

业绩持续向好，管理调整初见成效

——佛慈制药（002644）调研报告

2014年9月19日

当前价格（元）	21.72
52周价格区间（元）	11.13-22.7
总市值（百万）	3,860
流通市值（百万）	1,037
总股本（万股）	17,772
流通股（万股）	4,774
第一大股东	兰州佛慈制药厂
公司网址	http://www.fczy.com/

投资要点：

- 2014年上半年公司业绩持续好转。公司半年报显示，上半年实现营业收入21,646.21万元，同比增长43.86%；归属于上市公司股东的净利润1,603.87万元，同比增长16.82%，二季度经营状况持续好转。公司上半年营业外净收入确认较多，主要是由于公司收到的政府补助较上年同期增幅较大，对公司业绩向好具有积极影响。
- 公司经营管理调整仍在继续，已初见成效。报告期内，公司销售费用同比减少了15.06%，管理费用同比减少7.55%。财务费用方面，公司利用闲置募投资金购买银行短期理财产品并获得收益，报告期内财务费用同比大幅下降257.63%。
- 中药材业务拉低公司利润率，但有利公司长远发展。2014年上半年，公司中药材经营业务实现收入约8,539万元，占收入比约为39.91%。由于毛利率较低，一定程度上拉低了公司的综合毛利率。该业务未来将有效对接公司目前正在建立的陇药优质大宗药材生产的规范化与规模化基地，并对公司中药材原材料供应、采购成本控制等起到积极作用。
- 投资建议：我们预计公司2014年、2015年EPS分别为0.21元和0.34元，对应目前股价，PE分别为103X、64X，估值压力较大，中长期给予公司“谨慎推荐”评级。

华龙证券

研究员：石学刚

执业证书编号：S0230513080002

TEL:0931-4890521

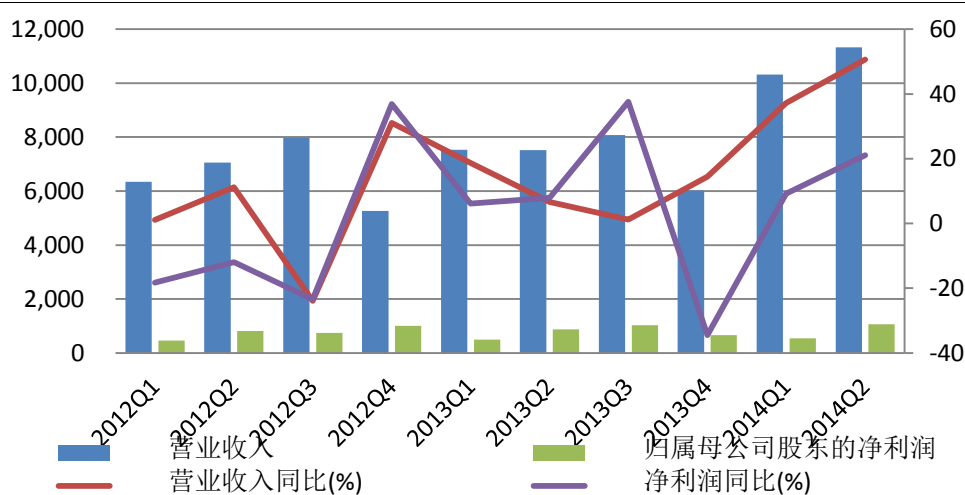
EMAIL:sxg5661@163.com

经纪业务管理总部

一、2014年上半年公司业绩持续好转

公司2014年半年报显示，上半年实现营业收入21,646.21万元，同比增长43.86%；利润总额1,948.20万元，同比增长23.63%；归属于上市公司股东的净利润1,603.87万元，同比增长16.82%。其中，二季度实现营业收入1.13亿元，同比增长50.99%；实现净利润1,063.67万元，同比增长21.12%。公司二季度经营状况持续好转，业绩表现好于一季度。但需要注意的是，公司上半年营业外净收入确认较多，主要是由于公司收到的政府补助较上年同期增幅较大，对公司业绩向好具有积极影响。

