) 营销优势。企业的销售网络遍布全国，已形成以总部带动，辐射全国的市场推广网络。在计划经济时代就先行一步走市场化道路的白云山制药股份有限公司，销售网络遍布除西藏、台湾之外的各个省份，在全国共拥有 29 个办事处，已组成以总部带动，辐射全国的市场推广网络。同时，通过推行驻店代表计划不断强化人员推广，以更直观全面的推广引导消费者。

(6) 品牌优势。广州白云山制药股份有限公司是以化学制药为主的大型综合性制药企业，下属 11 家制药生产企业。“白云山”商标评估价在国内医药品牌中位居前列。不同机构的评估价存在差异，基本上在 20-65 亿元之间，为列国内 5 大医药品牌之列。

公司产业价值被严重低估

公司目前销售额接近 30 亿元，作为一家品牌普药企业，我们认为其年净利润应在 3 亿元以上，但其目前业绩却差强人意。2005 年净利润为 5047 万元，2006 年公司预计业绩将有 50%-100% 的降幅。

这种反差的主要原因包括三方面：1、会计政策的影响，每年 3700 万的股权摊销外加 1200 万元纳税，影响利润近 5000 万元，“白云山”商标的无形资产每年摊销 1300 万元，合计影响净利润约 7000 万元，依照新会计准则的公允计价原则，我们认为这部分潜在的利润将浮现出来，同时公司布局调整有利于广州市区的 300 多亩土地大幅升值。2、普药销售市场环境处于待改善状况。作为普药的品牌药企，城市社区医疗和农村合作医疗的兴起将极大促进公司的发展壮大，我们预测公司现有主要品种未来 5 年的年增长率将在 25% 以上，但这种成长性只能体现在 2007 年以后的业绩上。公司目前的 p/s 指标仅为 0.56，其值远低于同类上市公司，我们认为其比值应在 1.2 以上，公司股价被严重低估。3、股权激励政策有利于释放公司盈利潜能。如果 2007 年公司出台有关高管层股权激励方案，将有利于公司采取精打细算的策略实现股东价值的最大化。产业环境改善、新会计政策和股权激励三大宏观利好因素和公司的品牌、网络、产品三大微观竞争优势相结合，将显著提升公司的投资价值。我们预测公司 2007 年和 2008 年的销售收入分别为 33 亿和 40 亿元，而净利润分别为 1.5 亿和 2.1 亿元。目前公司的市值约为 16 亿元，股价仅反映了其当期财务价值，产业价值被明显低估。我们认为公司未来股价提升的空间很大，半年内的目标价位为 5.6 元。

本报告由中国银河证券有限责任公司（以下简称中国银河证券）向其机构或个人客户（以下简称客户）提供，无意针对或打算违反任何地区、国家、城市或其它法律管辖区域内的法律法规。除非另有说明，所有本报告的版权属于中国银河证券。未经中国银河证券事先书面授权许可，任何机构或个人不得更改或以任何方式发送、传播或复印本报告。

本报告所载的全部内容只提供给客户做参考之用，并不构成对客户的投资建议，并非作为买卖、认购证券或其它金融工具的邀请或保证。中国银河证券认为本报告所载内容及观点客观公正，但不担保其内容的准确性或完整性。客户不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告所载内容反映的是中国银河证券在最初发表本报告日期当日的判断，中国银河证券可发出其它与本报告所载内容不一致或有不同结论的报告，但中国银河证券没有义务和责任去及时更新本报告涉及的内容并通知客户。中国银河证券不对因客户使用本报告而导致的损失负任何责任。

中国银河证券不需要采取任何行动以确保本报告涉及的内容适合于客户。中国银河证券建议客户如有任何疑问应当咨询独立财务顾问并独自进行投资判断。本报告并不构成投资、法律、会计或税务建议或担保任何内容适合客户，本报告不构成给予客户个人咨询建议。

本报告可能附带其它网站的地址或超级链接，对于可能涉及的中国银河证券网站以外的地址或超级链接，中国银河证券不对其内容负责。本报告提供这些地址或超级链接的目的纯粹是为了客户使用方便，链接网站的内容不构成本报告的任何部份，客户需自行承担浏览这些网站的费用或风险。

中国银河证券在法律允许的情况下可参与、投资或持有本报告涉及的证券或进行证券交易，或向本报告涉及的公司提供或争取提供包括投资银行业务在内的服务或业务支持。中国银河证券可能与本报告涉及的公司之间存在业务关系，并无需事先或在获得业务关系后通知客户。

中国银河证券无需因接收人收到本报告而视其为客户。本报告是发送给中国银河证券客户的，属于机密材料，只有中国银河证券客户才能参考或使用，如接收人并非中国银河证券客户，请及时退回并删除。

中国银河证券有权在发送本报告前使用本报告所涉及的研究或分析内容。

所有在本报告中使用的商标、服务标识及标记，除非另有说明，均为中国银河证券的商标、服务标识及标记。

中国银河证券版权所有并保留一切权利。