

宋颖

执业证书编号：S0270511060002

联系人：唐坚

电话：021-60883480

tangjian@wlzq.com.cn

联系人：夏雅琴

电话：021-60883487

发布日期：2011年12月13日

现代化与国际化的慈心好药

——佛慈制药（002644）

新股定价报告

事件：

佛慈制药首次公开在中小板发行股票初步询价与推介会：兰州佛慈制药股份有限公司首次公开发行不超过2020万股，发行后总股本为8078万股，发行股数占发行后总股本的25.01%。

点评：

- 募投项目：扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目，总投资24540.62万元，预计年均实现销售收入42902.11万元，年均实现利润总额12447.34万元，投资回收期5.19年，内部收益率（税后）29.53%。
- 募投项目扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目：公司为扩大生产规模，提高市场占有率和盈利水平，实现长期发展战略目标，在兰州市安宁经济开发区实施此次募投项目，其中固定资产投资23637.62万元，铺底流动资金903万元。项目工程已于2010年5月破土动工，目前园区5栋建筑已经结构封顶，基建工程进展顺利。本次募投项目建成后，将解决公司目前浓缩丸产能见顶的局面，同时引入现代化设备提高加工的自动化程度及工艺管理水平，为公司产品扩大市场份额与国际化发展奠定基础。
- 浓缩丸产品快速增长，期待新品问世：公司浓缩丸系列产品增长迅速，其中六味地黄丸最近5年从2000万快速增长到1亿元以上；同时由于六味地黄丸生产企业从一百多家快速集中并缩小到目前四十余家，未来仍是公司稳定的盈利点。中药保护品种参茸固本还少丸近3年保持80%复合增长率，目前在甘肃和陕西两地，今年销量突破1500万，已成为被市场接受的明星产品；但由于是处方药，不能作广告，未来有待加大销售力度。正在进行3期临床心脑血管新药益气痛痹胶囊的临床试验疗效超过目前市场知名品牌产品，并且在心绞痛方面疗效表现最好，未来若能顺利面世，将成为公司新的利润增长点。而滋补药品苁蓉补肾片及甘麦大枣茶同样是未来看点。
- 特色药材基地为公司发展奠定长期基础：甘肃中药材资源丰富，陇南素有“天然药库”之称，药用植物、动物、矿物1527种，其中药用植物1270种，属于国家382个重点品种的有276种。公司2011年启动万亩药材基地建设项目，并得到省市两级政府的大力支持。基地的地道药材一方面为公司产能瓶颈解决后提供充足原材料，另一方面也保证了药材的质量与品质。
- 深厚历史底蕴保驾国际化与现代化进程：公司为“中药西制”鼻祖，传承“慈念众生、和谐天下”的佛慈文化以及“科学提炼、改良国药”的创新精神；同时公司也是国内中成药出口时间最早、出口品质最多的企业。公司是国内西北地区的龙头品牌，在上海及华东地区也享有较高认知度；凭借悠久的历史，在27个国家获得良好的市场声誉。目前公司是国内第一家中药产品通过欧盟药品预评估并正式受理的企业。
- 盈利预测与申购建议：我们预计2011-2012年营业收入分别达到3亿元、3.45亿元，净利润分别为3450万元、4500万元，对应每股收益为0.43元、0.56元。给予公司2011年EPS 25-32倍估值，建议询价区间在11元至13.7元。由于公司品种较多，若能及时解决产能瓶颈和加大销售力度，未来具备较

