

审慎推荐-A (维持)

佛慈制药 002644.SZ

目标估值: N.A.
 当前股价: 11.46 元
 2017 年 03 月 17 日

毛利率持续提升, 迎来收入恢复性增长

基础数据

上证综指	3269
总股本(万股)	51066
已上市流通股(万股)	51066
总市值(亿元)	59
流通市值(亿元)	59
每股净资产(MRQ)	2.5
ROE(TTM)	4.7
资产负债率	36.6%
主要股东	兰州佛慈制药厂
主要股东持股比例	60.09%

股价表现

%	1m	6m	12m
绝对表现	6	1	-4
相对表现	5	-7	-17



资料来源: 贝格数据、招商证券

相关报告

- 1、《佛慈制药(002644)——毛利率持续提升, 营销活动落地》2016-10-31
- 2、《佛慈制药(002644)——去库存效果显现, 业绩进入上升通道》2016-10-21

李珊珊

0755-83734347
 lishsh@cmschina.com.cn
 S1090511040046

李勇剑

0755-83271617
 liyj10@cmschina.com.cn
 S1090515080002

研究助理

李点典
 lidiandian@cmschina.com.cn

公司发布 2016 年年报, 营收、归母净利润和扣非归母净利润分别为 3.63 亿元、6093 万元和 5591 万元, 同比+10.89%、+41.86%和+53.24%。同时发布利润分配方案, 拟每 10 股派发现金红利 0.12 元(含税)。得益于去库存方针的坚决执行, 公司产品销售结构得到了有效调整, 毛利率持续大幅提升。我们看好公司产品销售结构的持续改善和恢复性增长带来的戴维斯双击, 期待营销能力和未来产能双双提升并结合后带来的业绩跃升, 维持推荐。

- **产品销售结构调整见成效, 毛利率持续回升。**公司 16 年医药销售毛利率 29.84%, 较 15 年提升了 4.49 个百分点。整体毛利率的提升得益于公司近年来积极消化渠道库存方针的坚决实施和产品销售结构的极大改善。核心产品六味地黄丸在渠道梳理完成后恢复快速增长, 实现戴维斯双击: 16 年销售额 8730 万元, 同比+146.77%; 毛利率从 15 年的 45.58%大幅提升到了 16 年的 55.41%。
- **增长势头逐渐显现。**去库存后甘肃已经开始恢复性增长: 公司 16 年甘肃地区销售收入 1.36 亿元, 同+29%左右。公司在陕西省销售收入和去年基本持平, 渠道还在持续梳理中, 预计很快会有销售收入的恢复性增长。同时公司在陕甘两省重点城市的营销升级活动持续落地, 有望助推未来两省的销售增长。
- **具备中药配方颗粒和国企改革催化剂。**公司从兰州化物所购买的 300 种中药配方颗粒已经完成了技术转移, 可以保证在政策出台后的最短时间内实现批量生产, 分享中药配方颗粒大市场。同时作为兰州国资委旗下上市公司, 国企改革将极大程度的释放公司管理和经营活力。
- **盈利预测:** 预计公司 2017-2019 年归母净利润增速分别为 30%, 19%和 38%, 对应 EPS 分别为 0.16、0.19 和 0.26 元。我们看好公司优秀的产品力和深厚的品牌积淀, 期待短期恢复性增长快速提升利润空间和长期公司产能升级带来的收入质变, 维持推荐。
- **风险提示:** 营销活动进度不达预期; 新厂区建设不达预期; 政策出台进度不达预期。

财务数据与估值

会计年度	2015	2016	2017E	2018E	2019E
主营收入(百万元)	328	363	418	480	649
同比增长	-18%	11%	15%	15%	35%
营业利润(百万元)	41	65	86	104	145
同比增长	46%	56%	33%	20%	40%
净利润(百万元)	43	61	79	94	131
同比增长	24%	42%	30%	19%	38%
每股收益(元)	0.08	0.12	0.16	0.19	0.26
PE	139.0	96.0	73.6	61.9	44.8
PB	4.8	4.5	4.3	4.0	3.8

资料来源: 公司数据、招商证券

图 1: 佛慈制药历史 PE Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

图 2: 佛慈制药历史 PB Band



资料来源: 贝格数据、招商证券

附：财务预测表

资产负债表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
流动资产	1011	1420	1510	1613	1750
现金	499	419	785	990	1404
交易性投资	0	0	0	0	0
应收票据	61	36	41	47	64
应收款项	56	51	43	49	66
其它应收款	2	2	3	3	4
存货	159	191	198	211	114
其他	233	721	441	313	98
非流动资产	351	616	610	603	598
长期股权投资	0	0	0	0	0
固定资产	156	162	167	172	177
无形资产	120	119	107	96	87
其他	75	336	335	335	335
资产总计	1362	2037	2120	2216	2348
流动负债	88	136	146	154	202
短期借款	0	0	0	0	0
应付账款	48	50	54	57	78
预收账款	13	12	13	14	18
其他	27	74	79	83	106
长期负债	41	610	610	610	610
长期借款	0	0	0	0	0
其他	41	610	610	610	610
负债合计	129	746	756	764	812
股本	511	511	511	511	511
资本公积金	328	328	328	328	328
留存收益	395	452	525	614	697
少数股东权益	0	0	0	0	0
归属于母公司所有者权益	1234	1291	1364	1452	1536
负债及权益合计	1362	2037	2120	2216	2348

