

中性

——首次

日期：2013年7月8日

行业：中药



赵冰

021-53519888-1902

Zhaobing1704@hotmail.com

执业证书编号：S0870511030004

基本数据（2013Q1）

报告日股价（元）	19.72
12mth A股价格区间（元）	14.16/25.97
总股本（百万股）	88.86
无限售A股/总股本	26.86%
流通市值（亿元）	4.71
每股净资产（元）	7.66
PBR（X）	2.57
DPS（Y2012，元）	10派0.31

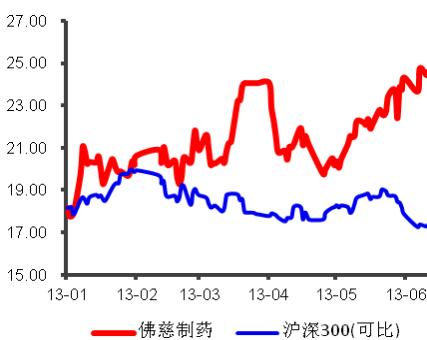
主要股东（2013Q1）

兰州佛慈制药厂	70.64%
全国社保基金转持三户	2.50%
赵建平	1.46%
方正证券客户信用证券账户	1.13%

收入结构（Y2012）

中成药	100%
-----	------

最近6个月股价与沪深300指数比较



报告编号：ZB13-CI03

首次报告日期：2013年7月8日

相关报告：

佛慈制药（002644）

证券研究报告/公司研究/公司调研

探索功能性饮料蓝海

■ 投资摘要

中华老字号、品牌中药生产企业

“佛慈”品牌是中华老字号、中国驰名商标，在海内外享有非常高的知名度和市场认同度。公司186种产品被列入国家医保目录，10个独家品种；4种产品为优质优价产品；定眩丸、参茸固本还少丸为国家二级中药保护品种。宝炉、岷山牌浓缩丸系列中成药获“陇货精品”称号。公司中药企业中获国外药品认证最多的企业之一。

六味地黄丸市场竞争激烈

六味地黄丸是公司主导产品，自上市以来表现出良好的增长趋势，2010年的销售收入即达到1亿元左右。近几年受产能以及销售能力制约，六味地黄丸的销售增长开始放缓。2012年销售额约为1亿元。由于六味地黄丸生产厂家众多，近年来该行业发展增速较慢。

小品种有望快速增长

公司目前将注意力转移到其他疗效显著的小品种中药上。公司二线品种种类较多，重点产品如，参茸固本还少丸（源于清末名方“打虎壮元丹”，主要具有补肾助阳、益气固体、填精止遗、强筋健骨的功效），以及儿科用药复方健脾口服液（功能主治益气固表，健脾消食）。但由于其基数较小，虽然增速较快，短期内对业绩贡献不明显。

推出功能性饮料探索中药行业蓝海

公司计划推出甘麦大枣茶，以切入功能性饮料这片快速消费品领域的“蓝海”。甘麦大枣茶脱胎于名医张仲景的经典药方《金匮要略》，计划主要切入改善消化这一细分领域。随着近年我国功能性饮料市场增长迅猛，功能性饮料有望成为公司新的利润增长点。

给予“未来六个月，中性”评级

公司12年实现每股收益0.34元，预计13年为0.39元，以7月5日收盘价19.72元计算，静态、动态PE分别为57.72倍和50.79倍。中药上市公司12年、13年市盈率中值分别为35.72倍和27.47倍。公司目前的估值高于行业平均水平。我们认为，公司具有悠久的生产历史及优越的品牌优势，同时具有深厚的中药历史文化底蕴优势。虽然公司主导产品六味地黄丸增速放缓，但由于公司拥有良好的产品结构和品种数量优势，同时通过积极培育二线产品和进军功能性饮料战略，公司有望迎来新的发展契机。我们看好公司未来的发展前景，给予“中性”评级。

主要风险

受城市改造影响，募投项目延期；
未来药品价格的变化

■ 数据预测与估值

至 12 月 31 日(￥. 百万元)	2012A	2013E	2014E	2015E
营业收入	266.36	277.68	298.24	330.24
年增长率	-1.78%	4.25%	7.40%	10.73%
归属于母公司的净利润	30.36	34.50	41.76	51.88
年增长率	-5.32%	13.65%	21.06%	24.21%
每股收益 (元)	0.34	0.39	0.47	0.58
PER (X)	57.72	50.79	41.96	33.78