好的成长空间。

- **风险因素：**药材价格波动性上涨风险；欧盟药品认证不确定性风险；药品降价风险。
- **盈利预测**

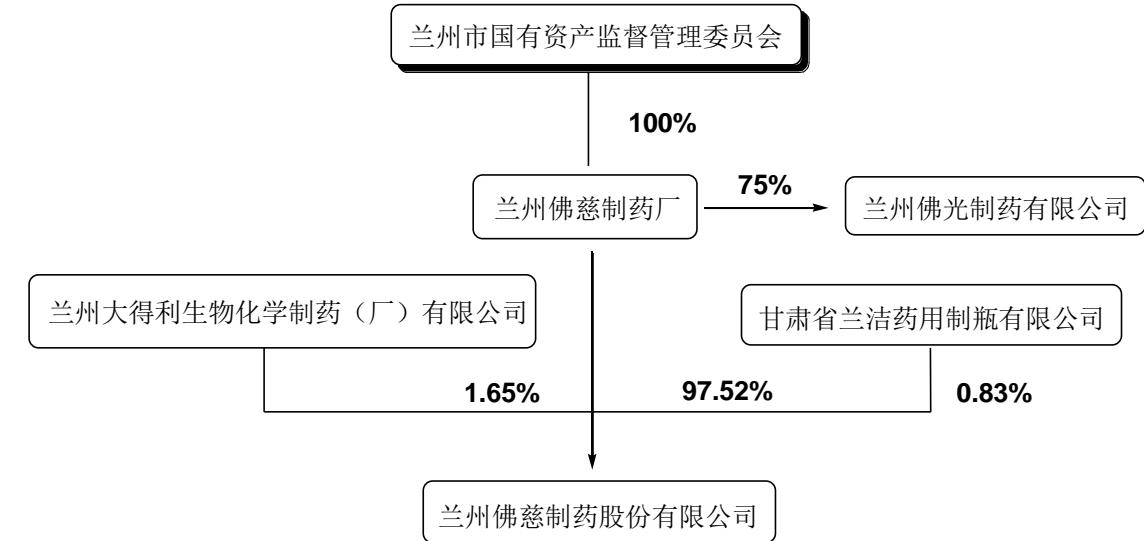
	2009 年	2010 年	2011E	2012E
营业收入（亿元）	2.32	2.62	3.00	3.45
增长比率（%）	6.03%	13.01%	14.50%	15.00%
净利润（亿元）	0.36	0.51	0.43	0.56
增长比率（扣非）（%）	67.28%	41.67%	38.71%	30.23%
每股收益（元）	0.60	0.85	0.43	0.56

1. 公司简介：

佛慈制药的业务和品牌承继于 1929 年始建于上海的上海佛慈大药厂股份有限公司，1956 年迁至甘肃省兰州市。上海佛慈大药厂股份有限公司是我国中药史上第一家中药制药工业企业，率先提出了“中药西制”的思想，开中药工业化、现代化生产的先河；首创了利用不同溶媒提取药材有效成份的浓缩丸工艺和浓缩丸新剂型；奠定了佛慈品牌在我国中成药工业化生产发展史上的重要地位。2006 年 12 月，商务部认定“佛慈”品牌为中华老字号。2010 年 10 月，“佛慈”商标被国家工商管理总局认定为中国驰名商标。2011 年 7 月，甘肃省科学技术厅批准以发行人为依托建设“甘肃省现代中药制剂工程研究中心”，目前该研究中心已通过专家论证并进入建设期。

