

全年业绩基本持平，调整之后再出发

——佛慈制药（002644）调研报告

2014年3月20日

当前价格（元）	30.20
52周价格区间(元)	18.93-37.51
总市值（百万）	2,684
流通市值（百万）	721
总股本（万股）	8,886
流通股（万股）	2,387
第一大股东	兰州佛慈制药厂
公司网址	http://www.fczy.com/

投资要点：

- 全年业绩基本持平，短期业绩或受经营管理调整冲击。公司发布业绩快报，2013年实现营业总收入29,152.83万元，同比增长9.45%；归属于上市公司股东的净利润3,094.47万元，同比增长1.94%，公司四季度业绩表现平淡。我们认为公司管理层变更，经营管理策略调整可能会对公司短期业绩产生影响。
- 中药产品结构调整，阿胶业务步入正轨。公司初步筛选了15个销售过千万的品种，计划在2014年对其进行重点销售，并通过市场反馈进一步筛选，培养新的拳头产品。阿胶业务2014年前两个月顺利实现了5吨/月的销售计划，市场反响良好，预计全年完成60吨阿胶的销售计划较为乐观，我们看好公司阿胶业务的发展。
- 大健康产业：“肖助理”仍以市场拓展为主。公司2014年主要以“肖助理”的渠道建设为主，将在近期参加在成都举办的全国糖酒会，作为迈出本地市场的第一步，随后有望面向全国经销商招商。
- 中药材业务经营状况良好。公司全资子公司—甘肃佛慈中药材经营有限公司，2014年前两个月实现收入约3000万元，经营状况良好，全年有望成为公司较为重要的收入来源。此外，公司正在建设2万亩当归和5000亩党参的中药材种植基地，目前进展顺利。
- 投资建议：公司新任管理层管理、业务能力强，对公司发展框架的设计具有良好的前瞻性，且具有改革的魄力，为了公司更好的、更加长远的发展，主动对原来存在的一些问题进行了思考和改变，虽然短期业绩会有一些影响，但调整之后的再出发，步履应会更快、更稳健。我们预计公司2014年、2015年EPS分别为0.52元和0.69元，目前股价对应PE分别为58X、44X，中长期给予公司“谨慎推荐”评级。
- 风险提示：二线品种培育不达预期的风险；阿胶市场销售不达预期的风险。

华龙证券

研究员：石学刚

执业证书编号: S0230513080002

TEL:0931-4890521

EMAIL:sxg5661@163.com

经纪业务管理总部

一、全年业绩基本持平，短期业绩或受经营管理调整冲击

公司发布业绩快报，2013年实现营业总收入29,152.83万元，较上年同期增长9.45%；营业利润2,716.04万元，较上年同期下降1.60%；利润总额3,667.40万元，较上年同期增长6.27%；归属于上市公司股东的净利润3,094.47万元，较上年同期增长1.94%。与公司2013年前三季度业绩相比，公司四季度营业收入增速持续提升，但归属于上市公司股东的净利润有所减少，单季度同比、环比均有所下滑。

我们认为这与公司的经营管理策略变化有关，具体影响需要等年报公布之后再做详细分析。公司管理层在2013年四季度发生了较大变化，总经理、董事长陆续变更，李云鹏先生就任董事长，孙裕先生就任总经理。新一届管理层在对公司经营现状充分调研的基础上，决定对公司原有的经营管理策略做出调整，某些方面调整力度可能较大。公司四季度加大了回款力度，并着手销售渠道的调整等工作，可能会对短期业绩造成一些影响，但有利于公司进一步夯实基础，拓展市场，发展长远。

二、中药产品结构调整，阿胶业务步入正轨

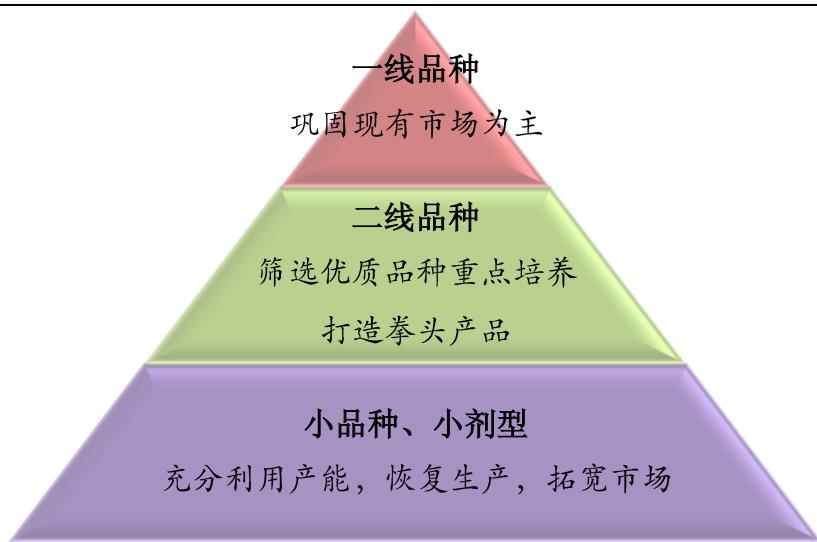
公司中药产品目前收入结构仍是以六味地黄丸为主的“六八味”系列为主，但目前六味地黄丸市场空间增量较小，且市场格局已经较为稳定，增长潜力有限。