图1：公司业绩持续向好



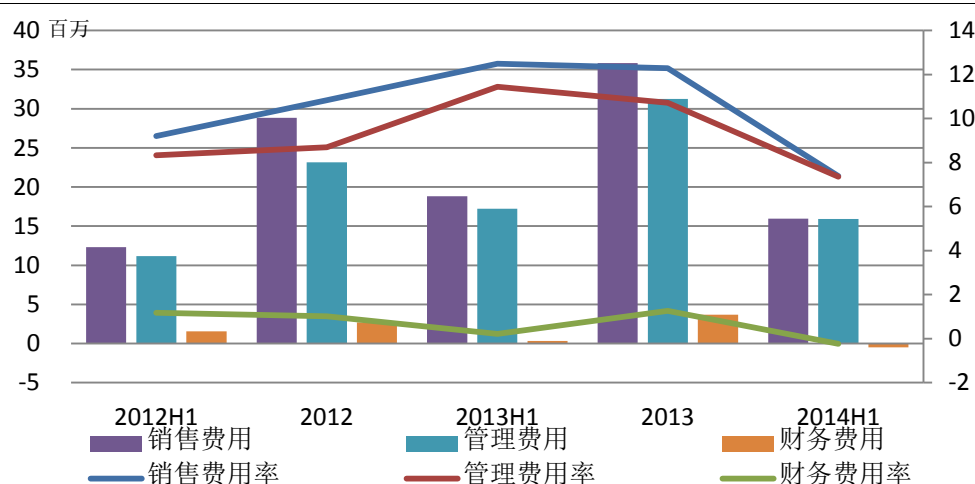
数据来源：Wind，华龙证券

二、公司经营管理调整仍在继续，已初见成效

公司新任管理层上任之后，着手对公司的内部治理、对外销售等方面进行了调整，目前已初见成效。

在药品销售方面，公司积极调整销售策略，整理了一批销售情况较好且仍具较大成长空间的品种，作为重点推广的对象，同时对销售渠道进行了一系列调整，减少了不必要的开支。报告期内，公司销售费用为1,597万元，同比减少了15.06%。内部治理方面，公司减少不必要开支，严控管理成本，报告期内管理费用为1,592万元，同比减少7.55%。财务费用方面，由于公司募投项目受“出城入园”进度影响，尚有资金闲置，公司使用闲置资金购买了银行短期理财产品并获得收益，导致报告期内财务费用同比大幅下降257.63%。

图2：公司各项费用得到有效控制

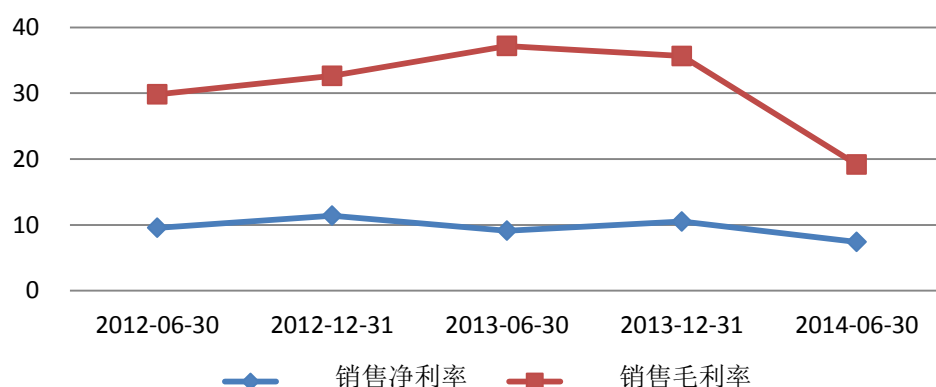


数据来源：Wind，华龙证券

三、中药材业务拉低公司利润率，但有利公司长远发展

公司2013年投资设立了中药材经营全资子公司，主要经营中药材的收购、储藏和批发。2014年上半年，该业务实现收入约8,539万元，占收入比约为39.91%，全年有望实现收入1.5亿元，成为公司较为重要的现金流和收入来源。该业务毛利率较低，一定程度上拉低了公司的综合毛利率。

图3：公司毛利率及净利率情况



数据来源：Wind，华龙证券

但从另一方面来看，公司正在建立陇药优质大宗药材生产的规范化与规模化基地，目前已在漳县建立了万亩当归规范化种植基地，准备进行GAP认证，党参、柴胡规范化基地建设正在选址中。中药材经营业务未来将有效对接陇药优质大宗药材生产基地，并对公司中药材原材料

供应、采购成本控制等起到积极作用。

四、新产品稳步推进，仍需时间

药品生产方面，公司新药“益气通痹胶囊”注册申报材料上报甘肃省食品药品监督管理局并已收到《药品注册申请受理通知书》；浓缩当归丸的欧盟注册申请及相关研究工作正在积极推进中。此外，公司阿胶系列保健品正在研究开发当中，阿胶糕有望率先面向市场，产品线的丰富将提升公司阿胶系列产品的竞争力。从目前的阿胶市场来看，需求依然比较旺盛，公司目前体量较小，市场拓展前景良好。公司大健康产品“肖助理”目前仍处于市场培育期，暂时对公司业绩贡献有限。

五、投资建议

从公司业务板块来看，中成药二线品种及阿胶系列产品的培育仍需时间，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。目前公司正在积极进行兰州新区募投项目建设的前期准备工作，但各项审批环节仍需时间，因此短期对公司经营状况影响较小。

我们预计公司2014年、2015年EPS分别为0.21元和0.34元，对应目前股价，PE分别为103X、64X，短期估值压力较大，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	2013	2014E	2015E
营业收入	266	292	547	721
营业成本	179	188	431	505
营业税金及附加	3	4	7	8
营业费用	29	36	42	83
管理费用	23	31	33	53
财务费用	3	4	0	1
资产减值损失	1	2	-2	4
公允价值变动收益	0	0	0	0
投资净收益	0	0	0	0
营业利润	28	26	36	67
营业外收入	7	10	9	5
营业外支出	0	0	0	0
利润总额	35	36	45	72
所得税	4	5	7	11
净利润	30	31	38	61
少数股东损益	0	0	0	0
归属上市公司股东的净利润	30	31	36	61
EPS（调整后，元）	0.17	0.17	0.21	0.34

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.