兰州佛慈制药厂为兰州市国资委监管的国有独资企业，发行人实际控制人为兰州市国资委。

图 1、佛慈制药股权结构



资料来源：招股说明书

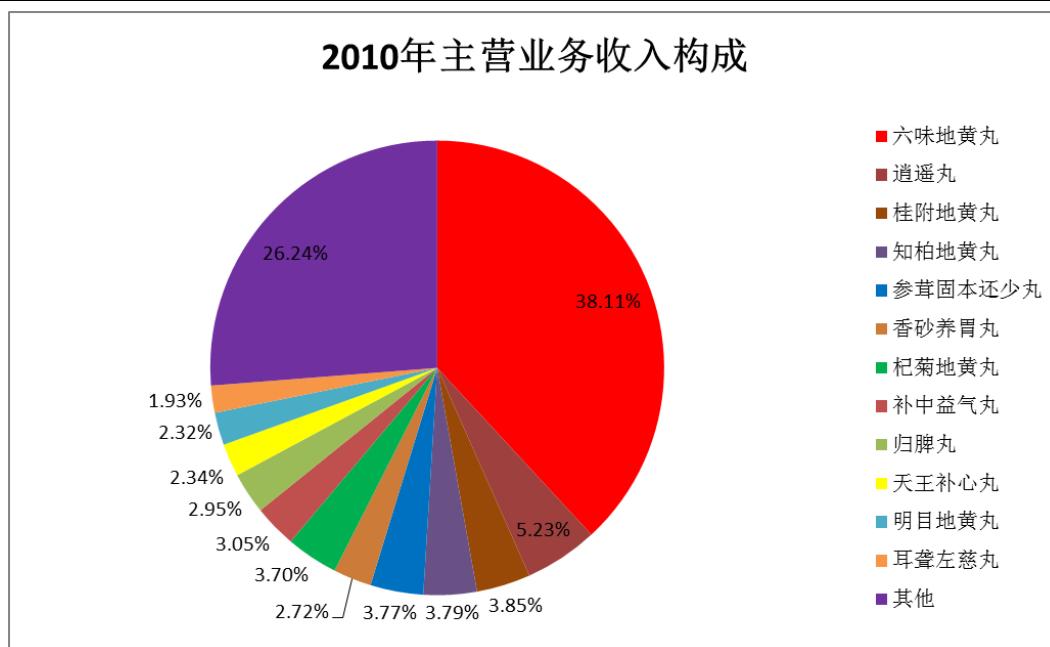
2. 公司主营业务分析

发行人主营业务为中成药研发、制造和销售。拥有丸剂（主要是浓缩丸）、片剂、颗粒剂、胶

囊剂、散剂、煎膏剂、合剂、口服液、糖浆剂、酒剂等 10 种剂型，有 462 个药品生产批号。目前常年生产 152 种产品，产品剂型以浓缩丸为主，主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、补中益气丸、归脾丸、天王补心丸、明目地黄丸、耳聋左慈丸、保和丸、藿香正气丸、安神补心丸、当归丸、健脾丸等系列中成药。报告期内，主要产品收入占营业收入的比例在 70% 以上。

公司产品中有 OTC 产品 191 个，其中甲类品种 132 种、乙类品种 59 种，处方药 271 个；有 186 种药品品种被列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，其中甲类品种 95 种，乙类品种 91 种；52 种药品入选 09 版《国家基本药物目录》；优质优价产品有六味地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸等 4 种，拥有定眩丸、参茸固本还少丸 2 个国家二级中药保护品种，10 个独家品种。

图 2、2010 年主营业务收入构成



数据来源：招股说明书，万联证券研究所

2.1 公司的主导产品

公司主营业务为中成药研发、制造和销售。拥有丸剂（主要是浓缩丸）、片剂、颗粒剂等 10 种剂型，有 462 个药品生产批号，常年生产 152 种产品；其中 OTC 产品 191 个：甲类 132 种、乙类 59 种；处方药 271 个；有 186 种药品被列入《国家基本医疗保险和工伤保险药品目录》，其中甲类 95 种；52 中药品入选 09 版《国家基本药物目录》。主要产品为六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、补中益气丸、归脾丸、天王补心丸、明目地黄丸、耳聋左慈丸、保和丸、藿香正气丸、安神补心丸、当归丸、健脾丸等系列中成药。

目前，公司的主导产品以 OTC 产品为主，占销售收入的 95% 以上；随着国家基本药物制度的实施，公司的处方药还有较大发展空间。

六味地黄丸等传统中药是公司的主导产品，表现出良好的增长趋势，最近 5 年公司六味地黄丸销售收入从 2000 万元增长到 1 亿元以上，远超过同类上市公司的水平。参茸固本还少丸、桂附地黄丸等主打品种最近 3 年均保持了较好的增长势头。