现金流量表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
经营活动现金流	64	57	364	218	466
净利润	43	61	79	94	131
折旧摊销	18	19	28	27	27
财务费用	1	0	(30)	(15)	(17)
投资收益	0	0	0	0	0
营运资金变动	3	(22)	289	108	323
其它	(1)	(1)	(3)	3	3
投资活动现金流	(47)	229	(22)	(22)	(22)
资本支出	(52)	(267)	(22)	(22)	(22)
其他投资	5	496	0	0	0
筹资活动现金流	428	87	24	9	(30)
借款变动	103	(508)	0	0	0
普通股增加	333	0	0	0	0
资本公积增加	125	0	0	0	0
股利分配	0	(5)	(6)	(6)	(47)
其他	(133)	600	30	15	17
现金净增加额	445	374	366	205	414

资料来源：公司数据、招商证券

利润表

单位: 百万元	2015	2016	2017E	2018E	2019E
营业收入	328	363	418	480	649
营业成本	245	255	276	293	396
营业税金及附加	4	5	5	6	8
营业费用	26	29	34	39	51
管理费用	36	40	46	53	65
财务费用	(23)	(31)	(30)	(15)	(17)
资产减值损失	(1)	0	0	0	0
公允价值变动收益	0	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	0
营业利润	41	65	86	104	145
营业外收入	8	7	7	7	7
营业外支出	0	1	1	1	1
利润总额	49	71	92	109	151
所得税	6	10	13	15	21
净利润	43	61	79	94	131
少数股东损益	0	0	0	0	0
归属于母公司净利润	43	61	79	94	131
EPS (元)	0.08	0.12	0.16	0.19	0.26

主要财务比率

	2015	2016	2017E	2018E	2019E
年成长率					
营业收入	-18%	11%	15%	15%	35%
营业利润	46%	56%	33%	20%	40%
净利润	24%	42%	30%	19%	38%
获利能力					
毛利率	25.2%	29.8%	34.0%	39.0%	39.0%
净利率	13.1%	16.8%	19.0%	19.7%	20.1%
ROE	3.5%	4.7%	5.8%	6.5%	8.5%
ROIC	1.3%	2.3%	3.5%	5.3%	7.2%
偿债能力					
资产负债率	9.5%	36.6%	35.7%	34.5%	34.6%
净负债比率	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
流动比率	11.5	10.4	10.4	10.5	8.7
速动比率	9.7	9.0	9.0	9.1	8.1
营运能力					
资产周转率	0.2	0.2	0.2	0.2	0.3
存货周转率	1.6	1.5	1.4	1.4	2.4
应收帐款周转率	4.2	6.8	8.9	10.5	11.3
应付帐款周转率	4.7	5.2	5.3	5.3	5.9
每股资料 (元)					
每股收益	0.08	0.12	0.16	0.19	0.26
每股经营现金	0.12	0.11	0.71	0.43	0.91
每股净资产	2.37	2.53	2.67	2.84	3.01
每股股利	0.01	0.01	0.01	0.09	0.13
估值比率					
PE	139.0	96.0	73.6	61.9	44.8
PB	4.8	4.5	4.3	4.0	3.8
EV/EBITDA	204.2	138.6	81.5	59.1	44.1

分析师承诺

负责本研究报告的每一位证券分析师，在此申明，本报告清晰、准确地反映了分析师本人的研究观点。本人薪酬的任何部分过去不曾与、现在不与、未来也将不会与本报告中的具体推荐或观点直接或间接相关。

投资评级定义

公司短期评级

以报告日起 6 个月内，公司股价相对同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 强烈推荐：公司股价涨幅超基准指数 20%以上
- 审慎推荐：公司股价涨幅超基准指数 5-20%之间
- 中性：公司股价变动幅度相对基准指数介于±5%之间
- 回避：公司股价表现弱于基准指数 5%以上

公司长期评级

- A：公司长期竞争力高于行业平均水平
- B：公司长期竞争力与行业平均水平一致
- C：公司长期竞争力低于行业平均水平

行业投资评级

以报告日起 6 个月内，行业指数相对于同期市场基准（沪深 300 指数）的表现为标准：

- 推荐：行业基本面向好，行业指数将跑赢基准指数
- 中性：行业基本面稳定，行业指数跟随基准指数
- 回避：行业基本面向淡，行业指数将跑输基准指数

重要声明

本报告由招商证券股份有限公司（以下简称“本公司”）编制。本公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格。本报告基于合法取得的信息，但本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证。本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。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，在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。除法律或规则规定必须承担的责任外，本公司及其雇员不对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失负任何责任。本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。客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突。

本报告版权归本公司所有。本公司保留所有权利。未经本公司事先书面许可，任何机构和个人均不得以任何形式翻版、复制、引用或转载，否则，本公司将保留随时追究其法律责任的权利。