注：有关指标按当年股本摊薄

一、中华老字号、品牌中药生产企业

公司是一家中成药研发、制造和销售的国家火炬计划重点高新技术企业。公司 186 种产品被列入国家医保目录，10 个独家品种；4 种产品为优质优价产品；定眩丸、参茸固本还少丸为国家二级中药保护品种。宝炉、岷山牌浓缩丸系列中成药获“陇货精品”称号。“佛慈”品牌是中华老字号、中国驰名商标，在海内外享有非常高的知名度和市场认同度。公司出口产品“岷山”牌商标已在 20 余个国家和地区取得了国际注册。公司先后获得澳大利亚 TGA 组织、日本厚生省 GMP 认证，是国中药企业中获国外药品认证最多的企业之一。

1.1 受产能制约，营业收入增速放缓

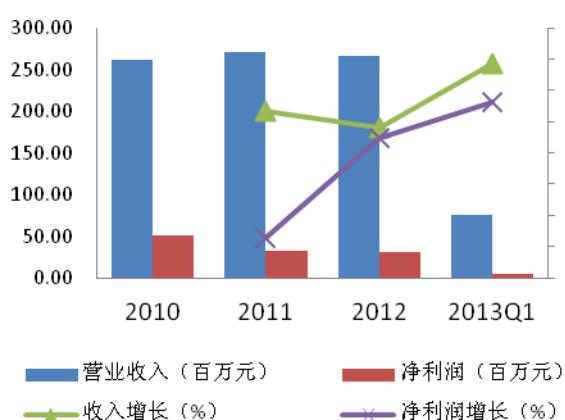
2010-2012 年，公司经营保持平稳。2012 年，公司实现营业收入 2.66 亿元，同比下降 1.78%；实现净利润 0.30 亿元，同比下降 5.23%；基本每股收益 0.34 元，同比下降 29.17%。从收入增速看，受产能制约，公司近几年收入增长基本保持稳定。然而受到药品价格下降、中药材涨价等因素影响，公司净利润持续下滑。2013 年一季度，公司实现收入 0.75 亿元，同比增长 18.70%；实现净利润 495 万元，同比增长 6.18%；基本每股收益 0.06 元，同比增长 6.3%。公司预计 2013 年 1-6 月业绩增长 15% 左右。

1.2 主营业务平稳发展

公司目前主要从事中成药研发、生产和销售，产品剂型以浓缩丸为主，占销售收入的 85% 以上。根据 2010 年公司报告显示，公司产品中收入超过 500 万元的品种有 13 种，总计占到总销售收入的 73.76%，占到总毛利的 95.11%。其中六味地黄丸为公司的主打产品，销售收入占比超过 38.11%。

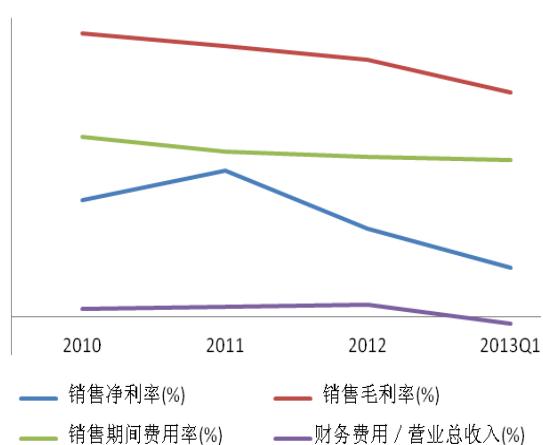
从盈利能力看，受毛利率变动的影响，近几年公司的销售净利率呈下滑态势。此外，从各项费用率情况看，公司的期间费用率保持平稳，其中财务费用下降明显。以 2013 年第一季度为例，受市场投入较上期增加影响，公司的销售费用率同比增长 70.84%；而受到定期存单到期影响，一季度财务费用大幅减少。

图 1 公司近年来的收入、利润变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

图 2 公司近年来盈利能力变化



数据来源: Wind 上海证券研究所

二、主营产品增速放缓，二线品种表现突出

2.1 六味地黄丸市场竞争激烈

六味地黄丸是公司主导产品，佛慈六味地黄丸于1996年被国家中医药管理局评为“中国中药名牌产品”。公司的六味地黄丸自上市以来表现出良好的增长态势，2010年的销售收入即达到1亿元左右。近几年受产能以及销售能力制约，六味地黄丸的销售增长开始放缓。2012年销售额约为1亿元。

六味地黄丸虽然属于补肾市场的主力品种，而且根据测算，补肾市场容量超过百亿，近年来快速增长，但也还没有达到市场容量的一半。六味地黄丸早在2005年就达到了10亿的市场规模，但由于生产厂家众多，近年来发展增速较慢。我们预计公司的六味地黄丸销售增长在0-5%左右。

表 1 前 10 位补肾产品市场规模 (百万元)