主导产品	名 称
2010 年收入前 10 名品种	六味地黄丸、逍遥丸、桂附地黄丸、知柏地黄丸、参茸固本还少丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、归脾丸等
优质优价品种	六味地黄丸、香砂养胃丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸
中药保护品种	定眩丸、参茸固本还少丸
独家品种	花百胶囊、陇马陆胃药片、复方陇马陆胃药片、陇马陆胃药胶囊、舒肝消积丸、定眩丸、二益丸、竹叶椒片等
世界中医学会重点推广产品	参茸固本还少丸、逍遥丸、桂附地黄丸、六味地黄丸

数据来源:招股说明书, 万联证券研究所

2.2 产品结构

目前公司一线产品以六味地黄丸等世界中医药学会重点推荐产品为主的浓缩丸系列, 基本为 OTC 品种, 增长势头保持较好。

二线品种种类较多, 10 个独家品种以及浓缩当归丸等具有资源优势的出口品种在公司产能问题解决后有望成为收入增长的推动力量; 参茸固本还少丸近两年在甘肃和陕西销量大幅上升, 已进入一线品种, 有望成为下一个“六味地黄丸”; 二益丸等 5 个品种销售收入均过百万, 市场也逐渐成熟, 有望进入爆发增长期。

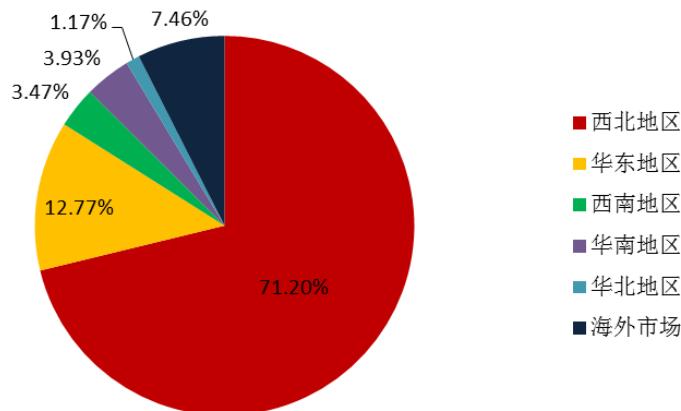
处方药和保健品是公司进行战略性布局的品种, 其中创新中药“益气痛痹胶囊”正在临床 3 期实验阶段, 用于气虚血瘀型胸痹心痛(冠心病心绞痛), 目前临床效果超过市场很多知名品牌, 是公司 2012 年的重点打造品种; 健康饮品“甘麦大枣茶”配方、工艺研究已经完成, 正进行中试, 该产品对自汗、女性更年期烦躁具有良好的调理作用, 有望成为大消费品种。

随着中药国际化进程的加速, 公司在欧盟的药品注册不断取得进展, 具有资源优势出口产品(浓缩当归丸等)有望以药品身份登陆欧洲市场, 成为公司的明星产品。

2.3 公司产品细分市场

公司的市场区域主要集中在西北地区, 来自西北区域的收入占公司收入的 70%左右, 这与公司在西北地区中成药市场上所具有的较强竞争优势有关。公司由于起源于上海, 在上海设有办事处, 因此, 在上海及华东地区也享有一定的知名度。在国内其他地区, 公司则采取地区差异化策略, 目前基本建立了营销网络, 在未来产能瓶颈解决后, 全国性市场具有较大开发空间。凭借悠久的历史和文化底蕴, 浓缩丸系列产品目前远销国际 27 个国家和地区。