除六味地黄丸外，公司目前销售超过百万的产品有近40个。董事长、总经理等管理层亲自牵头，从去年开始着手，对部分优质二线品种进行了市场调研、分析，并初步筛选出了逍遥丸、归脾丸、杞菊地黄丸、桂附地黄丸、浓缩当归丸等15个销售过千万的品种。公司计划在2014年对包含上述品种在内的优质品种进行重点销售，并通过市场反馈进一步筛选，培养新的拳头产品，打破目前的市场瓶颈。在力推二线品种的同时，公司还充分利用现有产能，积极恢复部分小品种、小剂型的生产，拓展品种覆盖领域，增加收入来源。

公司阿胶业务在2013年三季度表现出色，但由于生产周期和销售周期未能有效配合，后续表现平平。目前公司已经理顺了生产—销售路径，前两个月顺利实现了5吨/月的销售计划，市场反响良好，预计全年完成60吨阿胶的销售计划较为乐观，以目前412元/250g的价格测算，有望实现销售收入8000~9000万元。另外，东阿阿胶近年来频繁提价，据最新消息，阿胶块价格将提至650元/250g，而阿胶市场另一大品牌“福胶”也进行了提价，随着阿胶市场逐渐扩大，

成本也有所上升，公司的阿胶产品未来也存在提价的可能。原材料方面，公司背靠平凉、庆阳、天水等关中驴传统养殖区，驴皮资源并不紧缺，未来通过“企业+农户”养驴示范基地的建设，将使驴皮资源的供应得到进一步保障。从目前的阿胶市场来看，需求依然比较旺盛，有关机构预测，未来几年阿胶市场仍有望保持20%甚至以上的增长，加之目前公司产能较小，市场拓展暂不会受到影响。此外，公司正在积极开发阿胶系列产品，目前已经去了4个保健食品的生产许可，阿胶百合粉、固元膏等将率先投入市场，拓宽消费人群。总体来看，我们仍然看好公司阿胶业务的发展。

图1：公司中药产品结构调整



资料来源：华龙证券

三、大健康产业：“肖助理”仍以市场拓展为主

公司大健康产品“肖助理”的经营、销售目前由全资子公司—兰州佛慈健康产业有限公司专门负责。该产品主要面向改善消化这一细分领域，功能饮料中该适用领域目前尚处蓝海，有很好的突破空间。公司将在近期参加在成都举办的全国糖酒会，作为迈出本地市场的第一步，随后有望面向全国经销商招商。从经营策略来看，公司2014年主要以“肖助理”的渠道建设为主，如果进展顺利，未来可能进一步加大广告力度。以品质为本，积极进行重点渠道建设，通过广告扩大品牌影响力，是“肖助理”产品的发展策略，我们认为其具有良好的发展潜力。

图2：本草饮品“肖助理”



资料来源：公开资料，华龙证券

四、中药材业务经营状况良好

公司2013年投资设立了全资子公司—甘肃佛慈中药材经营有限公司，目前该子公司主要经营中药材的收购、储藏和批发。从2014年前两个月来看，已经实现收入约3000万元，经营状况良好，2014年全年有望实现收入1.5亿元，成为公司较为重要的收入来源。另一方面，也为公司中药材原材料供应、采购成本控制等起到了积极作用。

公司正在建设2万亩当归和5000亩党参的中药材种植基地，采用“公司+基地+农户”的建设模式，目前正在进行工作站、示范田的建设，并派遣专业技术人员对农民进行培训，进展顺利。公司对于种植基地的建设非常重视，工作扎实，有望顺利通过GAP认证。项目建成后，有望实现当归年产2800吨、党参1000吨的产量。

五、投资建议

从公司业务板块来看，中成药二线品种的培育需要经过“筛选—反馈—再调整”这样一个过程，成果显现尚需一段时间；阿胶产品有望实现较快增长；中药材业务将成为公司新的收入增长点；功能草本饮料“肖助理”主要以市场推广和渠道建设为主，短期贡献有限。

公司新任管理层管理、业务能力强，对公司发展框架的设计具有良好的前瞻性，且具有改

革的魄力,为了公司更好的、更加长远的发展,主动对原来存在的一些问题进行了思考和改变,虽然短期业绩会有一些影响,但调整之后的再出发,步履应会更快、更稳健。

此外,根据公司最新公告,公司收到募投项目异地重建补偿款及政策性搬迁专项补助款共计1.6亿元,将改善公司资金状况,加之如果非公开发行股票项目能够顺利实施,公司2014年的财务费用情况将较为乐观。

我们预计公司2014年、2015年EPS分别为0.52元和0.69元,目前股价对应PE分别为58X、44X,中长期给予公司“谨慎推荐”评级。

附表:

利润表预测:

利润表		单位:百万元		
会计年度		2012	2013E	2014E
营业收入		266	292	601
营业成本		179	192	456
营业税金及附加		3	5	7
营业费用		29	36	52
管理费用		23	29	35
财务费用		3	1	0
资产减值损失		1	2	2
公允价值变动收益		0	0	0
投资净收益		0	0	0
营业利润		28	27	49
营业外收入		7	10	5
营业外支出		0	0	0
利润总额		35	37	54
所得税		4	6	8
净利润		30	31	46
少数股东损益		0	0	0
归属上市公司股东的净利润		30	31	46
EPS(元)		0.34	0.35	0.52
				0.69

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.