产品名称/年份	2005 年	2006 年	2007 年	2008 年	2009 年前三季度
六味地黄丸	973	1020	1080	1237	986
肾宝合剂	648	516	431	399	268
补肾益寿胶囊	220	211	223	178	161
古汉养生精	57	79	75	119	137
六味地黄胶囊	47	92	130	192	110
杞菊地黄丸	85	86	95	121	98
六味地黄软胶囊	56	82	103	117	92
知柏地黄丸	68	72	86	112	86

肾宝糖浆	49	69	78	106	80
补肾强身片	91	113	90	82	70

数据来源：上海证券研究所

2.2 小品种有望快速成长

目前，公司将注意力转移到其他疗效显著的小品种中药上。公司二线品种种类较多。10个独家产品中，参茸固本还少丸（源于清末名方“打虎壮元丹”），近两年在甘肃和陕西市场推出，销量大幅度上升。参茸固本还少丸是公司独家生产的中成药制剂，是国家中药保护品种。主要成分为人参、鹿茸、附子、肉苁蓉、龟甲、阿胶、地黄、海马等65味名贵中药材，具有补肾助阳、益气固体、填精止遗、强筋健骨的功效。其作用广泛，阴阳气血兼顾，用于肾阳不足、命门火衰所致的畏寒肢冷，面色恍白，腰膝酸软，精神不振，阳痿早泄，遗精滑精，性欲减退，女子宫寒不孕，带下清稀，或尿增多，以及耳鸣耳聋，虚喘，浮肿，五更泄泻等。药理作用主要为滋补强壮、增强机体免疫力、抗衰老、改善性功能等作用。临床常用于慢性肾炎、男性阳痿、女性不孕、神经衰弱、早衰、慢性腹泻、溃疡性结肠炎等疾病的治疗。2010年公司该产品销售收入约为1千万，近几年增长迅速，2012年约有近2千万的收入规模。

此外，公司其他重点二线产品还有儿科用药复方健脾口服液，功能主治益气固表，健脾消食；用于小儿脾胃虚弱所致的厌食，易反复外感，营养不良的辅助治疗。但由于其基数较小，虽然增速较快，短期内对业绩贡献不明显。

三、推出功能性饮料探索中药行业蓝海

公司计划推出甘麦大枣茶，以切入功能性饮料这片快速消费品领域的“蓝海”。甘麦大枣茶脱胎于名医张仲景的经典药方《金匱要略》、自主研发的新产品，是一种大众饮品。公司已完成该饮料的口味测试和市场调研，计划主要切入改善消化这一细分领域。公司目前已启动营销人员招聘，同时计划短期内以甘陕地区为主，建设样板销售区；在上海、广州等地区建立自主分销区域；以及选择部分省市建设包销区域。我们认为，中药企业发力保健及功能性食品符合国家政策导向。根据国家发改委、工信部联合发布了的《食品工业“十二五”发展规划》，国家首次将营养与保健食品列入食品工业五年重点发展之列，并且提出了“发展到万亿规模，超过国内生产总值的2%”的纲领性要求，意味着国家期望在未来5年内将营养

与保健食品行业发展成为国家支柱产业。中药类上市企业具有专利、品牌、研发、药店渠道和 GMP 生产工艺方面的优势，随着近年我国功能性饮料市场增长迅猛，功能性饮料有望成为公司新的利润增长点。

四、盈利预测

4.1 预测假设

- 1、中药材价格保持平稳，公司毛利率稳步上升；
- 2、公司的二线产品推广顺利，收入稳步增长；
- 3、募投项目短期内难以投产。

4.2 盈利预测

我们预计，2013-2015 年，净利润将实现年递增 13.65%、21.06% 和 24.21%，相应的每股收益为 0.39 元、0.47 元和 0.58 元。

五、给予“未来六个月，中性”评级

公司 12 年实现每股收益 0.34 元，预计 13 年为 0.39 元，以 7 月 5 日收盘价 19.72 元计算，静态、动态 PE 分别为 57.72 倍和 50.79 倍。中药上市公司 12 年、13 年市盈率中值分别为 35.72 倍和 27.47 倍。公司目前的估值高于行业平均水平。我们认为，公司具有悠久的生产历史及优越的品牌优势，同时具有深厚的中药历史文化底蕴优势。虽然公司主导产品六味地黄丸增速放缓，但由于公司拥有良好的产品结构和品种数量优势，同时通过积极培育二线产品和进军功能性饮料战略，公司有望迎来新的发展契机。我们看好公司未来的发展前景，给予“中性”评级。

六、风险提示

6.1 受城市改造影响，募投项目延期

根据兰州市政府整体发展规划，公司被列入启动实施“出城入园”搬迁改造企业名单，并要求 2013 年启动搬迁工作，造成公司募投项目暨扩大浓缩丸生产规模技术改造一期项目实施地点发生变