图 3、公司产品销售区域分布



资料来源：招股说明书

3. 行业背景

3.1 中药市场空间巨大

“十一五”期间，中药行业年均增长达 20%以上，远高于国民经济增长速度，医药行业是高投入高回报的行业，投资回报率远远超过社会平均资本回报率，吸引了各类资金投资于医药产业。近年来，随着人们崇尚天然绿色药物理念的兴起，中药等传统药物成为新的投资热点，各类资金均对中药产业表现出浓厚的兴趣，纷纷通过各种途径介入中药产业，某些大型西药企业也欲投资中药产业。截至 2009 年末，我国共有中成药制造业 1469 家，我国加入 WTO 以来，药品进口关税明显降低，带来了更多的国外药品参与中国市场的竞争，这将会对包括本公司在内的中成药生产企业造成一定影响。随着中药行业内新进入投资者的增多，行业竞争将日趋激烈，行业平均利润率可能下降，对公司未来的经营将带来一定风险。

根据世界卫生组织最新统计，目前世界中草药市场总额已超过 600 亿美元，并以年均 10%的速度增长，今后一段时期，国际传统药品（草药）市场甚至将增长至 1000 亿美元的销售规模。随着欧盟宣布放宽植物药市场准入条件，正式承认符合条件的中药可获得非处方药的合法身份，中药品流以植物药、膳食产品将纳入国际市场都进入了一个新的阶段，发展前景仍旧广阔。

在国内市场，随着老龄化与亚健康人群不断增加，以及人民收入、生活水平、消费水平的提高，具有保健调理功能的 OTC 品种和中药保健品市场需求仍会维持较好增长。如以六味地黄丸为例，权威机构预测未来市场容量在 100-150 亿元左右，目前总体销售额仅 30 亿元左右，成长空间巨大（数据来源：招股说明书）。

国家政策支持成为行业健康快速发展的巨大推动力量。2010 年，我国中央财政安排专项资金 52.43 亿元用于中医药事业发展，是新中国成立以来最多的一年。5 月 7 日，国务院出台了《关于扶持和促进中医药事业发展的若干意见》，明确了中医药是我国重点扶持和发展的领域。10 月 18 日，国务院出台《关于加快培育发展战略性新兴产业的决定》，其中提出大力发展现代中药。

3.2 中药材价格波动对中药行业影响

2009 年开始的药材价格上涨对中成药行业发展产生重要影响，一方面是自然因素、人为炒作的原因，另一方面生产成本增加、需求增加也是一个重要因素。2011 年下半年药材价格开始稳中回落，

但药价调整一般滞后于药材价格上涨，出口产品、中药保健品等具有自主定价能力的企业、具有药材种植基地的企业将取得更快速发展。

国家药监局、中医药管理局和发改委等部门正在酝酿对中药材的一揽子扶持计划。新计划将仿效国家对农产品的部分政策，主要考虑中药材的供需平衡对接，拟建设电子商务平台以鼓励制药企业与药农点对点销售，同时严防游资炒作。通过一条龙的细致疏导，促使这个利益链条上药农、制药企业和中间商三方利益逐渐趋于平衡，上述新措施将在明年开始实施。

公司所处地区，甘肃中药材资源丰富，陇南素有“天然药库”之称，药用植物、动物、矿物 1527 种，其中药用植物 1270 种，动物药材 214 种，矿物 43 种，属于国家 382 个重点品种的有 276 种，当归产量占全国 90%，党参产量占全国 60%，黄（红）芪产量占全国 50%，大黄产量占全国 50%，柴胡产量占全国 50%，板蓝根产量占全国 65%。

2011 年《佛慈特色原料中药材规范化种植基地优化升级级可持续利用项目》立项，在漳县药园区大草滩建立 500 亩优质当归种苗繁育基地及 1 万亩符合 GAP 标准的当归标准化生产基地。在省市两级政府的支持下，药材基地建设不仅为公司提供地道药材保障，也将成为公司未来业务发展的一个亮点。

