

甘肃上市公司研究系列

销售策略调整，全年有望稳定增长 ——佛慈制药（002644）半年报点评

2012年8月30日

当前价格(元)	15.00
52周价格区间(元)	19.18-12.53
总市值(百万)	1,332
流通市值(百万)	333
总股本(万股)	8,885
流通股(万股)	2,222
第一大股东	兰州佛慈制药厂
公司网址	http://www.gs.xinhuanet.com/dfpd/foci/

事件：

- 公司发布2012年半年度报告，1~6月实现营收13,391.57万元，同比增长6.17%，综合毛利率29.82%，降低6.3%，净利润1,279.98万元，同比减少14.39%，扣非后净利润1,046.66万元，同比减少24.97%，每股收益0.16元，同比下降35.78%。

点评：

- 公司销售状况稳定，成本持续上升导致毛利率下滑，但环比出现回升迹象。公司上半年中成药销售同比增加6.17%，营业利润较同比下滑20.44%，原因主要是报告期内中药材价格上涨引起的产品毛利率下降所致。其中，部分主要中药材价格，如党参等今年仍然处于上行趋势，而部分库存中药材购买成本也较高，同时导致生产成本同比上升了16.65%。公司通过强化预算管理和成本费用控制，使得净利润则同比减少14.39%，业绩符合预期。另一方面从环比来看，二季度毛利率较一季度明显回升。半年报毛利率为29.82%，比下降了6.3%，但环比上升18%，表明随着高价库存中药材逐渐消耗、中药材整体价格下行，公司的生产成本将有所下降，毛利率有望进一步回升。

- 公司销售策略调整，铺货力度加大。今年以来，公司的销售策略有所调整，铺货力度加大。应收账款有所增加，账面余额为1.4亿元，其中1年期应收账款占比达到97.1%，计提坏账准备后为13,107.08万元，同比增长了88.54%。这也表明了公司销售策略初现成效，铺货较为顺利。

华龙证券

联系人：石学刚

研究员：许 红

执业证书编号：S0230110040002

TEL:0931-8784067

EMAIL:sxg5661@163.com

经纪业务管理总部

机构业务部

- 公司积极进行产品创新，布局处方药和大健康领域。公司的重磅产品益气通痹胶囊，目前III期临床试验进展顺利，面向冠心病心绞痛，临床效果超过市场上大部分知名品牌。近年来疾病谱变化显示治疗心脑血管慢性病的药品市场空间将十分广阔，益气通痹胶囊的推出意味着公司将成功向心脑血管领域迈进，有望开拓新的成长点。此外，公司“甘麦大枣茶”近期已经获得生产许可，技术准备完成。该产品针对自汗、女性更年期烦躁等具有良好的调理作用，所属大健康市场空间巨大。依靠佛慈品牌的美誉度、在大健康市场迅速成长的时点上，公司若能推出强有力的营销策略，“甘麦大枣茶”的前景将极具想象空间。
- 公司募投项目进展顺利，产能提升将带来业绩增长。公司的六味地黄丸等传统中药优势品种长期受制于产能瓶颈，通过技术改造，今年公司浓缩丸产能将会提升到74亿粒。公司使用募集资金实施“扩大浓缩丸生产规模技术改造项目”，着力提高产能。到13年底，募投项目顺利达产后，公司浓缩丸产能将提高到120亿粒。预计从13年下半年开始，部分产能将陆续释放，配合营销力度的加大，公司优势品种有望随产能释放实现快速增长。
- 国内市场销售状况良好，国外市场上半年表现欠佳，期待“浓缩当归丸”顺利通过欧盟认证顺利。公司中成药产品同时面向国内和国外市场。上半年，国内市场销售收入同比增长10.31%，表现稳定，收入占比为93.39%。国外市场销售收入同比减少30.65%，表现欠佳，主要是由于国外市场环境波动所致。目前公司的“浓缩当归丸”产品在欧盟传统草药注册过程中进展顺利，未来登陆欧洲市场的概率很大，这将会成为增强佛慈品牌在国内、国际的影响力里程碑事件。
- 公司长期投资价值突出，多重因素有望助推全年业绩稳定增长。公司所处中药行业受到国家政策的大力扶持，市场需求不断增大。同时，中药材整体价格稳中趋降，公司利润水平有望企稳回升。此外，公司“甘麦大枣茶”即将投入市场，“浓缩当归丸”的欧盟认证即将完成，均有望在未来成为公司新的利润增长点，我们看好公司长期的成长性。预计公司2012年，2013年EPS分别为0.41元和0.59元，目前股价对应PE分别为38X、26X，参考行业同类公司估值水平，给予“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：募投项目不达预期的风险；应收账款增长过快导致的风险。

附表:

利润表预测:

利润表		单位:百万元		
会计年度		2011	2012E	2013E
营业收入		271.18	310.99	359.56
营业成本		177.99	210.14	230.12
营业税金及附加		2.33	3.18	3.59
营业费用		31.04	41.12	46.43
管理费用		22.41	24.51	28.42
财务费用		4.61	-7.52	-6.26
资产减值损失		1.28	1.75	1.66
公允价值变动收益		0.00	0.00	0.00
投资净收益		0.00	0.00	0.00
营业利润		31.53	37.80	55.59
营业外收入		4.88	3.50	3.50
营业外支出		0.12	0.23	0.18
利润总额		36.29	41.07	58.91
所得税		4.23	4.24	6.12
净利润		32.06	36.83	52.79
少数股东损益		0.00	0.00	0.00
归属母公司净利润		32.06	36.83	52.79
EBITDA		46.76	42.91	69.51
EPS(元)		0.40	0.41	0.59
				0.72

华龙证券公司投资评级说明:

推 荐: 预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 10%以上;

谨慎推荐: 预期未来 6 个月内股票价格上涨幅度超过大盘在 5%以上;

中 性: 预期未来 6 个月内股票价格变动幅度相对大盘的波动幅度在-10%-5%;

回 避: 预期未来 6 个月内股票价格下跌幅度超过大盘在 10%以上。

本报告是华龙证券的研究员通过深入研究，对公司的投资价值做出的评判，谨代表华龙证券的观点，投资者需根据情况自行判断，我们对投资者的投资行为不负任何责任。华龙证券无报告更新的义务，如果报告中的具体情况发生了变化，我们将不会另行通知。本报告版权属华龙证券有限责任公司所有。未经许可，严禁以任何方式将本报告全部或部分翻印和传播。

This report is issued by China-dragon Securities and based on information obtained from sources believed to be reliable but is not guaranteed as being accurate, nor is it a complete statement or summary of the securities, markets or developments referred to in the report. The report should not be regarded by recipients as a substitute for the exercise of their own judgments. Any opinions expressed in this report are subject to change without notice is not under any obligation to upgrade or keep current the information contained herein. All rights reserved. No part of this report may be reproduced or distributed in any manner without the written permission of China-dragon Securities Co. Ltd.