化。由于新地块的申请、审批、建设以及后期的 GMP 认证等需要花费大量时间，预计 3 年之内将难以完成募投项目的建设。而由于政府补偿方案、建设完成时间、产能达标时间等方面不确定，对公司扩大经营规模提高盈利能力带来不利影响。

6.2 未来药品价格的变化

近年来，为治理药价虚高、降低群众医疗成本，政府加强了对药价的管理工作，2006 年以来国家发改委多次调低相关药品的最高零售价，对药品生产企业的收入和利润有不同程度的影响，下半年的调价有可能主要针对中成药。我们认为，具有较好的品牌形象，对零售商议价能力较强的产品，受冲击较小。

七、附表

附表 1 佛慈制药损益简表及预测 (单位: 百万元人民币)

指标名称	2011A	2012A	2013E	2014E	2015E
一、营业总收入	271.18	266.36	277.68	298.24	330.24
二、营业总成本	239.65	238.76	239.35	251.83	272.60
营业成本	177.99	179.48	183.27	190.87	204.75
营业税金及附加	2.33	3.47	3.12	3.26	3.87
销售费用	31.04	28.84	27.77	29.82	33.02
管理费用	22.41	23.17	22.42	24.89	27.65
财务费用	4.61	2.71	2.78	2.98	3.30
三、其他经营收益					
公允价值变动净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
投资净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
汇兑净收益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
四、营业利润	31.53	27.60	38.33	46.41	57.64
加: 营业外收入	4.88	6.91	0.00	0.00	0.00
减: 营业外支出	0.12	0.00	0.00	0.00	0.00
五、利润总额	36.29	34.51	38.33	46.41	57.64
减: 所得税	4.23	4.16	3.83	4.64	5.76
加: 未确认的投资损失	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
六、净利润	32.06	30.36	34.50	41.76	51.88
减: 少数股东损益	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
归属于母公司所有者的净利润	32.06	30.36	34.50	41.76	51.88
七、摊薄每股收益(元)	0.36	0.34	0.39	0.47	0.58

资料来源: Wind 上海证券研究所

附表 2 公司分业务增速与毛利预测 (单位: 万元人民币)

分业务收入测算	2012A	2013E	2014E	2015E
医药行业	26,636.22	27,768.01	29,823.72	33,024.05
六味地黄丸	10001.18	10301.22	10610.25	10928.56
其它	16,635.04	17466.79	19213.47	22095.49
合计	26,636.22	27,768.01	29,823.72	33,024.05
分业务成本测算	2012A	2013E	2014E	2015E
医药行业	17,947.99	18,326.88	19,087.18	20,474.91
合计	17,947.99	18,326.88	19,087.18	20,474.91
分业务增速	2012A	2013E	2014E	2015E
医药行业	-1.78%	4.25%	7.40%	10.73%
六味地黄丸	0.00%	3.00%	3.00%	3.00%
其它	-2.82%	5.00%	10.00%	15.00%
分业务毛利率	2012A	2013E	2014E	2015E
医药行业	32.62%	34.00%	36.00%	38.00%

数据来源: Wind 上海证券研究所

分析师承诺

分析师 赵冰

本人以勤勉尽责的职业态度，独立、客观地出具本报告。本报告依据公开的信息来源，力求清晰、准确地反映分析师的研究观点。此外，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意见或观点直接或间接相关。

公司业务资格说明

本公司具备证券投资咨询业务资格。

投资评级体系与评级定义

股票投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据公司基本面及（或）估值预期以报告日起6个月内公司股价相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	股价表现将强于基准指数 20%以上
谨慎增持	股价表现将强于基准指数 10%以上
中性	股价表现将介于基准指数±10%之间
减持	股价表现将弱于基准指数 10%以上

行业投资评级：

分析师给出下列评级中的其中一项代表其根据行业历史基本面及（或）估值对所研究行业以报告日起12个月内的基本面和行业指数相对于同期市场基准沪深300指数表现的看法。

投资评级	定 义
增持	行业基本面看好，行业指数将强于基准指数 5%
中性	行业基本面稳定，行业指数将介于基准指数±5%
减持	行业基本面看淡，行业指数将弱于基准指数 5%

投资评级说明：

不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准，投资者应区分不同机构在相同评级名称下的定义差异。本评级体系采用的是相对评级体系。投资者买卖证券的决定取决于个人的实际情况。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，投资者不应以分析师的投资评级取代个人的分析与判断。

免责条款

本报告中的信息均来源于公开资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不做任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。报告中的信息和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对任何人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。

在法律允许的情况下，我公司或其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或财务顾问服务。

本报告仅向特定客户传送，版权归上海证券有限责任公司所有。未获得上海证券有限责任公司事先书面授权，任何机构和个人均不得对本报告进行任何形式的发布、复制、引用或转载。

上海证券有限责任公司对于上述投资评级体系与评级定义和免责条款具有修改权和最终解释权。