图 4、截止 2011 年 11 月 21 日，成都中药材价格指数为 108.14 点



数据来源：wind 资讯

3.2 具有品牌优势、自主定价能力、独家品种企业将各领风骚

我国中药工业产值过去十年的年复合增长率为 22%，高于整个医药行业 19.2% 的增长率。2010 年中药工业总产值达到 3514 亿元，同比增长 37.27%，占医药工业总产值比重为 26.8%。我们认为中药行业未来仍将保持 20%-25% 的年增长率；政策扶持，特别是医保扩容，如 09 年《医保目录》新增

中药品种 164 个，占全部新增品种的 60%，是行业发展的保障。

中药市场有三个发展方向：处方药路线、OTC 产品路线、保健品路线，并向保健食品、药妆、日用品等领域扩张。我们认为，受益于消费升级和内需拉动，中药保健化和 OTC 市场更加值得期待。据中国 OTC 协会预计，2014 年中国 OTC 市场规模将达到 1923 亿元，显示国内 OTC 市场巨大的发展潜力。中药在 OTC 市场的占比稳步提升，中药饮片增长最快，年均增长率约为 30%，中药饮片及中药配方颗粒未来有望成为 OTC 市场的生力军。保健食品行业近 5 年年均复合增长率超过 30%，09 年产值已高达 911 亿，成为仅次于美国的全球第二大市场。品牌中药保健化将是大势所趋。

未来走保健产品路线和 OTC 路线的中药企业所面对的市场更为广阔，在国家“十二五”规划中提高居民消费能力的大前提下，有相对自主定价权的品牌中药与品牌保健品均会明显受益于消费升级和内需拉动。

未来走保健产品路线和 OTC 路线的中药企业所面对的市场更为广阔，有相对自主的定价权，在国家“十二五”规划中提高居民消费能力的大前提下，后两者均会明显受益于消费升级和内需拉动，未来最有可能诞生大市值优质公司。

4. 财务分析

4.1 盈利能力分析

2008 - 2010 年，公司分别实现营业收入 2.19 亿元、2.32 亿元、2.62 亿元，实现净利润 2495 万元、2707 万元、3166 万元，净利润增速快于营业收入增速。公司 2008-2010 年毛利率分别为 40%、38%、36%，同行业上市公司 2008-2010 年平均毛利率分别为 34%、35%、34%，报告期内公司综合毛利率均高于同行业上市公司平均毛利率。虽然从 2009 年至今年主要中药材价格涨幅较大，但公司通过提高产品收率、通过药材储备消化药材价格上涨影响，毛利率基本保持稳定，略高于行业平均水平。在今年 8 月份药材价格稳定回落后，预计产品的毛利率会有进一步提升空间。

图5、公司近几年主营业务收入（亿元）

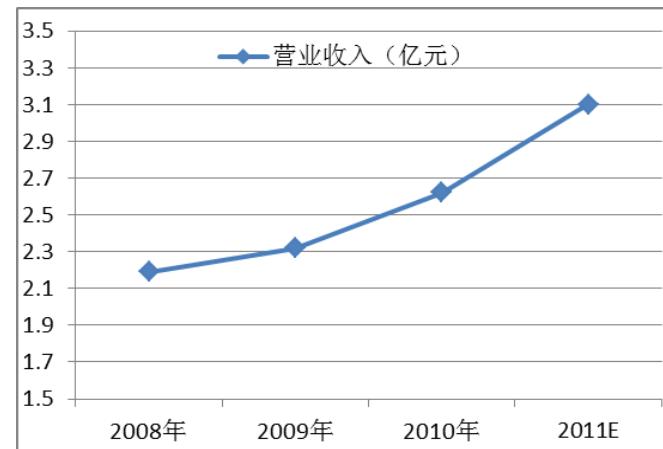
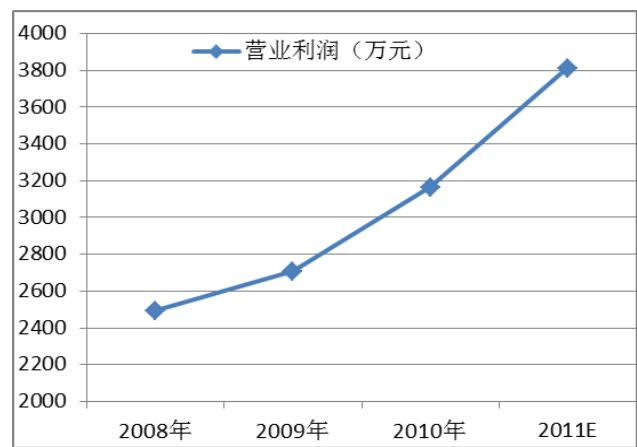


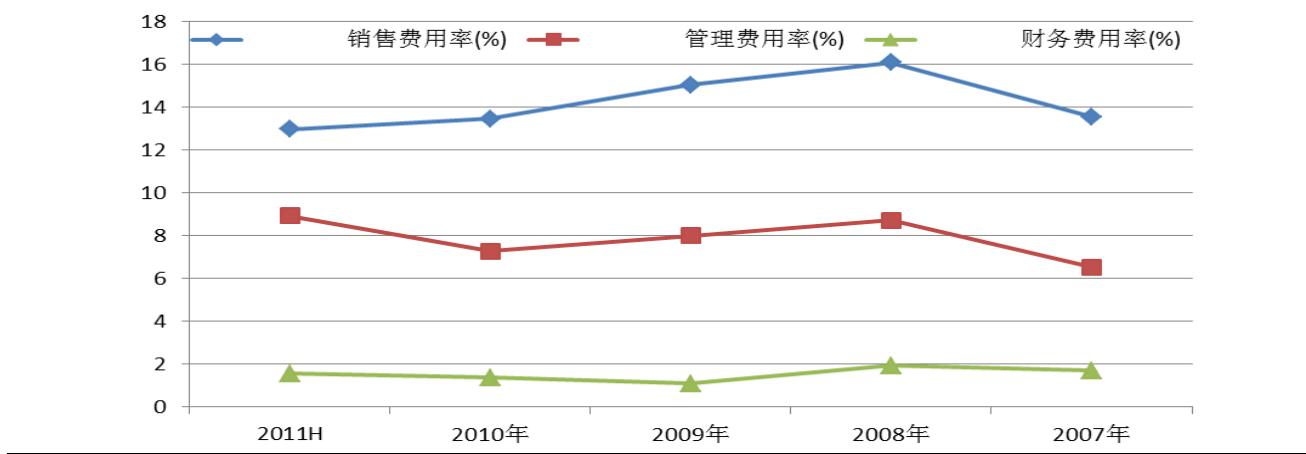
图6、公司近几年营业利润（万元）



数据来源：招股说明书，万联证券研究所

2007年至今，公司营业收入的三项费用基本保持稳定，销售费率、与管理费率呈逐年下降趋势，财务费率基本保持稳定，体现出较好的内生增长能力。

图7、公司2007年至今三项费用占营业收入比例



数据来源：招股说明书；wind资讯

4.2 偿债能力分析

公司2008年、2009年、2010年经营活动现金流量净额均为正数且逐年大幅增加，公司主营业务发展良好，获取现金的能力较强，经营活动现金流量充足，有足够资金保障偿付到期债务。2008年、2009年、2010年、2011年6月末，公司资产负债率分别为45.87%、40.06%、28.43%、31.72%，全行业2008年、2009年、2010年资产负债率分别为45.2%、44.1%、44.4%，前两年公司资产负债水平基本与行业平均水平一致，2010年及2011年6月底低于行业平均水平，与公司稳健的财务政策相吻合。

2008年、2009年、2010年公司流动比率分别为0.93、1.31、1.95，速动比率分别为0.49、0.80、1.21，可以看出，流动比率和速动比率逐年提高，2010年有较大幅度提高。随着公司经营规模的逐步扩大，流动比率和速动比率的指标数值有望上升并持续保持在较好水平。2011年6月末，公司流动比率和速动比率分别为1.61、0.80，比上年末有所下降，主要由于货币资金减少所致。

指 标	2011H	2010年	2009年	2008年
流动比率 (%)	1.61	1.95	1.31	0.93
速动比率 (%)	0.80	1.21	0.80	0.49
资产负债率 (%)	31.72	28.43	40.06	45.87

数据来源：招股说明书；wind资讯

4.3 周转能力分析

公司应收帐款周转率和存货周转率2010年较2009年有较大幅度的改善，公司基本消化了2007年末资

产收购而引起的应收账款、存货增加因素，整合效应显现，整体资产管理效率大幅改善。由于2009年底应收账款基数较高的原因，2010年应收账款周转率指标不能完全反映公司2010年的资产管理效率，。2011年1-6月存货周转率较低，主要是中药材价格上涨及公司根据中药材价格上涨的走势储备了常用大宗中药材使得存货增加所致。

与同类上市公司相比，应收账款周转率明显偏低，主要是由于公司地处经济落后地区，体制上属于老国企，近4年发展比较迅速，10-11年对老国企的模式进行了调整，选择了较好的经销商，预计未来公司资产管理效率会有大幅好转。

公司	指 标	2008年	2009年	2010年	2011H
同仁堂	应收账款周转率 (次)	8.71	10.44	13.03	11.92
	存货周转率 (次)	1.04	1.02	1.08	0.93
九芝堂	应收账款周转率 (次)	13.87	12.53	12.06	5.31
	存货周转率 (次)	3.90	3.94	3.68	1.67
佛慈制药	应收账款周转率 (次)	3.70	2.86	3.49	3.83
	存货周转率 (次)	2.12	1.85	2.02	1.59

数据来源：招股说明书；wind资讯

5. 盈利预测

表：盈利预测核心假设

	2010A	2011E	2012E	2013E
六味地黄丸 (万元)	10001	12000	13800	16000
增长率	15%	20%	15%	16%
毛利率	53%	53%	53%	54%
参茸固本还少丸 (万元)	988	1500	2150	3100
增长率	80%	52%	43%	44%
毛利率	60%	65%	63%	64%
其他 (万元)	15251	16500	18600	21200
增长率	8.0%	8.2%	12.7%	14.0%
毛利率	30%	30%	31%	31%
总计 (万元)	26240	30000	34500	40300
增长率	13.0%	14.3%	15.0%	16.8%
综合毛利率	44%	45%	45%	46%

6. 申购建议

根据上述假设，我们预计2011-2012年营业收入分别达到3亿元、3.45亿元，净利润分别为3450万元、4500万元，对应每股收益为0.43元、0.56元。给予公司2011年EPS 25-32 倍估值，建议询价区间在11元至13.7元。由于公司品种较多，若能及时解决产能瓶颈和并加大销售力度，未来具备较好的成长空间。

7. 风险提示

药材价格波动性上涨风险；欧盟药品认证不确定性风险；药品降价风险

行业投资评级

强于大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅10%以上；
同步大市：未来6个月内行业指数相对大盘涨幅-10%至10%之间；
弱于大市：未来6个月内行业指数相对大盘跌幅10%以上。

公司投资评级

买入：未来6个月内公司相对大盘涨幅15%以上；
增持：未来6个月内公司相对大盘涨幅5%至15%；
观望：未来6个月内公司相对大盘涨幅-5%至5%；
卖出：未来6个月内公司相对大盘跌幅5%以上。

免责条款

本报告为研究员个人依据公开资料和调研信息撰写，本公司不对本报告所涉及的任何法律问题做任何保证。本报告中的信息均来源于已公开的资料，本公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或征价。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中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。本报告的版权仅为本公司所有，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、发表或引用。